

ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ ТЕХНІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ПУЛЮЯ

На правах рукопису

УДК 336.744/339.4

КОЗЮК Віктор Валерійович

ЦЕНТРАЛЬНІ БАНКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ: ОСНОВНІ НАПРЯМКИ
ТРАНСФОРМАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО ТА
МІЖНАРОДНОГО РІВНЯ

Дисертація
на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук

Спеціальність: 08.05.01. — Світове господарство
та міжнародні економічні відносини

Науковий консультант:
доктор економічних наук,
професор Гринчуцький В.І.

Усі примірники ідентичні,
вчений секретар
А.М.Хахлюк

ТЕРНОПІЛЬ 2006

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНИЙ ФУНДАМЕНТ ДОСЛІДЖЕННЯ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ	14
1.1. Концептуальні засади дослідження глобалізаційних процесів	14
1.2. Монетарний вибір у відкритій економіці як фактор глобальної інтеграції	30
1.3. Методологічні основи дослідження розвитку центральних банків у глобалізаційній перспективі	53
Висновки до розділу 1.	73
РОЗДІЛ 2. ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ДЕТЕРМІНАНТИ СИСТЕМНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ	75
2.1. Макроекономічні зміни у середовищі функціонування центральних банків	75
2.2. Фінансова інтеграція, проблеми формування глобальної макрорівноваги та її впливу на монетарну політику	98
2.3. Інституціональний вимір трансформаційних процесів у монетарній сфері	111
Висновки до розділу 2.	132
РОЗДІЛ 3. ВАЛЮТНО-КУРСОВІ ПРОБЛЕМИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ	135
3.1. Валютно-курсова політика в аспекті фінансової глобалізації	135
3.2. Альтернативи плаваючим курсам: аспекти валютної ради та доларизація	160
3.3. Методологічні проблеми монетарної інтеграції: теоретичне обґрунтування валютних союзів в умовах глобалізації	188
3.4. Глобалізаційні фактори формування та функціонування сучасних валютних союзів	217
3.4.1. Європейський валютний союз	218
3.4.2. Східно-карибський валютний союз	231
3.4.3. Африканські валютні союзи та проблеми монетарної інтеграції на континенті	237
3.4.4. Валютна інтеграція країн Перської затоки	247
3.4.5. Перспективи формування валютних союзів в Латинській Америці та АСЕАН	252
Висновки до розділу 3.	258
РОЗДІЛ 4. МОНЕТАРНИЙ АНАЛІЗ ФУНКЦІОНУВАННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ	262
4.1. Сучасні системні риси глобальної фінансової архітектури та їх монетарний прояв	262
4.2. Монетарний вимір проблеми глобального регулювання	299
4.3. Центральні банки в системі міжнародної координації макроекономічної політики	329
4.4. Функціонування МВФ у контексті трансформації монетарної політики	345
Висновки до розділу 4.	364
РОЗДІЛ 5. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ПОСТСОЦІАЛІСТИЧНИХ	

КРАЇН У ГЛОБАЛІЗАЦІЙНОМУ РАКУРСІ	367
5.1. Внутрішні та глобальні чинники монетарної політики в умовах ринкової трансформації	367
5.2. Необхідність вступу до ЄВС трансформаційних економік в світлі глобалізації	391
5.3. Проблеми вибору та реалізації стратегії монетарної інтеграції постсоціалістичних країн Європи у зону євро	418
5.4. Принципи монетарної інтеграції із зоною євро в українському контексті	431
Висновки до розділу 5	441
ВИСНОВКИ	443
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	450
ДОДАТКИ	471

ВСТУП

Актуальність теми. 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, потребують радикальної редакції й переосмислюються з міркувань пошуку оптимальних шляхів забезпечення економічного зростання та цивілізаційного поступу країни та світу у новому тисячолітті.

Експансія глобального фінансового сектору радикально змінює увесь вимір міжнародної економіки та зв'язків у ній, підпорядковуючи логіці та алогічності глобальних потоків капіталу весь 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.

Слід зазначити, що на сьогодні сформувалися достатньо відокремлені вектори аналізу глобалізації й національної монетарної політики. Перша є об'єктом вивчення теорії міжнародної економіки. Розвиток центральних банків та їх функціональних компетенцій є об'єктом вивчення монетарної чи інституціональної теорії. При цьому, в рамках і 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, ґрунтовні дослідження монетарних проблем міжнародної економіки містяться у працях таких авторитетних західних економістів, як М.Бордо, Б.Ейченґрін,

Г.Кальво, П.Кругман, П.Мейссон, 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. Вагомий 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.Білорус, В.Будкін, А.Гальчинський, З.Луцишин, А.Мокий, В.Новицький, Д.Лук'яненко, Ю.Пахомов, О.Плотніков, В.Рокоча, Є.Савельєв, В.Сіденко, О.Сохацька, О.Шаров, В.Шевчук, А.Філіпенко, А.Чухно. Значний доробок 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 й сучасними практиками – керівниками центральних банків, а саме А.Грінспеном, Ф.Дуйсенбергом, О.Ізінгом, Л.Мейєром, Й.Старком, а також вітчизняними – О.Петриком, В.Стельмахом, В.Ющенком.

Втім, унаслідок широкого охоплення різних аспектів глобалізаційних процесів та поділу на аналіз із позиції монетарної теорії та з позиції теорії міжнародної економіки породжуються інколи відмінні, інколи суперечливі погляди на предметну область, де перетинаються ґносеологічні площини глобалізації та прояву монетарних проблем національного та міжнародного рівня чи 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 в монетарній політиці та її інституціональному забезпеченні 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 в 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 упродовж 1998 р., стикається із 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 розглядатися в аспекті впливу глобалізації на монетарну політику та визначення рамкових умов функціонування НБУ, що робить дослідження затребуваним не тільки з теоретичної, але й із практичної точки зору.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження виконано у відповідності з науковою темою “Макроекономічні та інституціональні трансформації в умовах глобалізації” (номер державної реєстрації 0105U6697) у Тернопільському державному технічному університеті імені Івана Пулюя.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертації є: розробка теоретико-методологічних положень щодо з'ясування монетарних детермінант глобалізації в контексті проблеми монетарного вибору у відкритій економіці та еволюції

центральных банків, виявлення на основі цього закономірностей трансформації монетарної політики національного та міжнародного рівня в умовах глобалізації, наслідків такої трансформації для функціонування міжнародної фінансової архітектури, а також розробка теоретичних засад підвищення ефективності монетарної політики в міжнародному контексті, обґрунтування процесів монетарної уніфікації із зоною євро постсоціалістичних країн Європи та України у світлі глобалізаційних процесів.

Досягнення поставленої мети передбачає розв'язання наступних завдань:

- на основі з'ясування сутнісних рис глобалізації розробити теоретичні положення обґрунтування її макроекономічних передумов у категоріях проблеми здійснення монетарного вибору у відкритій економіці (проблема “трилеми”);
- розробити теоретико-методологічні підходи до аналізу еволюції центральних банків та виявлення тенденції до конвергенції у сфері їх функціонування;
- виявити закономірності трансформації макроекономічних та інституційних засад монетарної політики в умовах глобалізації та з'ясувати наслідки таких трансформацій для реалізації монетарної політики національного та міжнародного рівня у світлі еволюції міжнародної валютної системи та формування глобальної фінансової архітектури;
- на основі виявлення суперечливих процесів у валютно-курсовій сфері розкрити трансформаційні процеси у даному аспекті функціонування центробанків та з'ясувати глобалізаційні детермінанти вибору полярних режимів валютних курсів;
- розробити теоретичні положення з обґрунтування необхідності монетарної уніфікації в умовах глобалізації з огляду на неадекватність традиційного інструментарію аналізу валютних союзів, представленого теорією оптимальних валютних зон;
- виявити глобалізаційні детермінанти формування і функціонування сучасних валютних союзів та тенденцій до валютної уніфікації у світі;
- виявити монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури на основі аналізу моделей глобального регулювання виявити найбільш

дієві варіанти удосконалення монетарної політики міжнародного рівня з огляду на специфіку глобалізаційних процесів та еволюцію центробанків як інституцій;

- виявити глобалізаційні детермінанти трансформації характеру зв'язків між МВФ і монетарною політикою національного рівня та проаналізувати монетарні аспекти варіантів реформування МВФ і делегування йому ролі міжнародного кредитора останньої інстанції;

- виявити вплив факторів глобалізації на монетарну політику постсоціалістичних країн Європи, зокрема України, з'ясувати ґносеологічні засади їх монетарної інтеграції із зоною євро та розробити положення з обґрунтування такої інтеграції з позиції виявлення закономірностей трансформації монетарної політики в умовах глобалізації;

- проаналізувати стратегії монетарної інтеграції європейських постсоціалістичних країн із зоною євро в контексті впливу глобалізації на їх монетарну політику, на основі чого розробити принципи побудови стратегії монетарної інтеграції України.

Об'єктом дослідження є монетарні детермінанти формування глобальної економіки та проблеми її функціонування.

Предметом дослідження є трансформація центральних банків та монетарної політики національного та міжнародного рівня в умовах глобалізації.

Методи дослідження. Методологічною базою дисертаційної роботи є теоретичний інструментарій дослідження міжнародної економіки, монетарних процесів, інституціональних трансформацій, концептуальні положення сучасної економічної теорії, монографічна, наукова, аналітична література, дослідження вітчизняних та зарубіжних вчених з питань глобальної економіки, міжнародних економічних відносин, макроекономічних та інституціональних аспектів функціонування міжнародної економіки та центральних банків. Методичний апарат дослідження становлять: загальнонаукові та спеціальні економічні методи пізнання (логічної абстракції, логіко-дескриптивний метод, дедукція, індукція, аналіз, синтез, метод історизму (всі розділи), метод макроекономічного (другий, третій, четвертий, п'ятий розділи), інституціонального (підрозділи 1.3., 2.3., 3.3., 4.2.) аналізу,

статистичні методи (всі розділи), методи регресійно-кореляційного та дисперсійного аналізу (підрозділи 2.1., 2.2., 4.2., 5.1.).

Статистичною та фактологічною базою дослідження є дані Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Національного банку України, Федеральної резервної системи, Європейського центрального банку та інших центробанків.

Наукова новизна одержаних результатів. У процесі дослідження автором були одержані такі найбільш суттєві наукові результати, які розкривають його особистий внесок у розробку проблеми:

вперше:

- розроблено теоретичні положення, на основі яких доводиться, що в осно-
вних умовах розвитку процесів глобалізації, невід'ємним атрибутом якої є мобільність капіталу, є функціоналізація монетарного вибору центральних банків щодо орієнтації чи на зовнішню чи на внутрішню рівновагу, що відображає те, як глобалізація може розвиватись тільки за тих міжнародних валютних систем, які передбачають здійснення монетарної політики національного та міжнародного рівня у відповідності із принципом мобільності капіталів;
- розроблено теоретичні положення щодо дослідження еволюції центральних банків, на основі чого виявлено п'ять їх історичних типів, формування яких щільно пов'язано із практикою реалізації монетарної політики під впливом тої чи іншої теоретичної парадигми та пов'язаністю такої практики з баченням фундаментальних засад участі держави в економіці, зокрема щодо орієнтації на міжнародні фактори економічного поступу; розроблено методологічні засади дослідження тенденції до конвергенції, яка є сутнісним аспектом процесів глобалізації, у сфері функціонування центробанків;
- виявлено закономірності трансформації монетарної політики під впливом наростаючої відкритості економіки, зокрема, на прикладі розвинутих країн за допомогою емпіричного аналізу зв'язку між інфляцією і безробіттям виявлено стагфляційну залежність між даними параметрами та дана її оцінка з позиції аналізу глобалізаційних процесів; на основі емпіричного аналізу впливу відкритості економіки (фінансової та торговельної) на монетарну політику розвинутих країн

доведено, що відкритість відмінно впливає на характерні риси поведінки центробанків у великих і малих економіках;

- обґрунтовано, що макроекономічні (зниження інфляції, тенденція до вирівнювання ділового циклу, підвищення гнучкості економіки, зростання продуктивності виробничих факторів, руйнація оберненого зв'язку між інфляцією та безробіттям по типу кривої Філіпса) та інституціональні (підвищення незалежності органів грошової влади, перехід на мандат забезпечення стабільності цін і, відповідно, зниження державного втручання в економіку, зокрема, за рахунок монетарних макрорегуляторів, тенденція до реалізації макрополітики на основі правил, конвергенція інституціональних засад функціонування таких органів) трансформації у сфері функціонування центробанків у світі пов'язані з процесами глобалізації;

- розроблено теоретичні положення з обґрунтування формування валютних союзів як ефективних варіантів подолання глобальних імперфекцій, які становлять альтернативу теорії оптимальних валютних зон; на основі цього виявлено глобалізаційні фактори формування та функціонування сучасних валютних союзів, виявлено перспективи їх створення у світовій економіці;

- у контексті монетарного аналізу глобальної фінансової архітектури обґрунтовано, що в сучасних умовах розвитку глобальних фінансових ринків існує тенденція до формування широкої оптимальної валютної зони як територія, яка окреслюється макроекономічним „гравітаційним полем” одного з трьох провідних геоекономічних центрів (США, зона євро, Японія), унаслідок чого, чим більшою мірою країна належатиме до такого „гравітаційного поля”, тяжіючи до більшої відповідності критеріям оптимальності валютної зони, тим більшою мірою створюватимуться передумови для макростабільності, зокрема за рахунок того, що торговельні та валютно-фінансові фактори платіжного балансу синхронно результовуватимуть у його монетарному вимірі на рівні окремої країни;

- виходячи з розроблених теоретичних положень з обґрунтування формування валютних союзів в умовах глобалізації та аналізу ґносеологічних засад монетарної уніфікації постсоціалістичних країн Європи із зоною євро доведена необхідність

приєднання до ЄВС таких країн з огляду на вразливість їх монетарної політики до впливу глобалізації; на основі зазначеного та враховуючи аналіз стратегій приєднання постсоціалістичних країн Європи до зони євро, розроблено принципи побудови стратегії монетарної інтеграції України із ЄВС, зокрема обґрунтовується необхідність переходу до політики стабільності цін та її інституціонального закріплення заздалегідь перед вступом до ЄС, а не ЄВС.

удосконалено:

- теоретичні підходи до аналізу процесів офіційної доларизації, зокрема розроблені есеологічні засади аналізу процесів доларизації в умовах глобалізації;
- теоретико-методологічні підходи до аналізу монетарної політики постсоціалістичних країн Європи, зокрема за рахунок поділу її факторів на внутрішньо трансформаційні та глобалізаційні, що дало можливість ідентифікувати характерні риси впливу глобалізації на поведінку центробанків даних країн, зокрема України;

дістали подальшого розвитку:

- теоретичні узагальнення та обґрунтування необхідності підвищення незалежності центробанків в умовах глобалізації;
- виявлення закономірностей щодо змін у функціональному статусі валютних резервів у розвинутих країнах і країнах, що розвиваються;
- теоретичні підходи до монетарного аналізу функціонування глобальної фінансової архітектури, внаслідок чого виявлено закономірності трансформації монетарної політики міжнародного рівня та обмеження (інституціональні та макроекономічні) на реалізацію монетарних аспектів моделей глобального регулювання з позиції розвитку глобалізаційних процесів та еволюції центральних банків;
- засади аналізу взаємозв'язків між МВФ та національними центральними банками, що дало змогу виявити тенденцію до послаблення монетарних зв'язків між ними та набуття Фондом ролі міжнародного кредитора останньої інстанції, яка, за своєю сутністю та з огляду на специфіку трансформації природи та характеру поширення валютних криз в умовах глобалізації, не має монетарної природи;

доведено, що таке послаблення супроводжується змінами засадних принципів роботи МВФ щодо центробанків.

Практичне значення одержаних результатів. Матеріали дисертації можуть бути використані Національним банком України при методологічному забезпеченні та практичному вдосконаленні монетарної політики в умовах наростаючої відкритості вітчизняної економіки та при реалізації двостороннього співробітництва із центральними банками інших країн чи інтеграційних об'єднань; Національним банком України, Кабінетом Міністрів України, Секретаріатом Президента України при розробці стратегічних, методологічних та організаційно-економічних положень щодо формування та реалізації стратегії євроінтеграції та оптимального входження господарства країни у сферу глобальної економіки. Окрім цього, матеріали дослідження можуть бути використанні в навчальному процесі при підготовці навчально-теоретичної та навчально-методичної літератури з питань функціонування та регулювання глобальної економіки, міжнародних економічних відносин, міжнародної макроекономіки, теорії і практики монетарної політики та функціонування центробанків, економічної теорії.

Апробація результатів дослідження. Основні положення дисертаційного дослідження та його результати доповідалися й обговорювалися на наукових конференціях: Всеукраїнській науково-практичній конференції “Трансформація системи державного регулювання економіки на завершенні ХХ століття” (Тернопіль, 13–14 листопада 2001 р.); Всеукраїнській науковій конференції “Структурні та інституціональні фактори економічного зростання” (Київ, 20–21 листопада 2001 р.); Сьомій міжнародній науковій конференції “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: глобалізація і нова економіка – наслідки для Європи та України” (Ялта–Форос, 18–20 вересня 2002 р.); Четвертій міжнародній конференції “Україна–Польща: шлях до Європейської співдружності” (Тернопіль, 15–16 травня 2003 р.); Дев'ятій міжнародній науково-теоретичній конференції “Механізми співпраці України з міжнародними фінансовими інституціями” (Київ, 20 листопада 2003 р.); Восьмій науковій конференції Тернопільського державного технічного університету імені Івана Пулюя (Тернопіль,

11–12 травня 2004 р.); Першій Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті” (Тернопіль, 26–27 лютого, 2004 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Реформування фінансово-кредитної системи і стимулювання економічного зростання” (Луцьк, 4–5 червня 2004 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Україна у пост-біполярній системі міжнародних відносин” (Київ, 18–19 листопада 2004 р.); Другій Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (Тернопіль, 24–25 лютого, 2005 р.); Одинадцятій міжнародній науково-практичній конференції “Фінансово-кредитне стимулювання економічного зростання” (Луцьк, 3–5 червня 2005 р.); Всеукраїнській науково-методичній конференції “Сучасні аспекти фінансового управління економічними процесами” (Севастополь, 6–9 вересня 2005 р.); IV Міжнародній науково-практичній конференції “Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України” (Алушта, 28–30 вересня 2005 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Економічна система України: минуле, сучасне, майбутнє” (Львів, 21–22 жовтня 2005 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі результати, які викладені в дисертації й виносяться на захист, отримані автором особисто.

Публікації. За результатами дисертаційного дослідження опубліковано 5 монографій (загальним обсягом 96,89 д.а.), 1 навчальний посібник (особисто автору належить 5,2 д.а.) та 42 публікації загальним обсягом 23,5 д.а.; з них 32 наукових статті у фахових виданнях (21,1 д.а.), 2 у інших виданнях (1,0 д.а.) та 8 тез доповідей (1,4 д.а.).

Обсяг та структура роботи. Дисертація складається зі вступу, п’яти розділів, списку використаних джерел із 524 найменувань на 21 сторінці та 12 додатків на 69 сторінках. Основний текст дисертації викладено на 446 сторінках, що містять 21 аналітичну таблицю та 7 рисунків, які викладені на 17 сторінках.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНИЙ ФУНДАМЕНТ ДОСЛІДЖЕННЯ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

1.1. Концептуальні засади дослідження глобалізаційних процесів: монетарний вибір у відкритій економіці як фактор 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 складне переплетіння загальноекономічних та функціональних проблем реалізації монетарної політики у контексті глибоких зрушень у сфері міжнародної економіки в умовах глобалізації.

Так, по-перше, економічна діяльність заснована на приматі грошового фактора в реалізації трансакцій; цей принцип поширюється і на фундаментальні чинники обміну на міжнародному рівні, набуваючи на ньому 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 зумовили 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'єктивні ринкові процеси, що особливо гостро позначається на закономірностях 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, Б.Ейченгрін та Н.Сузман наголошують, що перехід від товарних

(субстанціональних) грошей до декретних, чи трансформація біметалічних грошових систем у монометалічні з їх подальшим перетворенням у Бретон-вудський та Ямайський валютні устрої завжди справляли вплив одразу і на національну економіку та можливості здійснення макрополітики у ній, і на сферу міжнародних економічних відносин в цілому [303]. 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 міжнародної 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 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.

Так, в перше термін “глобалізація” запропонував Т.Левітт ще у 1983 р., маючи під ним на увазі феномен злиття ринків окремих продуктів, які виготовляються великими багатонаціональними компаніями [404]. Подібне визначення, фактично, заклало методологічні основи подальших теоретичних інтерпретацій сутності процесу глобалізації. Наприклад, Ч.Ен та Б.Реснік, дискутуючи з приводу етимології глобалізації, зазначають, що цим терміном з початку позначали нові явища у бізнес-практиці 1980-х рр., які остаточно утвердились у подальшому [311, с. 10]. Даний підхід сам по собі відображає окремий аспект даного процесу з явним перекосом на користь мікроекономічних детермінант його актуалізації.

Щодо 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 технологічно-інноваційної складової міжнародного бізнесу процесів інтернаціоналізації. Даний підхід у відповідних визначеннях презентований Н.Думною [42, с. 7], А.Некіпеловим [121, с. 117], І.Осадчою [124, с. 3]. Подібний підхід представлений в українській економічній енциклопедії: “Глобалізація — категорія, яка відображає процес обміну товарами, послугами, капіталом та робочою силою, що виходить за межі державних кордонів і з 60-х ХХ ст. набуває форм постійного й неухильного зростаючого міждержавного переплетіння національних економік” [31, с. 264-265].

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 тлумачення явища, аніж зведення його еволюційних форм до відображення з допомогою відмінної категорії. Наприклад, саме тому більшість економістів відкидає еволюційне 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 завершених та яскраво виражених форм. Наприклад, Е.Кочетов 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” [86, с. 18]. С.Моїсєєв 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” [116, с. 124].

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 спираються на більш широке концептуальне бачення процесів глобалізації, які створюють передумови для зближення та гомогенності суспільств, країн, культур, світогляду тощо. Наприклад, В.Гавел визначає глобалізацію як “процес, що зменшує різноманітність” [169, с. 4]. В.Андерсон розглядає глобалізацію як “потік сил, що забезпечують конвергенцію, які створюють справжній єдиний світ” [198, с. 1].

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 розглядається глобалізація фахівцями МВФ [518, с. 45]. На подібних засадах стоїть і 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...” [172, с. 51-52]. Інтеграційно-конвергенційну природу глобалізації відзначає 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” [477, с. 9].

В межах даного концептуального напрямку, але з деякою відмінністю в наголосах, третій підхід до визначення глобалізації спирається на факт зближення та інтеграції ринків. Наприклад, 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” [186]. Не ігноруючи

принципову сутнісну інтегративну та зближуючу роль глобалізації, 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” [29, с. 35]. А Г.Ж.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” [81, с. 17, с. 30].

Щодо 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 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 сітьових 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 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” [28, с. 6]. Поглиблюючи понятійно-змістовий апарат свого дослідження, дані науковці спираються на розроблений М.Вебером 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. Стосовно 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 функціонують повністю за власними законами та не знаходять опору з боку будь-яких форм національно-державного прояву політико-економічної активності [28, с. 6-13].

Щодо економічних форм та напрямів глобалізації економіки, то існує широкий консенсус стосовно 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 економіки [40, с. 27-31; 172, с. 56-66; 28, с. 17-52; 207, с. 3-30]. Відповідно, кожен з зазначених показників відображення глобалізаційних процесів кореспондуватиме з типами глобалізації. Наприклад, О.Бакаєв виділяє чотири таких типи: перший тип — відсутність глобалізації; другий — глобалізація переважно реального сектора; третій — глобалізація фінансового сектора; четвертий — повна глобалізація [6, с. 196]. 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 неможливо 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 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 економічному поступі практично усіх розвинутих націй. Зокрема, фактор розвитку фінансових ринків та їх міжнародної інтеграції був відправним пунктом такого поступу [464].

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, на скільки 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.

Щодо 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'юктурних обставин, що визначаються приматом ринкових мотивацій та економіко-цивілізаційним тріумфом окцеденталізму? Зазначимо, — у дослідженні проблеми глобалізації 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 зненацька. Історично світ глобалізується і інтегрується впродовж всього періоду його розвитку” [32, с. 13].

Гж.Колодко прямо вказує на те, що корені глобалізації 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 колоніалізмом, а остаточний перелом на користь її панування припав на останню чверть XIX ст. [81, с. 37-41].

Дещо по іншому підходять до даної проблеми К.О'Рурк та Дж.Вільямсон. Вони розглядають декілька історичних підходів до розвитку процесів глобалізації, зокрема, тих, що пов'язані з фактом виникнення нових, географічно диверсифікованіших, торгівельних зв'язків та їх інтенсифікацією (наприклад, відкриття Хр.Колумба та Васко да Гами). 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 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. [449]. Р.Фіндлей та 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 століття [319]. 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" [32, с. 12].

Відповідно, можна стверджувати що в економічній літературі формується тенденція сприймати подібні за характером та зовнішнім проявом явища у світовій економіці як відображення глобальних інтеграційних процесів. Останні актуалізуються з певною циклічністю, викликану не стільки природнім економічним процесом, скільки відповіддю державної політики на ті чи інші шоки та потрясіння, які багато в чому мають позаекономічну природу. Наприклад, 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 *Pax Britanica*; другий, — що розпочався з 1946 р. [151]. Р.Болдвін та Ф.Мартін також обстоюють тезу про хвилеподібний розвиток глобалізаційних процесів. Перша хвиля глобалізації припала на кінець XIX ст., тоді як друга — на другу чверть XX ст. [207].

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 рік [28, с. 19; 172, с. 41]. 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 подвоїлись [151, с. 57], то у 1990-х рр. світовий ВВП виріс приблизно в 1,2 рази, обсяги світової торгівлі, відповідно, в 1,7 рази [29, с. 40], а ПІІ на рівні потоків — в 2,4 рази, крім цього, ПІІ як частка світового ВВП — в 3,6 рази [157, с. 52]. Стосовно показників відкритості економіки, то табл. А.1. додатку А відображає інтернаціоналізацію торгівлі, а табл. А.2. додатку А відображає мобільність капіталів у світовій економіці.

Аналіз табл. А.1.-А.2. додатку А 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 ХХ ст. та дещо вищий рівень даного показника на 2000-2003 рр. Щодо показників відкритості потокам капіталу, то, незважаючи на безпрецедентне зростання їх абсолютних показників, 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. Щодо теоретичного підходу до її виміру, то ще у 1980 р. 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. [317]. 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 — 0,75 [28, с. 33].

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, 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 технологічний аспект організації фінансових потоків [445]. Спираючись на концепт переваг та детермінант ефективної міжнародної диверсифікації, В.Готцманн, Л.Лі та К.Роувенхорст констатують, що міжнародна диверсифікація продовжує залишатись ефективною, однак, рівень кореляції національних ринків титулів власності варіювався за останні 150 р. 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. [347]. 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 кордони [207].

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 глобалізації, оскільки такі події у світовій економіці насправді були не більше ніж збіг обставин, і були “самовідтворювальною системою” [183, с. 14]. 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 інтенсивним [153, с. 5-6]. С.Долгов відзначає, що основними відмінностями між світовою економікою

початку і кінця XX 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 XX 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 розвитку [40, с. 9-10, с. 37-39]. Провідну роль ТНК та ПІІ при формуванні сутнісного обличчя сучасної міжнародної економіки відзначає Ф.Губайдулліна [36].

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 XX ст. був вищий, ніж зараз, отже їхній підхід 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 поглиблення 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 впливають 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) [207]. Дані результати є більш системними та відображають ширшу палітру елементів диференціації між глобалізаційними хвилями, що дозволяє коректніше інтерпретувати її детермінуючі фактори та сутнісні ознаки.

Щодо другого моменту (чинники та детермінанти глобалізації), тут також існують, з одного боку, консенсус стосовно 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 господарства [151, с. 56, с. 60].

Зниження тарифів можна розглядати як потужний фактор інтернаціоналізації, що спонукає до утворення глобальної єдності світу в обох її історичних прецедентах. Щодо 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 ПП, 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.

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. Щодо 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 четвертий — економічним наслідком розвитку технологій [167]. 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 перевезень [29, с. 39]. На факторі лібералізації як ефективній передумові 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” [40, с. 19]. Щодо рушійних сил глобалізації, то практично більшість досліджень відзначає принципову роль діяльності ТНК та зростання масштабів ПІІ в світі [521]. Відомий японський апологет глобалізації К.Оме також прямо вказує, що системна цілісність сучасного економічного світу забезпечується діяльністю “бездержавних корпорацій” [446], бізнес-космополітизм яких уможливорює виробництво, збут та споживання продукції безвідносно до національних кордонів. Зокрема, ствердження Р.Сандретто, який досліджує трансформацію міжнародної торгівлі під впливом ТНК, про те, що світогосподарські зв'язки більше не є міжнародними, а транснаціональними, можна вважати тим ґносеологічним вектором, який відображає формування цілісності світу та інтеграції ринків саме під впливом транснаціонального бізнесу [148]. 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 ринків [311 с. 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 макрорівні 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-одиницями. 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 глобальної інтеграції

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, 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 впливає 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. 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” [84, с. 430]. 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 відображатимуть 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). Щодо вузького контексту, то він відображатиме 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 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 уможливлють загальний напрям мікроекономічної експансії — за межі національних кордонів. Відповідно, глобалізація сама по собі є продуктом 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-єдиниць 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”” [28, с. 41]. 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 економісти [32, с. 51; 116, с. 124; 167, с. 208].

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 В.Андерсена [198, с. 164-170] та М.Хорсмана та А.Маршалла, вона зазнає радикальної трансформації в напрямку послаблення визначальності фактору політичного суверенітету в геоекономічних процесах [367], 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 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. 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 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 банку [168, с. 21].

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.

Щодо 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 XIX ст. у більшості розвинутих країн грошовий обіг було реорганізовано за принципом 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.

Щодо 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 “трилему” суміщення макроекономічних цілей у ній.

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, 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 економік [272, с. 1-20]. Звідси випливає 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 створює передумови для формування певного характеру включення національної економіки у міжнародну, а відтак — 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, 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 рівноваги [434; 323]. Однак, дана модель має ряд недоліків. 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, зокрема, 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 балансу [443]. 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 ендегенний фактор самої системи, отже, варіант її відсутності інтерпретується як окремий випадок такої моделі, тобто не розглядається в контексті того, що вона є ціллю 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, 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) [445]. 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.

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 відпливі 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 відплив 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 підсилуватимуться через здешевлення імпорту та переключення на нього частини внутрішнього попиту.

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 згладженими [444].

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. Обернена динаміка валютних курсів та платіжних балансів є принциповою рисою міжнародної економіки, оскільки вона функціонує у монетарному форматі, що задається існуючою міжнародною валютною системою, на чому наголошують П.Кругман та М.Обстфельд [90, с. 527].

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”

Щодо 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 каналів передачі 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, 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” [24, с. 318]. 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, що проявлятиметься у появі зв'язку між національними грішми та тими грішми, які визнані на міжнародній арені як міжнародні засоби платежу і, з рештою, резервні активи. Зазначимо, що Д.Смислов, 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 ринків [155-157]. 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” [225, с. 62].

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; ΔPA — зміна обсягу резервних активів; $\Delta ГМ$ — 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 закономірність 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:

$$\Delta ГБ = \Delta PA + \Delta ВА, \quad (2)$$

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

В даному аспекті, вибір в системі “трилеми” відображатиме: 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 актуалізовуватимуть 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 капіталу, 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 спектр можливих монетарних рішень.

Стосовно другого аспекту можна стверджувати, що здійснення вибору в координатах “трилеми” на рівні багатьох країн чи провідних країн світу означатиме формування 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 впливає 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 грошової 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 Бреттон-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.

Еволюція міжнародної валютної системи є відображенням того, як монетарний вибір у відкритій економіці в рамках “трилеми” визначав характерні рамки здійснення монетарної політики національного та міжнародного рівня та внутрішнього взаємозв’язку між ними саме у контексті розгортання глобальної інтеграції, чи протилежного процесу. Оскільки мобільність капіталу, яка є невід’ємним елементом інтеграції ринків та країн, отже — глобалізації, справляє фундаментальний вплив на монетарну політику в світлі проблеми “трилеми”, то макроекономічний вибір центрального банку, з відповідною трансформацією остовів його грошово-кредитного впливу на економіку, перетворюється на засіб безпосереднього формування рамкових умов як глобалізаційно-інтеграційних, так і дивергенційних процесів. Відповідно, глобалізацію, як явище, що відображає системну інтеграцію країн, утворення взаємозалежності між ними та перетворення різних географічних ринків у цілісну систему, може індукувати тільки та метаструктура монетарної політики, в якій мобільність капіталу є її невід’ємним компонентом, або ж таким компонентом, який взагалі визначає її сутнісні характеристики. Так, якщо за часів першої глобалізаційної хвилі функціонування системи міжнародного золотого стандарту забезпечувало не тільки взаємозалежність монетарних політик та їх залежність від платіжного балансу (тобто від зовнішньої рівноваги), але й системну інтеграцію фінансових ринків, то за другої глобалізаційної хвилі намагання генерувати вигоди від інтеграції за рахунок лібералізації руху капіталу та зберегти орієнтацію на внутрішню рівновагу забезпечувалась через утворення міжнародного валютного устрою, заснованого на

плаваючих курсах. В даному випадку, різниця буде полягати в тому, що за золотого стандарту факт міжнародної мобільності капіталу розглядався як ендогенний параметр ефективності усієї системи, тоді як в сучасних умовах вибір на користь такої мобільності зумовлює необхідність адаптивних рішень, внаслідок чого мобільність капіталу перестає бути ендогенною складовою ефективності сучасного міжнародного валютного устрою та монетарної політики окремої країни, але, водночас, перетворюється на засіб підвищення алокаційної ефективності і на національному, і на глобальному рівні. Отже, саме характер вибору центрального банку за обмежень, які накладає на нього згадана “трилема”, створює рамкові макроекономічні передумови для глобалізаційної динаміки.

Під кутом зору розгортання міжнародного валютного устрою з його зародкового до сучасного стану досліджують дану проблему Б.Ейченгрін та Н.Суззман. 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. Щодо подальшого розвитку міжнародного валютного устрою, то дані економісти притримуються традиційного погляду на нього [303], який тою чи іншою мірою представлений у дослідженнях П.Ліндєрта [93 с. 324-437], Д.Сальваторе [466, с. 693-709], П.Кругмана та М.Обстфельда [90, с. 527-604]. 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 світлі динаміки глобалізаційних процесів, логіко-структурний зв'язок між якими зображено на рис. 1.2.

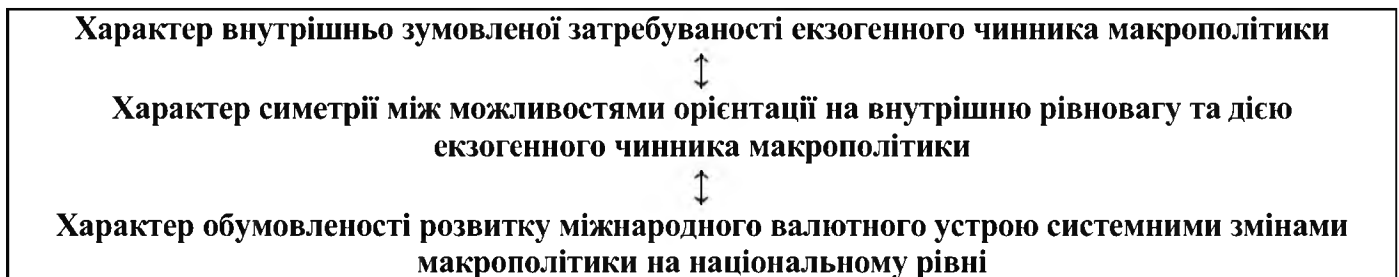


Рис. 1.2. Логіко-структурний зв'язок між методологічними векторами аналізу розвитку міжнародного валютного устрою

Рис. А.1 додатку А відображає, що характер симетрії між монетарною політикою національного та міжнародного рівня, яка забезпечується монетарним вибором в рамках “трилеми” та інституціоналізується функціонуванням міжнародної валютної системи є прямою детермінантою тенденції як до глобальної інтеграції, так і до дивергенції у міжнародній економіці (більш детальний аналіз еволюції міжнародної валютної системи під даним кутом зору див. у нашій праці [62]).

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.

Щодо 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, 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 регуляторів[163]. 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 промисловому експорту [506].

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 заощаджень 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. Щодо 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 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.

Щодо 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 мікровідтворювальних 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. 1.3.).

1.3. Методологічні основи дослідження розвитку центральних банків у глобалізаційній нерснективі

Проблематика організації та функціонування центральних банків на сьогодні є однією з найпоширеніших напрямків дослідження макроекономічних та інституціональних процесів, по-перше, з огляду, на принципове значення монетарних рішень для визначення різного роду економічних трендів та, по-друге, з огляду на обумовленість характеру таких рішень характером організації органів грошової влади. Процеси глобалізації, формуючи єдність економічного світу та справляючи вплив на функціонування центральних банків, втім, не вичерпують певної самодостатності їх розвитку, що бере початок з часу їх остаточного утвердження в ролі органів, що здійснюють монетарну політику.



Рис.1.3. Монетарний вибір у відкритій економіці як фактор глобалізації

Спираючись на дескрипційний аналіз, такі дослідники як В.Сміт [154], Ч.Гудхарт [348], А.Цукерман [276], Ф.Капі [256] виявили ряд закономірностей, що відображали процес формування та функціонування центральних банків на певних історичних етапах чи в розрізі окремих груп країн. Наприклад, В.Сміт, аналізуючи процеси виникнення та заснування центральних банків, наголошує на випадковості цього явища та домінуючій ролі фіскальних потреб за монополізації емісійної діяльності. Так, Ч. Гудхарт вважає, що первісною роллю органів грошової влади є банкір уряду. Вже згодом він стає банком банків (або кредитором останньої інстанції). Тобто, згідно Гудхарта, функції центрального банку розвиваються з його відносин з урядом та банками. Відповідно, він поділяє функції на макро- та мікроекономічні, відносячи до перших створення монетарних умов для економіки, а до других — створення умов для індивідуальних членів банківської системи. З подібних міркувань виходить й Ст.Фішер, який стверджує, що заснування центральних банків було покликано забезпечити фінансування для уряду [322, с. 1], а, отже, органи грошової влади виконували здебільшого роль саме банкіра уряду. Фіскальні міркування, створюючи рамкові умови детермінант централізації грошової емісії, виявились чи не головним чинником створення тих інституцій, які згодом стали центральними банками.

Подальший розвиток центральних банків та ускладнення їх функціонального призначення і організаційно-інституціонального забезпечення актуалізує питання про закономірності та характер такого розвитку, а також про характер та детермінанти формування однотипності (гомогенності) чи гетерогенності організаційно-інституціонального та функціонально-імплементаційного зрізу активності інституцій монетарної політики. Постановка проблеми саме у такому ракурсі є релевантною такій сутнісній рисі глобалізації як тенденція до конвергенції, оскільки остання повинна відображати загальне зближення змісту та характеру прояву детермінант розвитку центральних банків та його результату у певний історичний момент.

Щодо існуючих теоретичних уявлень про проблему розвитку центральних банків, отже про їх роль, функції, технологію монетарної політики та характер

організації, то існує декілька позицій, які достатньо близькі. Наприклад, Т.Кричевська стверджує, що центральні банки пройшли три етапи еволюції, що пов'язані з існуючими платіжними технологіями (приватні банкноти, депозитні гроші, паперові (декретні) гроші). Відповідно, спираючись на проблему асиметрії інформації щодо майбутньої вартості платіжних засобів, Кричевська стверджує, що “на кожному етапі центральні банки являли собою форми інституційної адаптації до захисту нових платіжних технологій від втрати довіри до них” [89, с. 99]. Ставлячи в основу дефініціювання таких етапів принцип адаптації до нових платіжних технологій, тим не менше, дана дослідниця наголошує, що на кожному з них домінували відмінні функції монетарних органів, які визначались саме можливостями та характером емісії грошей. Зокрема, це і позначилось на достатньо широкій палітрі призначень, повноважень центральних банків, характері їх монетарних рішень в розрізі країн. Отже, можна припустити, що це і позначилось на тенденції до гетерогенності органів грошової влади. Проте, такий підхід суттєво обмежує розуміння функціональних аспектів розвитку центральних банків, ігнорує проблему їх організації та інституціонального забезпечення, а також проблему теоретичного забезпечення здійснюваної політики в рамках зміни наголосів у системі функцій та ролей в економіці за тих чи інших історичних обставин. Так само даний підхід ігнорує, що впродовж одного і того самого етапу (визначеного даною дослідницею), центральні банки суттєво змінювали технології монетарних дій з огляду на трансформацію їх місця та ролі в системі механізму макроекономічної політики, внаслідок чого змінювався їх статус та інструментарій.

Ф.Капі, Ч.Гудхарт, Ст.Фішер, Н.Шнадт, спираючись на аналіз функцій та завдань органів грошової влади та зміни у рівні їхньої незалежності, обстоюють позицію, згідно якої центральні банки пройшли три стадії розвитку [257, с. 24-72]. Перша, — вони розпочали як банки уряду і залишались у всіх відношеннях урядовими банками, оскільки уряди домінували при визначенні їх завдань та безпосередньої політики. Друга стадія розпочалась тоді, коли центральні банки перестають бути комерційно зацікавленими і переходять до вирішення проблем забезпечення стабільності фінансово-банківської системи. І, на решті, третя, —

коли, у період після Великої Депресії вони поступово отримали автономію від уряду і здобули незалежність при визначенні завдань та вибору інструментів їх досягнення. Відповідно, на першій стадії домінувала проблема взаємозв'язку центральних банків та уряду як визначальна щодо характеру формування перших та розвитку грошового обігу. Можна стверджувати про вирішальність фіскальної домінанти при поведінці органів грошової влади, і цю позицію розділяють, наприклад, М.Бордо та А.Шварц [233, с. 10-11]. Капі, Гудхарт, Фішер та Шнадт конкретизують детермінанти взаємозв'язків між центральними банками та урядом. По-перше, — це стан війни чи миру. По-друге, — домінуюча політична філософія *laissez faire* у торгівлі та монетарних питаннях. По-третє, — золотий стандарт, який через режим валютних курсів забезпечував державну політику впливу на макроекономічні процеси, водночас зменшуючи роль держави як носія активного втручання у ринкові процеси [257, с. 42-63]. Однак, самі автори не приділяють значної уваги останнім двом детермінантам, хоча саме вони створили істотні передумови для трансформації виключної ролі центрального банку як банку уряду у більш широкий рольовий контекст в економіці окремої країни та світового господарства, з подальшою модернізацією змістового аспекту його організації (хоча формальний аспект — коло власників, управлінська структура тощо — не зазнавали суттєвих змін) та його орієнтирів при прийнятті монетарних рішень. Тим більше, що вже впродовж третьої стадії розвитку, вони зазнали радикальних трансформацій як у контексті зміни місця та ролі монетарної політики у системі макрорегуляторів, так і в контексті їх політико-інституціонального статусу.

Варто відмітити, що етапізація розвитку центральних банків може задаватись типом міжнародної валютної системи, коли остання визначається статусом резервних активів чи характером режиму валютних курсів, чи вибором в координатах “трилеми” з відповідними наслідками для формування ролі монетарної політики в системі макрорегуляторів. Проте, подібні підходи, по-перше, не дозволяють відстежити елементи лінійності та нелінійності в еволюції центральних банків, зокрема, в аспекті ускладнення їх організаційних та імплементаційних модулів, через що однотипний вибір в системі “трилеми” в різний історичний час

може мати місце за відмінних еволюційних статусів органів грошової влади; по-друге, не враховують контекст трансформації їх інституціонального каркасу у політичній системі суспільства, вибір якого може не вписуватись у відносно жорсткі рамки вибору в системі “трилеми”, або ж взагалі ігнорувати цю проблему в світлі того, що економіка може розглядатись як замкнута.

Зауважимо, що перевагою підходу Капі, Гудхарта, Фішера та Шнадта є те, що вони суттєво розширюють коло елементів, з допомогою яких верифікується стадійність розвитку, перш за все за рахунок явного включення до їх складу такого інтегрального феномену як незалежність центральних банків (наголошуючи, що остання є і формою організації, і її елементом, і інституціоналізованим фактором визначення місця та ролі монетарних заходів в системі макрополітики), та неявного — пануючої теоретичної парадигми. Важливість останньої полягає у тому, що вона виступає в ролі визначника вектору поведінки органів грошової влади та її імплементаційного забезпечення у функціональному та інституціональному зрізі. Більше того, аналіз розвитку міжнародного валютного устрою доводить принципову важливість зміни призначення монетарної політики під впливом пануючої теоретичної парадигми для усієї макроекономічної системи країни та, зрештою, міжнародної економіки [62]. К.Ромер та Д.Ромер на багатому фактографічному матеріалі також доводять, що характер монетарної політики визначається саме пануючими теоретичними уявленнями про закономірності функціонування макроекономіки, тоді як провали центральних банків дуже часто зумовлюються обмеженнями на доступні знання, обмеженими знаннями розробників політики, обмеженими знаннями виборців та виборних політиків [462].

Реальність обумовленості політики теорією потребує додаткового пояснення. Так, природно, що центральний банк є органом, який функціонує в загальному політичному каркасі держави, що визначає перманентність його формальних та неформальних комунікацій з легітимними політичними органами та політичними групами (концентрованими інтересами). Проте, реальність обумовленості поведінки центрального банку домінуючою позицією політичних груп не визначала би остаточно характер поведінки у контексті проекції тих чи інших монетарних рішень

на площини макроекономічної політики, якби не існувало певного теоретичного образу (який, з рештою, можна ототожнити з пануючою теоретичною парадигмою в науці та економічній політиці), у якому би віддзеркалювались наслідки таких рішень. Варто зазначити, що адекватний доступ до такого теоретичного образу як різних конкуруючих політичних груп, що можуть обстоювати різні напрямки здійснюваної монетарної політики, так і самого центрального банку як органу, статус якого інституціонально визначений, створює передумови для того, щоб сама теоретична ідея набувала статусу вихідного пункту політики.

На користь такого підходу до обумовленості політики пануючою теорією свідчить історичний досвід як макроекономічних дій влади в цілому, так і окремих центральних банків. При чому, слід окреслити три методологічні проблеми, які звідси впливають. По-перше, зміна однієї теоретичної парадигми іншою, як правило, відбувається в часі. Оскільки ми прийняли постулат обумовленості політики пануючою теорією, то сама політика в історичному процесі розгортається когерентно з розвитком теорії, хоча і з істотним запізненням. Отже, існують певні достатні історичні детермінанти характеру поведінки центральних банків та напрямку здійснюваної ними монетарної політики. По-друге, певна історична обумовленість політики теорією ще не створює достатніх жорстких детермінаційних рамкових умов для історичної обумовленості теорії пануючими процесами в економіці та суспільстві, хоча б за рахунок того, що розвиток теорії як такої також формується за рахунок індивідуалістично-суб'єктивістських чинників інтелектуальної активності конкретних постатей. Ці дві проблеми створюють передумови для того, що накладання двох видів обумовленостей (перша: теорія визначає політику; друга: розвиток теорії не завжди детермінується об'єктивною ходою історичного процесу) може ірраціоналізувати зв'язок між адекватними реакціями на економічні події у діяльності органів економічної політики (зокрема, й центрального банку) та уявними оптимальними траєкторіями розвитку економічних подій. І, на решті, по-третє, формування інституціонального каркасу функціонування центрального банку також є об'єктом впливу з боку пануючої теорії. Однак, зважаючи на те, що зміни такого, вже формалізованого статусу

органів грошової влади, потребують більших зусиль та глибшої теоретичної аргументації, то з'являється ситуація, коли еволюція макроекономічної політики під впливом тої чи іншої теорії може відбуватись на тлі непорушного тривалий час статусу центрального банку.

Так, аналіз тривалої еволюції центральних банків (з органу, що поступово монополізував право на емісію та функціонував за умов золотого стандарту, до сучасних органів розробки та реалізації монетарної політики) деякою мірою залишив поза увагою системний виклад методологічних установок щодо підбору елементів, які би визначали основні параметри верифікації еволюційних змін, а отже, питання про їх організаційно-інституціональну та функціонально-імплементаційну гетерогенність на тих чи інших часових періодах чи за актуалізації тої чи іншої пануючої парадигма щодо макроекономічної політики зокрема та ролі держави в економіці взагалі. Відповідно, виявлення елементів, що визначають таку гетерогенність, та детермінант їх актуалізації виступатиме методологічним підґрунтям ідентифікації спільних тенденцій розвитку центральних банків в розрізі країн та характеру того, як дана спільність конгломеруватиме глобалізаційно обумовлену тенденцію до конвергенції. Окрім цього, логіка та зміст глобалізаційних процесів, на думку В.Марцінкевича, звужує методологічну ефективність формальних методів дослідження, оскільки передбачає глибинні зміни інституцій та відтворювальних структур, висуваючи на передній план актуальність якісного аналізу [107, с. 39]. Звідси випливає необхідність застосування ширшого кола вихідних елементів аналізу еволюційних процесів розвитку центральних банків, порівняно з тими, які містяться в роботі Кричевської чи Капі, Гудхарта, Фішера і Шнадта. Саме тому, сукупність елементів, що дозволять верифікувати еволюційні зміни з допомогою якісного аналізу, повинна утворювати складну структуру, побудова якої відповідала би застосуванню принципу системного аналізу при дослідженні органів грошової влади.

Для виявлення еволюційних процесів розвитку центральних банків, внаслідок чого можна було б верифікувати їх історичну гетерогенність та тенденцію до конвергенції, необхідно скористатись рядом методологічних припущень: по-перше,

про те, що складні явища можна представити у вигляді складної системи; по-друге, — кожен з елементів системи має своє функціональне призначення, яке є актуальним за дії тих обставин, що безпосередньо визначають їх необхідність в даний конкретний історичний момент; по-третє, — еволюція відбувається за спенсерівською логікою, тобто “від простого до складного”. Щодо останнього, то слід зауважити: рух від простого до складного відображає удосконалення, з одного боку, організаційно-інституціонального каркасу в тому розумінні, що центральні банки, виступаючи органами державної влади, функціонують в умовах, коли сама держава та її інститути ускладнюються мірою розвитку суспільно-цивілізаційних процесів, з іншого боку, — ускладнення функціонально-імплементацийних модусів їх активності, оскільки самі економічні процеси також ускладнюються мірою технологічного та інституційного поступу. Однак, при цьому, розвиток від простого до складного не заперечує елементи полілінійності його актуалізації в розрізі країн та в різні історичні періоди, оскільки конкретно-історичні тенденції в окремій країні та розвиток теорії відображатимуть затребуваність зміни простих елементів більш складними. Окрім цього, такий розвиток за характером не суперечить актуальності елементів циклічності, що мають місце у вихідних макроекономічних орієнтирах центральних банків, наприклад, щодо вибору в системі “трилеми” чи уявлень про ефективність ринкового механізму, і які індукуються установкою на стимулювання та просування глобалізаційних процесів в світлі циклічно-подібного розгортання останніх (як це показано у параграфі 1.1.) на тривалих історичних інтервалах.

Слід зауважити, що сам факт руху від простого до складного слід розуміти не в контексті оцінкового релятивізму тлумачення прогресу, (тобто, коли прогрес асоціюється з еволюцією, що є проявом зміни простих систем більш складними), а у контексті ускладнення середовища активності центральних банків та її теоретичного обґрунтування, внаслідок чого зростають вимоги до їх інституціонального забезпечення та функціональної реалізації. Відповідно, специфікою аналізу центральних банків є те, що їхні сутнісні кондиції визначаються їх роллю в імплементацийній системі державної влади, характером завдань, організаційним

каркасом, основними напрямками та способом реалізації повноважень з огляду на певні історично та гносеологічно обумовлені рестрикції.

Для виявлення основних історичних типів центральних банків, з допомогою яких і можна ідентифікувати їх історичну гетерогенність та, відповідно, характер гомогенності в розрізі країн, припустимо, що орган грошової влади як інституціонально-функціональна одиниця на структурному рівні складається з системи та підсистем.

Щодо системи центрального банку (див. рис. 1.4), то можна виділити такі її структурні елементи: 1) емісійна компетенція та характер рестрикцій (зокрема, автоматичних) на її реалізацію; 2) головне завдання, яке кодифікує призначення центрального банку, отже, визначає його роль в економіці; характер формалізації такого завдання; 3) незалежність як функціональна форма можливості реалізовувати завдання і як ланка зв'язку з політико-економічною системою країни (при чому, дефініційоване головне завдання є засобом та елементом забезпечення незалежності). Якщо перший елемент системи відображає характер здійснення центральним банком емісійної діяльності в контексті ідентифікації у емісійному процесі природи грошей та їх функціональної форми, то другий та третій елементи відображають політико-інституціональний аспект статусу центрального банку в системі макроекономічних регуляторів, застосовуваних публічною владою. Важливість зазначених елементів при визначенні характеру монетарної політики, наприклад, розглядається у [424; 283; 257, с. 42-63]. Всі елементи системи центрального банку на імплементаційному рівні спираються на певну теоретичну базу (пануючу економічну парадигму), яка має суспільно значущий характер.

Структурні елементи системи	Базова (пануюча) економічна парадигма, що має суспільно значущий характер, і розглядається як гносеологічний вектор формування системи
1) емісійна компетенція та характер рестрикцій на її реалізацію 2) головне завдання та характер його формалізації 3) незалежність	

Рис. 1.4. Система центрального банку

Характер формування системи центрального банку, на наш погляд, визначається, в цілому, під дією таких чинників: політична затребуваність; теоретично обґрунтована необхідність. Стосовно зміни системи центрального банку, то цей процес, як правило, є повільним з огляду на принциповість його політико-економічного статусу в структурі публічної влади та наявність певних часових лагів (тривалість яких визначається традиціями та легітимними правилами парламентського ухвалення рішень, що стосуються зміни чи конкретизації статусу публічних інституцій) між усвідомленням необхідності змін і їх втіленням у конкретних формалізованих положеннях. Останні створюють нові політико-правові рамкові умови поведінки органів грошової влади, внаслідок чого відбувається остаточне утворення трансформації системи на сутнісному рівні. При чому, такі трансформації відбуваються достатньо повільно і можуть не відповідати принципу розвитку “від простого до складного”, оскільки сутнісної трансформації зазнають елементи системи, а не їх набір (однак на рівні функціональної актуалізації кожного окремого елемента системи, її розвиток може відповідати даному принципу).

Щодо підсистеми, то вона відображає сукупність конкретних елементів функціонального каркасу центрального банку, які змінюються більш швидко, порівняно зі зміною системи, і відображають розвиток за принципом “від простого до складного”. Набір підсистем є достатньо відмінний на певних історичних етапах, а його формування відбувається в основному під дією таких чинників як теоретично обґрунтована необхідність та функціональна достатність. (Зокрема, через це, набір підсистем є достатньо непостійний.) Обидва чинника актуалізуються відповідно до пануючої економічної парадигми в суспільстві (як і у випадку з системою) та позиції самого центрального банку.

Історичний тип центрального банку відображає політико-інституціональний статус органу грошової влади в контексті його ролі та призначення у структурі макроекономічних регуляторів та характер його функціонально-імплементативної активності при реалізації визначеного завдання. Становлення певного історичного типу центрального банку супроводжується змінами його системи та підсистем. Оскільки, як зазначалось, зміни системи відбуваються на сутнісному рівні і, в

цілому, не розвиваються згідно принципу “від простого до складного”, на відміну від розвитку підсистем, то розвиток центральних банків як зміна одного історичного типу іншим, буде відповідати цьому принципу через важливість характеру функціонування та набору елементів підсистемної складової та її розвиток згідно цього принципу. Змістова окресленість певного історичного типу центрального банку визначається відповідно до: а) певного історико-хронологічного критерію; б) домінуючого характеру (способу) реалізації монетарної політики та способу її інституціональної формалізації, отже — відображення зміни у підсистемах (через це, історичний тип системи невід’ємно включає підсистеми, тоді як історичний тип підсистем звужує політико-економічний контекст їх актуалізації в рамках розвитку самої системи); в) провідної економічної парадигми.

Отже, на сьогоднішній момент можна виділити п’ять історичних типів центральних банків: тип епохи золотого стандарту та економічного лібералізму; акомодативний (кейнсіанський) тип; монетаристський тип; етатичний тип; сучасний тип.

Історично перший тип центральних банків сформувався під час утворення міжнародної системи золотого стандарту і остаточно закріпився на початку XX ст., відображаючи: утвердження необхідності забезпечення стабільності грошового обігу на золотій основі, але з паперовими розмінними грішми, що усунуло би проблему надемісії банкнот за децентралізованої (однорівневої) банківської системи, за одночасного найменшого державного втручання у емісійний процес, що досягалось через фіксацію валютного курсу, вільний перелив капіталів та автоматичну корекції внутрішньої пропозиції грошей внаслідок багатостороннього врівноваження платіжних балансів; збереження присутності держави у сфері монетарної політики (зокрема, для вирішення спорадичних фіскальних проблем через емісійне фінансування бюджетних дефіцитів) та розширення операційних можливостей центральних банків через встановлення лімітів фідучіарної емісії. Змістові особливості даного історичного типу відображає рис. А.2. додатку А.

Варто зазначити, що період між двома світовими війнами ознаменувався достатньо істотними змінами у царині функціонування центральних банків, зокрема,

що пов'язувалось з намаганнями вирішувати фіскальні проблеми через емісію, введення елементів контролю за рухом капіталу та обмеженої конвертованості паперових грошей у золото, послабленням жорсткості прив'язки внутрішньої грошової пропозиції до динаміки резервного активу, введенням елементів відповідальності центрального банку за стан внутрішньої рівноваги та загальне послаблення вимог до забезпечення внутрішньої рівноваги через вище окреслені причини. Тому можна виділити перехідний історичний тип центральних банків, а саме тип м'якого варіанту золотого стандарту з підвищеною орієнтацією на внутрішню рівновагу.

Виникнення кейнсіанської парадигми макроекономічного регулювання безпосередньо позначилось на істотній зміні історичного типу центральних банків. І хоча до середини 30-х рр. XX ст. більшість органів грошової влади розвинутих країн так чи інакше стикались з тиском щодо пом'якшення соціально-економічних проблем з допомогою грошово-кредитних важелів та спорадично проводили монетарну політику відповідно до пріоритетності внутрішніх цілей та в напрямку антициклічного згладжування, що можна інтерпретувати як антиципацію кейнсіанської нормативної теорії та її практичних рекомендацій, утвердження останніх в статусі пануючої економічної парадигми та відповідна цьому трансформація системи макроекономічних регуляторів остаточно детермінували зміну історичного типу центральних банків. На рівні системних змін панування кейнсіанства відобразилось на істотному послабленні статусу центральних банків. Наприклад, Дж.М.Кейнс стверджував так: “Безробіття виникає, так би мовити, тому, що люди хочуть дістати місяць з неба. Вони не можуть знайти роботи, коли предмет бажання (тобто гроші) — це щось таке, що не може бути вироблене, і попит на цей предмет не можливо легко ліквідувати. Тут не має іншого засобу, як тільки переконати публіку, що “зелененькі” — це і є сутність проблеми і що фабрику “зелененьких” (тобто центральний банк) необхідно поставити під державний контроль” [50, с. 320]. Так, основними кейнсіанськими аргументами на користь переведення монетарних регуляторів у статус акомодативних щодо фіскальних були визнання факту не нейтральності грошей, неефективності монетарної політики для

стимулювання сукупного попиту з огляду на пастку ліквідності, необхідності знижувати процентні ставки для нарощування рівня автономних інвестицій тощо. Зокрема, Р.Гаррод наголошував на тому, що вплив на рівноважний дохід фіскальної політики за рахунок варіювання в часі капітальних витрат є більш ефективний, ніж монетарної [54, с. 151]. Тим не менше, роль монетарної політики не відкидалась повністю кейнсіанцями, що видно з узагальнення Е.Хансеном підходи до антициклічних заходів, окремо виділяючи роль монетарної політики в їх системі. Він поділив заходи антициклічної політики на три групи: 1) вмонтовані механізми гнучкості (вмонтовані стабілізатори); 2) автоматично діючі компенсуючі контрзаходи; 3) керовані програми компенсування [55, с. 354-356]. Якщо заходи першої групи стосуються автономного реагування бюджетної системи на зміни ділового циклу з огляду на характер її побудови, а заходи третьої групи — додаткових заходів бюджетної політики, що потребують додаткового схвалення представницькою владою (отже перша та третя група стосуються заходів фіскальної політики), то заходи другої групи розраховані на відповідь центральних банків викликам циклічних зсувів.

Іншою важливою причиною зміни системи центрального банку в рамках становлення його кейнсіанського типу була відмова від золотого стандарту та уможливлення відриву внутрішньої грошової пропозиції від динаміки резервного активу з допомогою введення обмежень на рух капіталу, що чітко впліталось в канву переорієнтації монетарних рішень на досягнення внутрішньої рівноваги.

Щодо підсистемних елементів, то вони зазнали істотних змін, відображаючи трансформацію технології реалізації монетарної політики, зокрема, через введення ієрархічної структури монетарних цілей та зміщення акцентів в системі застосування монетарних інструментів (див. рис. А.3. додатку А). Потреба у змінах була викликана зростанням необхідності контролю за динамікою таких монетарних параметрів як грошова маса та процентні ставки, що відображало загальну трансформацію макроекономічних регуляторів у контексті формування системи “точного налаштування” на протидію циклічним зміщенням ділової кон’юнктури.

Проте, досвід країн третього світу, які здійснювали програми індустріалізації за активного втручання держави у ці процеси, відображає суттєві відмінності організації монетарної політики порівняно з розвинутими країнами. Зокрема, основні відмінності властиві імплементаційному аспекту реалізації монетарних заходів, що проявлялось у активному застосуванні кількісних методів впливу на кредит, застосування практики селективного кредитування, введення обмежень на коливання процентних ставок, адміністрування у валютно-фінансовій сфері. Тобто, можна говорити, що для таких країн на відповідному етапі властиві відмінності на рівні елементів підсистеми, що дозволяє визначити акомодативний підтип центральних банків з адміністративною спрямованістю монетарних інструментів.

Економічна криза середини 1970-х, істотне зростання інфляції та курсової нестабільності позначились на перегляді ролі центральних банків в системі застосування макроекономічних регуляторів. Підвищення суспільної значущості монетаристського вчення та утвердження на політичному рівні ідеї необхідності контролю за інфляцією актуалізувало потребу формування тих інституціональних рамкових умов організації центральних банків та створення такого каркасу монетарної політики, які би дали змогу розв'язати проблему грошової стабільності. Аргументована М.Фрідменом необхідність забезпечення стабільного приросту грошової маси для уникнення проблеми лагів, проциклічності політики та нівелювання політичного тиску на органи грошової влади, з одного боку, вимагала підвищення рівня незалежності центральних банків, з іншого, — зміни пріоритетів у виборі проміжних цілей монетарної політики [176].

Відповідно, зміст нормативного аспекту монетаризму полягав у введенні таргетування приросту грошових агрегатів, що потягнуло за собою зміну акцентів в імплементаційній площині активності монетарних інституцій. А зазначені зміни разом призвели до зміни історичного типу центрального банку, основні характеристики якого відображено на рис. А.4. додатку А.

Варто зазначити, що певний еволюційний розвиток центральних банків в рамках емпіричної експозиції розвинутих країн та більшості країн третього світу суттєво антагонізує з прикладами етатичної організації грошового сектора в системі

планово-розподільчої економіки. Специфічний характер ролі грошей та функціонування банківської системи за планової економіки дозволяє виділити окремий історичний тип центрального банку (рис. А.5. додатку А).

Становлення сучасного історичного типу центрального банку відображає: по-перше, перегляд макроекономічної доктрини під впливом теорії раціональних очікувань в напрямку орієнтування її на широку комунікацію з ринковими агентами для стабілізації очікувань майбутньої інфляції; по-друге, появу широкого консенсусу щодо нейтральності грошей та негативних наслідків інфляції для ефективної алокації ресурсів; по-третє, редакцію ортодоксального монетаризму в умовах послаблення зв'язку між динамікою грошової маси та інфляції; по-четверте, підвищення ролі інституціональних факторів орієнтації центральних банків на забезпечення стабільності цін та, відповідне цьому, підвищення їх відповідальності за інфляційні наслідки монетарної політики.

Теоретичним підґрунтям даних процесів виступила теорія часової інконсистентності (*time inconsistency*) та започаткована в рамках неокласичного підходу до макроекономіки дискусія “правила проти дискреції” (*rules versus discretion*). Так, згідно моделі Ф.Кідленда і Е.Проскотта та Р.Барро і Д.Гордона економічні агенти не довіряють оголошеним цільовим рівням інфляції і девальвують їх, підвищуючи рівноважні ціни (тобто з’являється інфляційне зміщення (*inflation bias*)), оскільки знають, що за дискреційних можливостей монетарні органи будуть схильні порушити обіцяні рівні інфляції для підвищення рівня зайнятості. Відповідно, для того, щоб центральний банк користувався довірою є необхідним усунення можливостей для дискреційної політики, а оптимальною буде та політика, яка здійснюється на основі правила нульової інфляції [398; 213]. Відповідно, в рамках даного підходу була сформульована теза про необхідність формування довіри до центральних банків як основи для впливу на раціональні очікування суб’єктів ринку. В подальшому даний напрямок зазнав модифікації за рахунок пошуку оптимального послаблення оптимальних правил, що простежується, наприклад, у наступних дослідженнях [461; 438; 406]. Проте наступне покоління моделей відображають посилення уваги щодо технології та інституціонального

каркасу монетарної політики. Зокрема, це контрактний підхід за типом “принципал-агент” К.Волша [505], модель таргетування експліцитної цілі Т.Перссона Гв.Табелінні [450] тощо. Відповідно до цих моделей широкого визнання здобули концепції транспарентності та відповідальності центральних банків, коли експліцитні цілі та характер їх досягнення почали розглядатись як легітимні завдання монетарних органів, за якими вводиться контроль з боку ринків з метою недопущення інконсистентної поведінки [68].

З іншого боку, зазначені зміни відбуваються у силовому полі глобалізації, яка безпосередньо актуалізує функціональну необхідність запропонованих новою макроекономікою засобів забезпечення цінової стабільності, усунення інфляційного зміщення та часової інконсистентності. Зазначені процеси позначились на істотній трансформації сучасних центральних банків, що дає підстави говорити про появу їх сучасного історичного типу (рис. А.6. додатку А).

Відповідно, сучасний тип відображає посилення інституціональних факторів формування елементів системи та підсистеми центрального банку та загального й суттєвого їх ускладнення на підсистемному рівні.

Стосовно проблематики дослідження центральних банків в умовах глобалізації слід виділити наступний ряд методологічних зауважень.

По-перше, глобалізація в своїй основі має спільний для всіх економік ринковий механізм, природа якого формує спільну для усіх країн фундаментальну матрицю господарської активності. “Події та явища кінця XX і початку XXI століття показали, що глобалізація як вираз прогресу цивілізації ... являє собою єдиний світовий ринковий простір, в якому ринковий механізм об’єднує усі без винятку народи та держави, а ринкові критерії є загальновизнаними світовим співтовариством параметрами економічних досягнень як окремих країн, так і фірм чи людей. ...простота й історично перевірена ефективність ринкових принципів об’єктивно висунули їх як основу сучасних глобалізаційних процесів” [142, с. 19]. Відповідно, відкритість економік різних країн, їх інтеграція на основі посилення ролі ринкового механізму створюють передумови для спільності загальних факторів розвитку та інституційної адаптації до них. Можна стверджувати, що це є наріжним

каменем тенденції до конвергенції, що є сутнісною рисою глобалізації. Отже, зближення рівнів розвитку та укладів в розрізі країн (більше того, наздоганяючий розвиток, як відомо, не повторює відповідні стадії лінійно) та глобалізаційна відкритість створюють рамкові умови формування спільних за змістом економічних (алокаційних та відтворювальних) процесів та тенденцій інституціональної адаптації, внаслідок чого повинні створюватися передумови для гомогенізації системних та підсистемних елементів того чи іншого типу центральних банків в рамках його сучасного типу. Тобто, розвиток центральних банків відповідно до їх сучасного типу повинен мати наскрізний характер щодо більшості країн світу, попри те, що вони диференціюються за геоекономічним статусом та регіональною чи інтеграційною належністю, фактично створюючи передумови, для гомогенізації організаційно-інституціональних та імплементаційно-функціональних елементів системи центральних банків країн світу відповідно до космополітичних критеріїв ефективності адаптації до процесів глобалізації.

По-друге, можливості полілінійності розвитку, які остаточно не руйнуються глобалізацією, особливості процесів інституціональної адаптації до неї в розрізі країн, що мають свої традиції політико-економічної організації, та моделі розвитку яких зберігають елементи відмінностей на рівні створення та функціонування суспільних інститутів, зокрема, державних органів, створюють передумови для того, щоб процес гомогенізації центральних банків в умовах глобалізації не відбувався у чистому вигляді. Тобто, чинники національного характеру продовжують лишатись актуальними при формування характеру монетарної політики та поведінки центральних банків, наприклад, згідно Л.Меєра [424], хоча їх роль повинна поступово послаблюватися тою мірою, якою необхідність стереотипізованої відповіді глобальним викликам є однаково актуальною для усіх монетарних органів, що на них реагують. Зокрема, сам Меєр у зазначеній праці наголошує, що відмінність монетарних рішень може задаватися характером організації центральних банків (мандат, рівень незалежності, відповідальність тощо) та характером шоків, яких зазнають країни. Разом це створює ситуацію, коли навіть однакові шоки не зумовлюють подібність реакцій центральних банків. Зазначимо, що подібні

висновки даного економіста більшою мірою релевантні специфіці поведінки монетарних органів у конкретних обставинах їх щоденних операцій, тоді як ми розглядаємо загальну тенденцію глобалізаційно обумовленого зближення системи та підсистем центральних банків в розрізі країн. Це вимагає зосередження не стільки на конкретних легітимних формальних визначниках елементів системи та підсистем в розрізі країн, скільки на формуванні та трансформації їх змісту в контексті глобалізаційної тенденції. Хоча тут має місце певний діалектичний зв'язок між такими формалізованими легітимними визначниками даних елементів та їх актуалізацією на рівні тенденції. Зрозуміло, що генезис та трансформація такого змісту буде відбуватись у конкретних легітимних формах, що і визначатиме потенційну юститабельну варіативність таких елементів в розрізі країн, тоді як спільність евентуальних координат й відповідна функціональна адаптивність до процесів глобалізації спонукатимуть до спільності у їх змістоутворенні, що і буде відображати прояв конвергенційного аспекту сутнісних рис глобалізації.

Звідси, по-третє, виникає питання про характер верифікаційних критеріїв ідентифікації глобалізаційної спільності у формуванні сучасного історичного типу центральних банків. Якщо конкретні юститабельні форми у чистому вигляді можуть не відображати формування відповідних елементів системи та підсистем, то тоді актуальним стає фактор спільності умов, що формують загальноекономічний та теоретичний контекст трансформації таких елементів. Варто відзначити, що однакове мета-призначення останніх у організаційно-інституціональному та функціонально-імплементційному модулі активності центральних банків, навіть за відмінної конкретної легітимної формалізації та безпосередньої мотивації до неї, створюють передумови для однакових властивостей таких елементів у політичному та макроекономічному середовищі реалізації монетарної політики. А це може розглядатись як прояв конвергенційної сили глобалізації, оскільки остання, як відомо, забезпечує формування спільності загальноекономічних умов трансформації елементів системи та підсистем центрального банку (зокрема, поряд з їх теоретичною гносеологізацією) в розрізі країн. Зокрема, у випадку, коли в рамках трансформації певного легітимізованого історичного типу центрального банку у

певній країні не відбувається формалізованого формування відповідних елементів системи та підсистем, що дозволило би чітко говорити про чинність конвергенційної тенденції, то її відстеження повинно спиратись на факт змін у поведінці монетарних органів та у поведінці політичного середовища в ставленні до їх політики в системі макрорегуляторів, тобто спиратись на факт зміни поведінкових стереотипів у сфері макроекономічних заходів.

Відповідно, такий верифікаційний критерій як спільність умов трансформації та мета-призначення ускладнюють еволюціоністський розвиток історичних типів центральних банків, в першу чергу, за рахунок того, що привносять у нього елементи полілінійності, коли адаптивні реакції на глобалізаційні процеси в розрізі країн, будучи подібними за змістом, можуть відрізнятись за формою (наприклад, юсти табельною формою). До того ж, вихідний статус історичного типу центрального банку також може диференціюватись в розрізі країн, детермінуючи варіативність процесів формування елементів системи та підсистеми сучасного типу, що не заперечуватиме зміст конвергенційної динаміки, а, скоріше, відображатиме індивідуалізований прояв адаптації. Останнє, зокрема, може зумовлюватись політико-інституціональними особливостями державної активності в розрізі країн, що не заперечується повною мірою доктриною глобалізації і, тим більше, не підтверджується реальними фактами.

По-четверте, постає питання про характер завершеності процесів формування історичних типів центральних банків в світлі того, що конвергенційне силове поле глобалізації детермінує наближення до їх сучасного типу і ця тенденція має загальний характер в розрізі країн. Так, С.Гренвілл ставить питання про “кінець історії” в розвитку центральних банків за аналогією з всесвітньо відомою максимою Ф.Фукуями. Відштовхуючись від ідеї про те, що суттєві зміни в системі монетарної політики та відповідної затребуваності змін в інституціональному дизайні органів грошової влади за останні 30-40 рр. відбулися під впливом теорії, Гренвілл наголошує: сучасна система центральних банків, найімовірніше не є остаточною [352]. Тобто, відштовхуючись від теперішніх викликів можна тільки спрогнозувати майбутні напрямки розвитку центральних банків.

У цьому сенсі теперішня тенденція до конвергенції, формуючи зближення систем та підсистем центральних банків в розрізі країн, не вичерпує можливості подальшої еволюції. Звідси випливає, по-перше, незастосовуваність системи ідеальних типів для відтворення якогось певного історичного типу органів грошової влади, по-друге, неможливість вивести критерії для екстраполяції існуючих закономірностей їх еволюції на майбутнє. Щодо останнього, то можна провести паралель з уявленнями К.Поппера стосовно закономірностей історичного поступу. Він стверджував, що будь-яке уявлення про майбутнє, що спирається на дедуктивно виведену схему на основі аналізу минулого, є неможливим в силу неспроможності прогнозувати хід технічного прогресу та знань: “Хід людської історії великою мірою залежить від розвитку людського знання. ... Користуючись раціональними чи науковими методами, ми не можемо передрікати майбутній розвиток наших наукових знань. ... Таким чином, ми не можемо передректи майбутній хід людської історії” [135, с. 24-25]. Тобто, визнання факту того, що розвиток центральних банків та здійснювана ними політика багато в чому обумовлюється пануючою економічною парадигмою, унеможлиблює чіткі уявлення про їх розвиток та характер формування їх системи та підсистем у майбутньому. Відповідно, сучасний тип органів грошової влади, незважаючи на конвергенційні детермінанти його утвердження не буде остаточним.

Розроблені методологічні засади дослідження центральних банків в умовах глобалізації дозволяють здійснити системний аналіз трансформаційних процесів у монетарній політиці національного та міжнародного рівня.

Висновки до розділу 1.

Розвиток 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). Це означає, що лібералізація

зовнішньоекономічних відносин створює тільки передумови для економічної експансії за межі національних кордонів, які уможливлються технологічними факторами мікроекономічного рівня. В основі макроекономічних детермінант глобалізації знаходиться функціоналізація того монетарного режиму, який ув'язує пріоритети центробанку з мобільністю капіталів. 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. Як наслідок, мобільність капіталу, що уможливляє реалізацію тільки двох монетарних режимів (з фіксованими курсами по типу золотого стандарту, де має місце орієнтація макрополітики на досягнення зовнішньої рівноваги, та з плаваючими курсами — внутрішньої рівноваги) та відображає те, як глобалізація може розвиватись тільки за тих міжнародних валютних систем, які передбачають здійснення монетарної політики національного та міжнародного рівня у відповідності із принципом мобільності капіталів. Еволюція міжнародної валютної системи підтверджує, що той чи інший її тип жорстко кореспондує з передумовами та тенденціями до глобальної інтеграції чи дезінтеграції, але сама така еволюція зумовлюється тим, як внутрішні макропріоритети найбільших країн світу ув'язуються з факторами платіжного балансу.

На основі інтерпретації центрального банку як складної структури, що складається з системи (яка має стійкий набір елементів) та підсистем (змінний набір елементів), виявлено п'ять їх історичних типів (тип епохи золотого стандарту, акомодативний (кейнсіанський), монетаристський, естатичний, сучасний). Їх формування щільно пов'язано з практикою реалізації монетарної політики під впливом тої чи іншої теоретичної парадигми та пов'язаністю такої практики з баченням фундаментальних засад участі держави в економіці, зокрема щодо орієнтації на міжнародні фактори економічного поступу. Конвергенційна тенденція,

атрибутивна глобалізації, у сфері функціонування органів грошової влади повинна пов'язуватись з нелінійною тенденцією до переходу до сучасного історичного типу центробанків, в основі чого лежать методологічні принципи спільності ринкового механізму, що пов'язаний з експансією глобалізації.

РОЗДІЛ 2. ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ДЕТЕРМІНАНТИ СИСТЕМНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

2.1. Макроекономічні зміни у середовищі функціонування центральних банків

Масштабні перетворення у сфері макроекономічної політики у розвинутих країнах, реалізація програм зі структурної адаптації у країнах третього світу, лібералізаційні та технологічні зміни у середовищі функціонування фінансового посередництва у всьому світі визначили ландшафт формування трансформаційних тенденцій у сфері функціонування центральних банків. Варто відзначити, що системні макроекономічні та інституціональні реформи початку та середини 1980-х рр., безумовно детермінуючи актуалізацію другої хвилі глобалізації, знаходяться у діалектичному зв'язку між нею та її наслідками для органів грошової влади. Така діалектичність пов'язана з наступним: занепад кейнсіанської (та її різних інверсій) макроекономічної доктрини стимулювання попиту потребував реорганізації характеру функціонування монетарної політики в світлі необхідності переходу до орієнтації економічного зростання на світогосподарські зв'язки; лібералізаційні заходи та процеси відкриття національних економік, в першу чергу, міжнародному рухові товарів, а згодом і капіталів, виступили імплементаційним проявом зміни характеру макроекономічної політики і, заразом, сформували підґрунтя для розвитку процесів глобалізації; самі по собі заходи з глибоких макроекономічних та інституціональних реформ у сфері монетарної політики відображали внутрішнє, національне, бачення координат ефективності функціонування центральних банків, що на гносеологічному рівні можна розуміти як іманентний процес їх еволюції; набрання сили глобальними процесами, відповідно, створило передумови для того, що вище окреслені трансформації центральних банків індукувались такими процесами, отже, виступили їх наслідком.

Звідси випливає, що фундаментальні зрушення у сфері функціонування центральних банків з кінця 1980-х і особливо у 1990-х рр. повинні діалектично відображати як актуалізований вибір на користь підвищення їх ефективності в умовах зміни теоретично-парадигмальних засад функціонування монетарних органів та їх інституціонального забезпечення, так і необхідність такого вибору в

світлі посилення глобалізаційних тенденцій. Зокрема, якщо в основі останніх знаходиться примат ринкового механізму, а в основі зміни макроекономічної доктрини — орієнтація на посилення його актуальності в процесах економічного зростання та структурних трансформацій господарства, то обидві тенденції, окрім цього, збігаючись у часі, втілюють принцип детермінаційної поліфонії, зовнішній прояв якого набуває синкретичного характеру, визначеного унікальністю конкретно-історичного досвіду. Отже, традиційні модуси актуальних проблем монетарної політики в умовах глобалізації не зникають, а трансформуються під її впливом, розширюючи спектр якісних змін у середовищі функціонування центральних банків та їх інституціонального забезпечення. Але, водночас, глобалізація привносить нові елементи у характер прояву таких актуальних проблем та створює нові виклики органам грошової влади. Останні безпосередньо пов'язані з такими процесами як зростання відкритості економік і, відповідно, посилення взаємозалежності між ними та зростання продуктивності праці, що зумовлено технологічними інноваціями, появою феномену нової економіки, позитивний ефект якої резонується фактом відкритості — отже глобалізаційними процесами.

Щодо тенденцій у сфері відкритості, то можна стверджувати: її рівень суттєво зріс за останнє десятиліття, що демонструють дані табл. Б.1. додатку Б. Відкритість переважної більшості національних економік та глобальної економіки в цілому зросла. Причому таке зростання стосується відкритості по каналах торгівлі, руху капіталів та ПІІ. 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).

Технологічні зрушення позначились на підвищенні продуктивності праці, появі секторів з більш гнучкими адаптивними реакціями до нових рівноважних умов. Зрештою, вони забезпечили мікро-структурні передумови для формування глобальної економіки внаслідок того, що відтворювальні процеси вже не обмежувались національними кордонами через здійснення масштабних лібералізаційних заходів, спрямованих на інтеграцію із світовим господарством, наслідком чого виступило підвищення рівні відкритості національних економік. Так, для розвинутих країна зростання продуктивності праці та факторної продуктивності в цілому за 1990-2000 рр. складало в середньому 2,0-3,5% щороку [374, tabl. 3].

Зазначені процеси, відповідно, не можуть не відображати інтенсивності змін у макроекономічному середовищі монетарної політики країн, які мають відмінний рівень розвитку та відмінний ступінь втягнення у глобальні торгівельно-фінансові потоки. Тобто, природно, що у найбільш розвинутих країнах, процеси глобалізації мають більш суттєві наслідки для їх центральних банків, а у менш розвинутих країнах макроекономічне середовище їх функціонування буде трансформуватись за подібністю до того, як воно зазнає змін у перших, але із певним запізненням та своєю специфікою.

Можна виділити такі макроекономічні модуси монетарної політики, в середовищі яких відбуваються суттєві зміни за останнє десятиліття, і які, певною мірою, завжди були визначальними детермінантами поведінки центральних банків, тобто, формуючи профіль їх активності, калібрували характер прояву їх ролі у ринковій системі: тенденції у сфері циклічних коливань та волатильності макроекономічних параметрів; динаміка інфляційних процесів; внутрішня реорганізація макрорегулятивного механізму державної активності та характер

нейтральності макрополітики; проблема альтернативності між інфляцією та безробіттям.

Безумовна важливість циклічної активності ринкової економіки для розробників монетарної політики впливає з того, наскільки вони повинні реагувати на неї, виходячи і зі свого основного завдання, і виходячи із загальної побудови макроекономічної доктрини, що, зрештою, визначає характер їх поведінки у коротко- та довгостроковому періоді. Попри згладжений характер коливань ділової активності у 1950-1960-х рр., для наступних двох десятиліть атрибутивним є суттєве підвищення амплітуди коливань динаміки ВВП у найбільш розвинутих країнах світу. Але вже з кінця 1980-х рр. динаміка кон'юнктурних процесів набуває більш згладженого характеру [152, с. 34-35]. Уповільнення економічного зростання внаслідок політичних потрясінь початку ХХІ ст. та структурні проблеми у таких провідних країнах як Японія та Німеччина все одно підтверджують тенденцію до посилення сталості економічного зростання, навіть якщо воно відбувається нижчими темпами. Наприклад, Г.Скоров відзначає, що “уповільнення або призупинення економічного зростання мають, як правило, характер помірної рецесії, а не руйнівних криз надвиробництва”, і додає: “Спад 2001-2002 рр. лише підтвердив, що економічний цикл став більш згладжений” [153, с. 5, с. 6].

Про загальну тенденцію згладжування ділового циклу свідчать дані щодо ВВП-розриву (який обраховується як різниця між фактичним ВВП та потенційним). Дані, представлені на рис. В.1. додатку В, дозволяють стверджувати, що затухання циклічних коливань, виміряних з допомогою показника ВВП-розриву для 20 країн ОЕСР, припадають на початок 1990-х рр., тобто співпадають в часі з розвитком глобалізаційних процесів. Суттєве зменшення амплітуди коливання даного показника говорить як про менш стрибкоподібне економічне зростання розвинутих країн, так і про згладжені кон'юнктурні спади. Зокрема, глибина економічних спадів в умовах глобалізації є суттєво меншою, порівняно з попереднім періодом, хоча економічні підйоми нижчі. Разом це формує більш згладжений діловий цикл, негативна фаза якого передбачає менш болісну реакцію національного господарства, що меншою мірою вимагає від центрального банку спрямовувати арсенал

експансивної політики для розв'язання проблеми рецесії. Фактори зниження волатильності ділового циклу згруповані та охарактеризовані у табл. В.1. додатку В. Емпіричні дослідження М.Айхан Коуз, Е.Прасада та М.Терронеса відображають, що відкритість економіки, в цілому, позитивно позначається на поступовому зниженні волатильності макроекономічних параметрів, в першу чергу, ВВП [202, 204] (див. табл. В.2. додатку В). З даних табл. В.1. додатку В випливає загальний висновок: посилення відкритості у світовій економіці позначається на зменшенні волатильності макроекономічних процесів.

Однією з найбільш яскравих закономірностей трансформації макроекономічного середовища функціонування центральних банків в умовах глобалізації є загальне зниження інфляції. Так, тенденції у сфері інфляції, з одного боку, відображають характер поведінки монетарних органів в світлі проблеми циклічних коливань, а з іншого — атрибутивні риси нової ери грошово-кредитного регулювання, для якого властивий вихід на низькі інфляційні траєкторії, які практично неспівмірні з тими, які мали місце в умовах інфляційного зміщення макроекономічної політики 1970-х рр. та повільної та суперечливої дезінфляції у 1980-х.

Загальне зниження інфляції в умовах глобалізації властиве практично всім регіонам світу (див. табл. 2.1.).

Таблиця 2.1.

Інфляція у глобальній економіці, середня за десятиліття [520, с. 184]

	1985-1994	1995-2004
Розвинуті країни	3,8	1,9
США	3,6	2,3
Зона євро	-	1,9
Японія	1,6	-0,1
Інші розвинуті країни	5,9	2,3
Африка	28,1	15,5
Нові індустріальні країни Азії	11,0	4,8
Туреччина та Близький Схід	26,3	22,2
Латинська Америка	190,7	12,3

Як видно з табл. 2.1., попри загальну тенденцію до зниження інфляції характер покращення ситуації у цій сфері неоднорідний. Якщо у розвинутих країнах відбулося її подальше зниження до мінімальних значень, у країнах Азії —

наближення до рівня інфляції в розвинутих країнах, в Африці — двократне зниження, то у Латинській Америці — найбільш нестабільному у даному контексті регіоні — інфляція знизалась у понад 10 разів (більш детально див. табл. В.2, В.3. додатку В). Агреговані дані по країнах ОЕСР, представлені на рис. В.1. у додатку В, також демонструють спадаючий інфляційний тренд, властивий найбільш розвинутих країнам. Причому, якщо перший суттєвий повоєнний спадний тренд інфляції припав на 1980 р. внаслідок реалізації жорсткої рестриктивної політики, потреба у якій зумовлювалась намаганнями вирішити проблему інфляційного зміщення, то другий припав на початок 1990-х рр., відображаючи подальше зниження інфляційного фону у даній групі країн.

Суттєве покращення інфляційної ситуації в світі, що співпало в часі з розвитком глобалізаційних процесів, обумовлюється рядом системних змін, які, з одного боку, відображають внутрішню еволюцію макроекономічної доктрини країни та ролі центрального банку в ній, зокрема, враховуючи негативний досвід інфляційного зміщення 1970-х та значних втрат ВВП та підвищення безробіття внаслідок дезінфляції на початку 1980-х рр., а з іншого, — трансформацію середовища монетарної політики в світлі наростаючої відкритості національних економік.

По-перше, факт усвідомлення вигод від низької інфляції та стабільності у монетарній сфері, аргументований в рамках парадигми нової макроекономіки, почав сприйматись як політично затребуваний елемент визначення сутнісних рис участі держави у регулюванні економічних процесів. Наприклад, П. де Ліма, А. де Серрес та М.Кеннеді констатують: “Останні два десятиліття відобразили суттєві зміни у макроекономічній політиці, зорієнтованої на відновлення та підтримання стабільності. Впродовж цього періоду цілі монетарної політики стали більшою мірою фокусуватись на ціновій стабільності, тоді як фіскальна політика дедалі скеровується для відновлення урядового фінансового балансу. Ці зміни відображають широко підтримувану точку зору, що створення стабільного макроекономічного середовища покращує загальну економічну ситуацію” [405, с. 5]. Вимога до орієнтації центральних банків на забезпечення стабільності цін впливає

з: усвідомлення важливості фактору очікувань, характер яких визначає межі ефективності монетарних та, власне, фіскальних кроків, отже створює середовище спроможності органів макроекономічної політики ефективно реагувати на ті чи інші шоки; потреби створення сприятливих передумов для розвитку інвестиційних процесів та заощаджень, адже саме вони повинні визначати внутрішні детермінанти економічного зростання в умовах, коли система управління сукупним попитом у кейнсіанському розумінні зазнала краху та виявила свою недієвість в умовах актуалізації тенденції до відкритості національних господарств; формування довіри до центральних банків з метою розширення діапазону можливих дискреційних кроків, які би не позначались на ескалації проблеми інфляційного зміщення; намагання мінімізувати роль спекулятивного фактора утворення валютного курсу, що формувався під впливом сприйняття ринками характеру схильності тих чи інших центральних банків до динамічної інконсистентності тощо. Зазначені тенденції, в цілому, відображають внутрішню еволюцію системи монетарного регулювання ринкової економіки, сутнісні риси якої впливають з досвіду функціонування центральних банків практично за всю історію їх існування, але не враховують ряд процесів, які є похідними від них та співпали з ними в часі.

Так, по-друге, суттєве зниження інфляційних траєкторій не могло не відображати загальний процес зміни ринкових очікувань щодо характеру та способу поведінки центральних банків. Суттєвість цього явища впливає з сутнісних рис самих очікувань. Незважаючи на їх тип (адаптивні чи раціональні), їх формування та структуризація в системі “сигнал-реакція” не відбувається спонтанно, про що свідчить приклад затяжного виходу зі смути високої інфляції у 1980-х рр., який супроводжувався хронічно високим рівнями безробіття, індукованим недовірою до зниження інфляції у майбутньому. Відповідно, покращення ситуації довкола інфляційних очікувань суттєво вплинуло на утвердження тенденції до зниження інфляції та її стабілізації на низькому рівні. Серед емпіричних аргументів, які ідентифікують таку стабілізацію очікувань, можна навести: характер поведінки коротко- та довгострокових ставок (у випадку, коли перші підвищуються, другі знижуються [451, с. 7]); поведінку спредів на ринках капіталів, зниженням цін

ф'ючерсів та опціонів на процентні облігації, зниження ставок за процентними свопами тощо [405, с. 23].

По-третє, зазначені зміни рівною мірою стосуються фіскальної та монетарної політики. Так, однією з фундаментальних рис фіскальної політики за останні роки є маневрування між двома протилежними тенденціями: орієнтація на бездефіцитні бюджети та збереження за дефіцитним фінансуванням ролі автоматичного стабілізатора на тлі зниження величини сеньйоражу у вирішенні фіскальних проблем. Щодо останнього, то можна спостерігати суттєвий прогрес у послабленні ролі грошової пропозиції в системі дефіцитного фінансування. Так, сеньйораж у Великій Британії впродовж 1979-1981 рр. складав 0,8% ВВП, у 1987 р. — 0,3, впродовж 1990-х — 0,2; у Бельгії за відповідний період зазначені показники склали 1,3%, 0,6% та 0,0%; у Данії — 0,7%, 0,4% та 0,0%; у Франції — 0,9%, 0,6% та 0,0%; в Німеччині — 0,9%, 0,6% та 0,2%; в Ірландії — 1,2%, 0,8% та 0,0%; в Італії — 2,1%, 0,9% та 0,1%; у Нідерландах — 2,1%, 0,9% та 0,6%; в Іспанії — 1,8%, 1,4% та 1,2% [16, с. 370].

По-четверте, саме глобалізація визначає мікроекономічні передумови для неефективності стимулювання сукупного попиту у відкритій економіці, тобто саме вона детермінує нейтральність макроекономічної політики, і це актуально як для її фіскальної, так і монетарної складової. Так, вже на відтворювальному рівні формується ситуація, коли попит та пропозиція на окремі блага, що забезпечують технологічний ланцюжок, здебільшого вже не визначаються на рівні однієї країни. Зазначене стосується і факторозабезпеченості країн, мікроодиниці яких постачають компоненти для виробництв у інших країнах, а ті, у свою чергу, мікроодиницям у інших країнах. Динаміка виробництва окремої країни, відображаючи існування глобального попиту, інтегрується у глобальний виробничий цикл, який, з огляду на свій масштаб, є менш волатильним. Це суттєво вивільняє реальну економічну активність на рівні національного господарства від жорсткої залежності з боку стимулів попиту, створюваних національними макроекономічними органами з допомогою фіскальної чи монетарної експансії. Звідси також випливає, що експансивні кроки центральних банків будуть навіть більш нейтральними, ніж

боргове компенсування втраченого попиту, оскільки бюджетні видатки легше каналізувати за колом реципієнтів, порівняно з тими попитогенними факторами, які мають монетарну природу, оскільки ступінь їх розсіювання у ринковому середовищі вище. За таких обставин зниження інфляції обумовлюється послабленням циклічних реакцій центробанків. Посилення нейтральності, що штовхає до послаблення контрциклічних мотивів у поведінці органів грошової влади, напряду впливає з підвищення відкритості та глобалізації, які потенційно індукують зниження волатильності макроекономічних параметрів, з одного боку, руйнуючи передумови для контрциклічної поведінки, а з іншого, — роблячи саму таку поведінку неефективною з огляду на згадуваний феномен підвищення нейтральності макроекономічних заходів.

Емпіричні дослідження даного феномену, засновані на більш формальному підході, також демонструють суттєву трансформацію поведінки центральних банків у багатьох країнах. В основу даного підходу покладені класичні концепти побудови функції реакції центральних банків школи нової макроекономіки.

Дослідження поведінки центральних банків за період 1968-1979 рр. та 1980-1996 рр. виявляють, що при встановленні процентних ставок (згідно правила Тейлора) параметр реакцій на інфляцію суттєво зріс, порівняно з параметром реакції на ВВП-розрив. Наприклад, за перший період для США параметр реакцій короткострокових ставок на інфляцію та ВВП-розрив, відповідно, склали 0,36 та 0,67, для Японії — 0,54 та 0,72, для Німеччини — 0,52 та 0,96, для Франції — 0,40 та 0,96, Італії — 0,53 та 0,14, для Великої Британії — 0,14 та 1,11, для Канади — 0,24 та 1,05. За період 1980-1996 рр. спостерігається протилежна картина — параметр реакцій на інфляцію при встановленні ставок суттєво зріс, становлячи для даних країн, відповідно, 1,05 та -0,03, 0,87 та 0,37, 0,80 та 0,53, 0,53 та 0,53, 0,63 та -0,12, 0,61 та 0,49, 0,92 та 0,50 [451, с. 36]. Тобто, за період 1968-1979 рр. при проведенні політики на грошовому ринку центральні банки, в даному випадку країн Великої сімки, більшою мірою орієнтувались на показник відхилення фактичних обсягів виробництва від потенційних. Це можна інтерпретувати як їх перманентну схильність до здійснення циклічно вмотивованої дискреційної політики. Але вже за

наступний період зростання параметру реакцій на інфляцію свідчить, що їхня політика змінилась якісно, орієнтуючись на цінову стабільність та уникнення циклічних реакцій.

Однак, більш сучасні дослідження, починаючи з С.Ейфінгера та Е.Шалінга [307], виходять з того, що в основу функції реакції потрібно брати не фактичні значення інфляційного- та ВВП-розриву, а варіацію даних показників. Наприклад, С.Кечетті та М.Ехрманн констатують, що впродовж 1990-х рр. спостерігається суттєва переорієнтація монетарної політики на забезпечення стабілізації інфляції та зменшення її варіації (див. табл. В.5. додатку В). Як видно з даних табл. В.5. додатку В, практично для усіх розвинутих країн властиве формування “несприйняття” (від англ. *averse* — відраза) варіації інфляції, внаслідок чого їхня монетарна політика на фундаментальному рівні скеровуватиметься у напрямку мінімізації дискреційних кроків, з допомогою яких можна було би вирішувати циклічні проблеми чи збільшувати ВВП та зайнятість з допомогою створення не передбачуваної інфляції. Причому, якщо за період 1984-1989 рр. середнє значення показника “несприйняття” варіації інфляції для даної групи країн складало 0,69, то за останні п’ять років — 0,76 [261, с. 23]. А це є ще одним підтвердженням трансформації монетарної політики в сучасних умовах, зокрема, в напрямку послаблення її антициклічності.

По-п’яте, розвиток інформаційних технологій та виникнення феномену “нової економіки” створюють безпрецедентну ситуацію зниження цін на окремі види комп’ютерної техніки та програмного забезпечення. Швидке моральне старіння таких благ на тлі тривалого збереження своїх функціональних властивостей створює ситуацію, коли ціни на них є суттєво нижчі, порівняно з їх споживчою корисністю та вигодами від застосування. Наприклад, у США середнє зростання інвестицій у комп’ютерне обладнання за період у 1991-1995 рр. склало 29,0%, а за період у 1996-2000 рр. — 45,9%. При цьому, ціни на зазначену продукцію знизились відповідно на 14,8% та 23,4% [264, с. 25]. Тобто, попри зростання попиту на таке обладнання, його вартість знижується внаслідок того, що потік інновацій набув безперервного характеру. Звідси зростання частки приватного поточного та інвестиційного споживання таких товарів так чи інакше позначається на структурі відносних цін у

споживчих та інвестиційних кошиках, загальне зниження яких на тлі підвищення їх питомої ваги створює передумови для зниження інфляції. Хоча даний феномен багато в чому має статистичний характер, тобто відображає зміст побудови індексу цін, він свідчить про суттєве значення технологічних зрушень в сучасній економіці, які обумовили трансформацію окремих зрізів інфляційних процесів, а від так і поведінку центральних банків.

Разом з тим, розглянуті детермінанти зниження інфляції в умовах глобалізації, в основному, відображають внутрішньокраїнну реакцію на глобальні процеси та адаптацію до них. Однак, глобалізація справляє більш прямий вплив на динаміку інфляції та трансформацію поведінки національних макроекономічних органів, в першу чергу — центральних банків. Зазначений вплив обґрунтовується з якісно відмінного ракурсу, в основу визначення якого покладені не принципи еволюції національної макроекономічної системи, а принципи її функціонування в системі міжнародної економіки.

В широкому розумінні, ступінь відкритості економіки, зокрема, плаваючі валютні курси, справляє вплив на макроекономічну ситуацію через характер еластичності сукупних попиту та пропозиції. Цей добре відомий макроекономічній науці феномен відображає, що відкритість робить криву AD більш похилою, а криву AS — наближеною до вертикалі (що відображає її розташування у довгостроковому періоді) [466, с. 615-640]. З цього випливає, що підвищення інфляції в умовах відкритості призводить до більшого падіння сукупного попиту та рівноважного доходу, порівняно з випадком закритої економіки.

Однією з перших теоретичних обґрунтувань тенденції до зниження інфляції в умовах глобалізації є модель Ромера. Так, Д.Ромер доводить, що зниження рівноважних рівнів інфляції в країні кореспондує з рівнем її відкритості, оскільки остання зумовлює неефективність зростання виробництва внаслідок створення несподіваної інфляції [463]. Така ситуація обумовлюється тим, що чим більшою мірою економіка країни є відкритою, тим більшою мірою погіршуються її умови торгівлі внаслідок зростання ВВП, викликаного монетарними імпульсами. Дещо альтернативний погляд на тенденцію до дезінфляції в умовах глобалізації

запропонував П.Лейн, який обстоює тезу, що нижчі рівноважні рівні інфляції в умовах відкритості не залежать від дії передавального механізму умов торгівлі [401]. Згідно Лейна, в основу зв'язку між рівнем відкритості національної економіки і рівнем рівноважної інфляції покладена різниця між жорсткістю цін на товари, які є і які не є предметами міжнародної торгівлі (*tradable and nontradable goods*). Так, жорсткість цін на товари, які не є предметами міжнародної торгівлі, є вищою. Остання і визначає можливості реалізації активістської монетарної політики згідно логіки побудови короткострокової кривої Філіпса і відповідної цьому часової інконсистентності поведінки монетарних органів. Щодо цін на товари, які є предметом міжнародної торгівлі, то вони є гнучкіші, оскільки еластичність попиту на них є вищою (для них характерний вищий рівень конкуренції, оскільки їх можна замінити імпортними товарами, що вироблятимуться, враховуючи фактор міжнародної спеціалізації). Відкритість економіки передбачає збільшення частки товарів, що є предметами міжнародної торгівлі, у споживанні країни. А оскільки ціни на них є більш еластичні, то здійснення експансивної монетарної політики буде дедалі більш нейтральним. Через це відкритість економіки спонукатиме центральні банки здійснювати більш послідовну жорстку політику, що і позначиться на послабленні інфляційного зміщення.

Оцінюючи роль відкритості економік в умовах глобалізації, Г.Вагнер стверджує, що її вплив на монетарну політику стає дедалі більш безпосереднім. Він стверджує: “З того часу, як глобалізація іде пліч-опліч з більш відкритими економіками, послаблення стимулюючого впливу на виробництво з боку несподіваної інфляції, є одним з ефектів глобалізації, який релевантний для монетарної політики” [502, с. 9]. Однак, на його думку позитивні наслідки глобалізації для дезінфляції можна показати з допомогою альтернативного підходу, який більш комплексно відображає трансформацію макроекономічних пріоритетів держави в умовах глобальної інтеграції та зростання мобільності виробничих факторів. В даному випадку мова йде про теорію конкуренції розташування (*locational competition*), яка була розроблена німецькими економістами Г.Зібертом, Й.Лорзом, Й.Аутшбахом. В її основу покладено ствердження того факту, що

інфляція сприймається інвесторами як негативне явище, отже вони приймають її до уваги при прийнятті рішення про місце (державу) вкладання своїх капіталів. Більше того, якщо глобалізація передбачає підвищення можливостей у виборі альтернативних місць розташування бізнесу, а трансакційні витрати, пов'язані з переливом капіталів, зменшуються, адже посилюється лібералізація системи регулювання руху капіталу, інформаційні технології дозволяють формувати ширший спектр даних про альтернативні проекти, то, відповідно, інфляційні фактори мотивації до інвестування стають дедалі більш актуальними. Так само, інвестори негативно розцінюють інфляційне зміщення політики чи флуктуації показників зростання цін з огляду на те, що: це свідчить про можливості запровадження інфляційного оподаткування інвесторів; в країні здійснюється нездорова макроекономічна чи регуляторна політика, коли неможливо спрогнозувати усі перерозподільчі ефекти інфляції, внаслідок чого інвестори, особливо закордонні, можуть сприймати її як створення додаткових конкурентних переваг для вітчизняних, чи “обраних”, інвесторів з огляду на підтримання режиму м'яких бюджетних обмежень та загальну слабкість інституцій ринкової економіки.

Звідси випливає, що країни дедалі активніше повинні бути зацікавлені у зменшенні інфляційного зміщення, оскільки ціна втечі капіталу в глобалізаційних умовах різко підвищується. Це пов'язано, з одного боку, з високою мобільністю факторів, що уможливлює процес втечі капіталу. Остання забезпечується розвитком фінансових інструментів на глобальних ринках, отже стосується інформаційно-технологічних аспектів алокаційних процесів у світовій економіці, а також ліберальними режимами регулювання транскордонних потоків капіталу. З іншого боку, — з наслідками втечі капіталу: зменшення зайнятості, втрата ВВП, зниження життєвого рівня, відставання у сфері високих технологій. У такий спосіб здійснення жорсткої монетарної політики стимулюється в системі реалізації заходів із запобігання відтоку капіталів та приваблення нових інвестицій.

Отже, і згідно моделей Ромера та Лейна, і згідно більш широкого концепту конкуренції розташування глобалізація справляє позитивний вплив на приборкання

інфляційного зміщення через негативні наслідки цінових флуктуацій для зростання добробуту за високої мобільності капіталу.

Разом з тим, для монетарної політики залишається актуальною дихотомія інфляція–безробіття, яка була і є матричною основою формулювання поведінки центральних банків на макроекономічному та, зрештою, інституціональному рівні. Феномен стагфляції середини 1970-х рр. та остаточне утвердження тези, що припущення про довгострокову криву Філіпса не є адекватними, внесли свою лепту у переорієнтацію центральних банків на стабілізацію інфляції. Сам факт стагфляції розглядається як один з фундаментальних факторів змін у середовищі функціонування центральних банків за останні роки, на чому наголошують, наприклад, фахівці Банку міжнародних розрахунків [491, с. 140].

Власні емпіричні дослідження проблеми взаємозв'язку між інфляцією та безробіттям у розвинутих країнах дозволяють виділити ряд закономірностей (графічне зображення зв'язку див. рис. В. 2. - В. 9. додатку В):

по-перше, за період 1971-2004 рр. для 20 країн ОЕСР характер розсіювання точок в координатах безробіття–інфляція відображає, що існує незначний негативний нахил лінії регресії, що можна розцінювати як наявність ознак кривої Філіпса (рис. В.2. додатку В). Подібна закономірність властива і країнам Великої сімки за відповідний період (рис. В.3. додатку В), але, попри негативний нахил лінії регресії, характер розсіювання точок, що відображають річні показники інфляції та безробіття, демонструє суттєво меншу подібність до кривої Філіпса, ніж це властиво для усіх країн ОЕСР, що можна витлумачити як вищу схильність великих економік до стагфляційних процесів;

по-друге, характер розсіювання точок для відповідного випадку, але за період 1991-2004 рр. демонструє суттєво відмінні тенденції у сфері зв'язку між інфляцією та безробіттям (рис. В.4. додатку В). Так, за період, на який припало суттєве підвищення відкритості національних економік та посилення глобалізаційних процесів, для країн ОЕСР в цілому не властива залежність, що описується кривою Філіпса; це саме стосується і країн Великої сімки (рис. В.5. додатку В). Для країн, які можна звести у групу “решта ОЕСР” (тобто ОЕСР без країн Великої сімки) кут

нахилу лінії регресії нагадує криву Філіпса, але він настільки незначний, що скоріше можна говорити про пряму лінію: широку варіацію рівня безробіття на тлі майже однорідно низької інфляції (рис. В.6. додатку В). Отже, за період підвищення відкритості економік — 1991-2004 рр. — характер зв'язку між інфляцією та безробіттям, виявлений на основі аналізу річних даних, практично відмінний, ніж за період 1971-2004 рр. Це говорить про суттєве посилення елементів стагфляційності у макроекономічній сфері розвинутих країн саме у період глобалізації, порівняно з попередніми періодами, яким, в сукупності на прикладі річних показників, властива закономірність, яку можна інтерпретувати як реальність згаданої кривої. Отже, монетарна політика в умовах глобалізації дійсно стала більш нейтральною;

по-третє, тестування зв'язку між інфляцією та безробіттям у розвинутих країнах за період 1991-2004 рр., здійснене на основі середніх показників (рис. В.7. додатку В), дозволяє констатувати: залежності по типу кривої Філіпса між даними макропараметрами не існує, тобто факт стагфляційного характеру зв'язку між динамікою цін та зайнятістю для найбільш розвинутих країн світу стає принциповою рисою макроекономічної системи, що ще раз свідчить про нейтральність монетарної політики та її посилення в умовах глобалізації;

по-четверте, характер зв'язку між інфляцією та безробіттям, навіть за однакової нерелевантності кривої Філіпса, у країнах Великої сімки та решти ОЕСР є відмінним. Так, розрахунки на основі середніх даних відображають, що для перших (рис. В.8. додатку В) позитивний кут нахилу, що описує випадок стагфляції, є вищим, ніж для других, для яких він мінімальний (рис. В.9 додатку В). Це узгоджується з відмінним характером розсіювання точок для даних груп країн і за період 1971-2004 рр. і, особливо, за 1991-2004 рр. Тобто, для великих економік, якими є країни G-7, стагфляційні процеси властиві більшою мірою, ніж для малих, якими є країни, що увійшли в групу “решта ОЕСР”. Для останніх, майже горизонтальна лінія, що описує зв'язок між інфляцією та безробіттям, скоріше свідчить про відсутність стагфляції і кривої Філіпса одночасно.

З останнього можна зробити висновки, спираючись на вище висвітлені теоретичні підходи до інфляційних процесів в умовах глобалізації та те, що

макроекономічна ситуація на рівні світового господарства справляє відмінний вплив на великі та малі економіки, що це і робить їх політики потенційно відмінними. Оскільки, для малих відкритих економік, які складають групу “решта ОЕСР”, властивий менший кут нахилу кривої, що відображає стагфляційну залежність між інфляцією та безробіттям, тобто в них варіація інфляції на одиницю варіації безробіття суттєво нижче, а розсіювання останнього показника вище, порівняно з показником цінової динаміки, то можна дійти висновків: їхня схильність реагувати на проблеми у сфері зайнятості суттєво поступається тій, що властива великим економікам, для яких характерна стагфляційна ситуація. Тобто, спроби останніх реагувати на проблему безробіття в умовах глобалізаційно обумовленого підвищення нейтральності монетарної політики призводить до підвищення інфляції, тоді як центральні банки в малих відкритих економіках менше схильні реагувати на ситуацію у сфері зайнятості, внаслідок чого варіація безробіття у них вища на тлі однорідно низьких рівнів інфляції, що і визначає практично горизонтальний характер розташування відповідної кривої. Можна стверджувати, що в останніх відкритість усвідомлюється як фактор, що призведе до суттєвого погіршення макроекономічної стабільності внаслідок здійснення дискреційних кроків та створення не передбачуваної інфляції, тоді як для великих економік це є менш характерно, оскільки їхній рівень відкритості є нижчим, а спеціалізація не так яскраво виражена, отже вразливість до специфічних шоків менш значима. Окрім цього, у випадку макроекономічної дестабілізації великі економіки, маючи більший потенціал та ресурси, спроможні більш ефективно протистояти різного роду потрясінням, порівняно з малими економіками. З одного боку, це природно визначає те, що факт можливості компенсувати втрати від шоків спонукає їх до менш зваженої політики у сфері реакцій на проблему альтернативності інфляції та безробіття порівняно з випадком малих економік, які потенційно менш спроможні протиставити свої ресурси глобальним ринкам без суттєвих втрат добробуту. З іншого боку, це може усвідомлюватись ринками, внаслідок чого перші будуть сприйматись як такі, що більшою мірою схильні до інконсистентної поведінки, через що вищі рівні інфляції будуть кореспондувати з вищим рівнем безробіття.

Послугуючись згадуваним вище підходом до аналізу проблеми альтернативності між інфляцією та безробіттям з допомогою показників варіації (дисперсії), як більш сучасним інструментом дослідження монетарних явищ, зауважимо, що на тлі процесів глобалізації відбувається суттєве покращення ситуації з коливаннями параметрів кривої Філіпса. Можна констатувати, що ефективність монетарної політики, вимірної з допомогою варіаційних значень безробіття та кореспондуючих з ним варіаційних значень інфляції суттєво підвищилась, порівняно з 1970-1980-ми рр., що демонструють дослідження У.Бюкстрьома [205] та де Лімі, де Серреса та Кеннеді (інфляції і ВВП) [405, с. 51].

Щодо зв'язку між волатильністю інфляції та безробіття, то авторські дослідження 20 країн ОЕСР за період 1971-2004 рр. також виявляють загальне підтвердження даній тенденції, незважаючи на те, що нами при розрахунках застосовувався параметр не ВВП, а безробіття. Обрахунок даних показників було здійснено для трьох періодів та за період у 1971-2004 рр. (див. табл. В.6. додатку В). Можна стверджувати, що на останнє десятиліття припадає суттєво нижча волатильність інфляції та безробіття, порівняно з понад тридцятилітнім періодом в цілому. Це саме стосується того, що за 1991-2004 рр. дисперсія інфляції і безробіття виявилась суттєво нижче, порівняно з попередніми періодами. Зазначимо, що якщо масштаби коливання рівня інфляції були найвищими у першому з аналізованих періодів, то безробіття — у третьому. Так, суттєві амплітуди коливання інфляції у 1970-х пов'язані з практикою інфляціоністської політики та спорадичними дискреційними кроками із боротьби з нею, тоді як у наступні періоди, як вже зазначалось, центральні банки почали здійснювати зважену політику стабільності цін. Щодо амплітуди коливань безробіття, то його незначний рівень та контрциклічні монетарні заходи 1970-х природно визначали відносну стабілізацію зайнятості. Однак, для періоду 1980-х характерні нижчі коливання у масштабах безробіття, ніж у наступному десятилітті, на яке припало нарощування глобалізаційних процесів. Тим не менше, це не пов'язано з тим, що орієнтація монетарної політики на стабілізацію інфляції, зокрема підвищення значення параметру відрази до варіації інфляції у функції реакцій центрального банку, про що

було сказано вище, призводить до підвищення волатильності безробіття, як це теоретизується в рамках неокейнсіанських уявлень про негнучкість цін, оскільки у багатьох країнах зростання показника варіації безробіття не відображає його фактичного загального зниження (що особливо характерно для Греції, Португалії, Іспанії, Нідерландів, Великої Британії).

Разом з тим, згідно вище згаданих моделей Ромера, Лейна та концепції конкуренції за розташування бізнесу, глобалізація повинна справляти прямий вплив на поведінку центральних банків щодо інфляції. Окрім цього, глобалізація також повинна справляти вплив на економіку країни (реальні макроекономічні змінні), через що її вплив на характер завантаження виробничих потужностей, зокрема на продуктивність праці, опосередковано індукуватиме загальний монетарний курс. Окрім цього, теоретично, відкритість, асоційована з глобалізацією, повинна позитивно позначатись на економічному зростанні та підвищенні продуктивності з огляду на сприятливі алокаційні ефекти, що резонують з ефектом спеціалізації та технологічної інноваційності.

Для виявлення загальних закономірностей впливу відкритості на макроекономічну ситуацію у розвинутих країнах (оскільки останні, як вже зазначалось, найбільшою мірою втягнуті у глобальні процеси з огляду на найнижчий регуляторний тягар на зовнішньоекономічні трансакції) було застосовано два показники її виміру: валові потоки приватного капіталу як співвідношення до ВВП, що відображають фінансову інтеграцію країни з міжнародними ринками, і співвідношення зовнішньої торгівлі до ВВП, що відображає втягнення економік у міжнародний поділ праці, спеціалізацію і, відповідно, мікро-відтворювальну інтеграцію країни на рівні світового господарства Дані по зазначених показниках [516, 517]. Результати емпіричних досліджень впливу відкритості на монетарну політику розвинутих країн виявляють неоднозначні результати. Зауважимо, що при його здійсненні були співставленні не тільки показники інфляції та показники, які вимірюють таку відкритість, але й показники безробіття. В основу даного підходу закладено те, що можливий вплив на одну з фундаментальних для монетарної політики величин — інфляції та безробіття

— може відображати характер зв'язку між ними згідно теоретичних дискусій з приводу короткострокової кривої Філіпса та того, як вибір, обмежений нею, визначає макроекономічну ситуацію в тенденції. Тобто, якщо альтернатива, що описується кривою Філіпса, існує, то позитивний вплив глобалізації на інфляцію, як це передбачають вище описані моделі, має позначатись на безробітті. І навпаки. Окрім цього, аналізувався зв'язок між рівнем відкритості і зростанням ВВП та факторної продуктивності, позитивна динаміка яких може відображати непрямий вплив глобалізації на підвищення ефективності монетарної політики. Результати емпіричного тестування зв'язку між відкритістю та макроекономічною ситуацією для країн ОЕСР за 1990-2004 рр. демонструє табл. В.7. додатку В.

Спираючись на отримані результати регресійного аналізу, можна виявити ряд закономірностей:

по-перше, зв'язок між середніми показниками інфляції та показниками відкритості, що були застосовані, хоч і є оберненим, але його щільність дуже низька. І у випадку середніх валових потоків приватного капіталу, і у випадку середнього значення зовнішньої торгівлі їх більш високий рівень слабо асоціюється з середнім рівнем інфляції. Такий результат суттєво розходиться з висновками теорії про трансформацію функції реакцій центрального банку в умовах глобалізації. При цьому, як видно з даних табл. В.7. додатку В, чим вищими є валові потоки приватного капіталу відносно ВВП, тим вищим є параметр відрази до варіації інфляції; це саме стосується і значення зовнішньої торгівлі. Але, щільність зв'язку між першим показником відкритості та даним параметром набагато вище, а це свідчить про те, що фінансова глобалізація реально впливає на трансформацію монетарної політики. Щодо зв'язку між середніми показниками відкритості та середнім безробіттям, то тут простежується інша закономірність. Попри те, що статистична значимість такого зв'язку є ще меншою, чим вищим є показник відкритості по потоках капіталу, тим вищим є безробіття, тоді як показник відкритості по зовнішній торгівлі практично не впливає на рівень безробіття;

по-друге, чим вищою є відкритість, тим нижчою є дисперсія інфляції, хоча статистична значимість такого зв'язку є низькою. Це дещо не узгоджується з

висновками теорії про те, що глобалізація повинна позначатись на зменшенні інфляційного зміщення монетарної політики та її орієнтації на контрциклічні заходи (зокрема, це знову дещо суперечить прямому зв'язку між відкритістю та зростанням відрази до варіації інфляції). Разом з тим, чим вищою є відкритість, тим вищою є дисперсія безробіття, а у випадку з валовими потоками приватного капіталу, даний прямий зв'язок досягає статистично значимого рівня. З одного боку, це підтверджує думку про те, що ринки праці в умовах глобалізації залишились негнучкими, а чим більшою мірою країна втягується у світогосподарські зв'язки, тобто, чим більшою мірою у ній простежуватиметься тенденція до спеціалізації, тим більшою мірою існуватиме тенденція до волатильності безробіття, оскільки ринки праці не встигають за алокаційними процесами, індукованими факторами міжнародної економіки. З іншого боку, дисперсія безробіття не враховує позитивних зрушень у зайнятості, що властиво малим відкритим економікам, про що згадувалось при аналізі проблеми кривої Філіпса;

по-третє, середньорічне значення зростання ВВП достатньо добре корельовано рівнем відкритості. Простежується чітка закономірність, — чим вищою є відкритість і за потоками капіталу, і за зовнішньою торгівлею, тим швидше зростає ВВП, причому статистична значимість даного зв'язку суттєво перевищує його значимість при співставленні показників відкритості та показників інфляції і безробіття. Це говорить про те, що глобалізація дійсно формує суттєві передумови для економічного зростання, тоді як негнучкість ринків праці не дозволяє повною мірою знизити рівень безробіття, адекватний зростанню ВВП. Зокрема, відкритість позитивно впливає на зростання і загальної факторної продуктивності, і продуктивності праці (при чому, в обох випадках спостерігається достатньо висока статистична значимість даного зв'язку), внаслідок чого вона формує довгострокові передумови для позитивного впливу на динаміку виробництва. Разом з тим, відставання зменшення безробіття від зростання ВВП може обумовлюватись факторами технологічних зрушень, пов'язаних з глобалізацією. Поза тим, сприятливі глобалізаційні стимули для зростання виробництва не позначаються на тому, що політика щодо рівня інфляції може визначатись станом безробіття. Тобто,

орієнтація в розрізі країн на певний рівень інфляції відбувається незалежно від екзогенних чинників, які однаково не пов'язані прямо з динамікою безробіття.

Тим не менше, хоч отримані результати, представленні вище, і не узгоджуються з висновками теорії про вплив відкритості на інфляцію, співставлення абсолютних змін у рівні відкритості з абсолютними змінами у показниках інфляції, безробіття та середньорічного зростання ВВП дозволяють суттєво уточнити та скоректувати аналіз проблеми. Так, якщо зростання відкритості за потоками капіталу добре простежувано впливає на зменшення інфляції (хоч рівень статистичної значимості лишається низький, але він суттєво вище, порівняно з результатами співставлення відповідних середніх показників), то зростання відкритості за показниками зовнішньої торгівлі не тільки позначається на зниженні інфляції, але й значимість такого зв'язку суттєво зростає, і порівняно з показниками відкритості за потоками капіталу, і порівняно з відповідними середніми показниками. Але зростання відкритості впродовж 1990-2004 рр. суттєво позначилось на зниженні безробіття, при чому щільність даного зв'язку майже досягає рівня статистичної значимості. Так само зростання відкритості позитивно пов'язано із змінами щодо збільшення показника середньорічного зростання ВВП. Останнє узгоджується з вище висловленими висновками про позитивний вплив глобалізації на прискорення зростання виробництва.

Однак зростання відкритості за обома показниками хоч і демонструє обернений зв'язок з дисперсією інфляції, як і в попередніх випадках, його статистична значимість дуже низька. При цьому збільшення валових потоків капіталу та зростання частки зовнішньої торгівлі у ВВП позитивно корелює зі зростанням дисперсії безробіття, що також узгоджується з вищенаведеними висновками про вплив негнучкості ринків праці на неадекватну реакцію функції безробіття на зростання виробництва та неврахування у даному показнику тенденції до зниження безробіття в окремих країнах.

Оскільки зв'язок між відкритістю та середньою інфляцією та її дисперсією низький, а зв'язок між зростанням ВВП високий, так само як він високий для зростання відкритості та зменшення безробіття, то можна стверджувати, що

глобалізація не сама по собі впливає на стабілізацію інфляції. Послаблення тиску на центральні банки в напрямку вирішення проблеми безробіття (наприклад, внаслідок покращення ситуації на ринках праці, особливо у малих розвинутих економіках, підвищення їх незалежності тощо) та усвідомлення нейтральності монетарних заходів самими інституціями макроекономічної політики (адже дисперсія інфляції практично завжди в розрізі країн є низькою, що підтверджує тезу про відсутність контрциклічних витоків у грошово-кредитному регулюванні та їх інконсистентності, а з іншого боку, монетарна політика природно стає нейтральною, оскільки завантаження ресурсів в розрізі країн підпорядковується глобальному алокаційному механізму) відображає те, що самі органи грошової влади поведуться у антиінфляційному напрямку, незалежно від екзогенних факторів.

Але, останні висновки адекватні з огляду на загальну тенденцію зниження та стабілізації інфляції у розвинутих країнах та у світі. В зв'язку з тим, що до країн ОЕСР входять економіки, які не можливо назвати гомогенними, в першу чергу за ступенем того, як їх можна віднести до малих чи великих, та враховуючи виявленні відмінності в характері монетарної політики у них в світлі аналізу проблеми кривої Філіпса, було проведене групування країн. За критерії групування було обрано: а) належність країн до Великої сімки (G-7) та, відповідно, до решти ОЕСР (як у випадку аналізу кривої Філіпса), що потенційно відображає поділ економік на великі та малі; б) ступінь відкритості — у випадку валових потоків приватного капіталу країни було згруповано у дві групи, де цей показник є менше (Канада, ФРН, Італія, Японія, США, Австралія, Австрія, Греція, Нова Зеландія, Норвегія, Португалія, Іспанія) та більше (Франція, Велика Британія, Бельгія, Фінляндія, Ірландія, Нідерланди, Швеція, Швейцарія) 10% ВВП; у випадку значення зовнішньої торгівлі у ВВП — відповідно менше (Франція, Японія, Велика Британія, США, Австралія, Греція, Італія, Нова Зеландія, Іспанія) та більше (Канада, ФРН, Бельгія, Фінляндія, Ірландія, Нідерланди, Норвегія, Португалія, Швеція, Швейцарія) 50%.

Так, щодо впливу відкритості на інфляцію в розрізі груп країн, то можна побачити суттєві відмінності від тих результатів, які виявлені на прикладі усіх

країн-членів ОЕСР. По-перше, існує добре простежуваний обернений зв'язок між рівнем відкритості (за обома показниками) та інфляцією у країнах, які входять у групу “решта ОЕСР”, при цьому його статистична значимість, для обох випадків, суттєво перевищує аналогічну для прикладу всього ОЕСР з відповідними середніми та динамічними показниками. Щодо країн G-7, то для них зв'язок між відкритістю та інфляцією взагалі є позитивним, але його значимість набагато вища для потоків капіталу. По-друге, не існує чіткої закономірності впливу відкритості на економіку країн, згрупованих за другим критерієм. Наприклад, для країн з показником потоків капіталу понад 10% спостерігається прямий, добре простежуваний зв'язок з достатньо високою статистичною значимістю (для країн з показником потоків капіталу менше 10% зв'язок є обернений, але не значимий). Тоді як для країн з часткою зовнішньої торгівлі у ВВП зв'язок є обернений та відносно статистично значимий, а для країн з часткою зовнішньої торгівлі менше 50% — він взагалі є погано простежуваний.

Відповідно, можна зробити висновок, що: поділ країн на G-7 та “решту ОЕСР” забезпечив вищу гомогенність груп; зв'язок між торгівельною відкритістю та інфляцією більшою мірою відповідає припущенням теорії про вплив відкритості на результати монетарної політики, ніж зв'язок між динамікою цін та рухом капіталів; для малих економік припущення про те, що глобалізація спонукає до жорсткої антиінфляційної політики, підтверджується та є адекватним, оскільки саме для них ризик втрат від дестабілізації буде найвищим; отримані результати щодо актуальності фактору відкритості для малих економік, порівняно з великими, скоріше підтверджують постулати моделі Ромера та загальні уявлення теорії міжнародної економіки, згідно яких для великих країн зростання в умовах відкритості менш ефективне, ніж для малих, з огляду на погіршення спеціалізації.

Варто зазначити, що остання теза також підтверджується тим, що для країн G-7 властивий позитивний зв'язок між обома показниками відкритості та рівнем безробіття, причому, якщо для СВППК він хоч і добре простежуваний, проте статистично не значимий, то для СЗЗТ він, навпаки, значимий статистично. Так само, зв'язок між безробіттям та показниками відкритості для країн, де СВППК

менше 10%, а СЗЗТ менше 50%, є прямим, добре простежуваним та відносно статистично значимим. Для більш відкритих економік (СВППК перевищує 10% СЗЗТ — 50%) чіткої закономірності не існує: зв'язок між потоками капіталу та безробіттям відносно значимий та обернений, а зв'язок між зовнішньою торгівлею у ВВП та безробіттям, навпаки, прямий, погано простежуваний та не значимий.

Отже, можна констатувати, що вплив негнучкості ринків праці на одиницю безробіття в умовах відкритості є вищим для великих економік і нижчим для малих. Внаслідок цього для останніх створюються додаткові стимули не вдаватись до інфляційної політики, оскільки їх більша утягнутість в систему міжнародної економіки звужує їхній макроекономічний вибір згідно логіки короткострокової кривої Філіпса, опосередковано доводячи більшу релевантність моделі Ромера, тоді як для великих економік властива ситуація, коли вищі рівні безробіття, асоційовані з відкритістю, спонукають до експансивних кроків, внаслідок чого відкритість у них позитивно зв'язана з рівнем інфляції, а зростання нейтральності монетарної політики тільки посилюватиме тенденцію до стагфляції. Зрештою, це підтверджує наш аналіз проблеми кривої Філіпса, адже для країн Великої сімки властива саме стагфляційна закономірність зв'язку між середніми показниками інфляції і безробіття, тоді як для решти ОЕСР — практично гомогенно низька інфляція кореспондує з великим розсіюванням рівнів безробіття.

Отже, глобалізація справляє глибокий вплив на трансформацію макроекономічного середовища монетарної політики, що простежується у якісних змінах зв'язків між поведінкою таких мак розмінних як інфляція та безробіття в кореспонденції з рівнем відкритості економіки.

2.2. Фінансова інтеграція, проблеми формування глобальної макрорівноваги та її впливу на монетарну політику

Під впливом глобалізації трансформується такий принциповий макроекономічний індикатор як процентні ставки. Відкритість та мобільність капіталів повинна передбачати, що процентні ставки повинні уніфікуватись відповідно до дії принципу ринкової рівноваги. Якщо найбільш ефективно даний

механізм функціонував в епоху золотого стандарту, то принципові макроекономічні риси бретонвудського устрою, навпаки, передбачали вивільнення процентних ставок від тенденцій у сфері міжнародної економіки з метою їх підпорядкування внутрішньо економічним цілям, зокрема, пов'язаним з антициклічним згладжуванням. Проте, зростання торгівельної відкритості після Другої світової війни, поступове запровадження конвертованості у розвинутих країнах позначились на посиленні взаємозалежності фінансових ринків в розвинутих країнах в першу чергу за рахунок посилення кореляції руху короткострокових ставок грошового ринку. Принциповість даного феномену полягає в тому, що центральний банк спроможний безпосередньо контролювати тільки номінальні короткострокові ставки, тоді як прямий вплив на макроінвестиційні та інші процеси у реальному секторі економіки справляють реальні довгострокові ставки. Останні знаходяться під впливом динаміки номінальних довгострокових ставок, а останні — під впливом номінальних короткострокових ставок. Зв'язок між даними трьома ставками утворюється через політику центрального банку та через інфляційні очікування. Отже, природно, що коли короткострокові ставки дедалі більше стають корельованими міжнародними ринками, тобто стають екзогенними, як у випадку моделі малої відкритої економіки, спроможність центрального банку повністю визначати їх динаміку суттєво послаблюється.

Перехід до плаваючих курсів та розвиток глобалізаційних процесів, починаючи з середини 1980-х рр. призводячи до щільнішої інтеграції міжнародних фінансових ринків, ще більшою мірою загострили проблему контрольованості процентних ставок з боку органів грошової влади, ніж це було у бретонвудську добу.

Втім, наразі формуються дві якісно протилежні тенденції у сфері взаємозв'язку між глобально інтегрованими фінансовими ринками та монетарною політикою, що знайшло певного відображення у багатьох дослідженнях. З одного боку, існують яскраві свідчення того, що прогресуюча орієнтація монетарної політики на внутрішню рівновагу (що впливає як з тенденції до переходу до таргетування інфляції, підвищення значення реакції на інфляцію та її варіацію у

функції реакції центробанку тощо) детермінує підвищення корельованості динаміки процентних ставок такими показниками як інфляція та ВВП-розрив. Обумовленість динаміки процентних ставок внутрішніми, а не глобальними, процесами впливає з характеру кореляції між фактичними ставками та теоретичними, обрахованими, згідно правила Тейлора [451, С. 36] (див. вище). Оскільки правило Тейлора передбачає, що встановлення процентної ставки відбувається, враховуючи реакцію центрального банку тільки на два параметри — ВВП-розрив та інфляцію, то підвищення згаданої кореляції і є підтвердженням того, що саме внутрішні фактори визначають характер поведінки органів грошової влади. Це також простежується з огляду на закономірність переходу до таргетування інфляції та зниження значимості валютного курсу при встановленні процентних ставок, як передбачає сама логіка монетарної політики, що здійснюється відповідно до таргетування експліцитної інфляційної величини. На глобальному рівні відсутність повної інтеграції фінансових ринків впливає з так званого парадоксу Філдстайна-Хоріоки (відсутність кореляції між світовими заощадженнями та інвестиціями і збереження її на національному рівні) та з парадоксу Барро-Сала-і-Мартіна (відсутність кореляції між світовими процентними ставками та світовими заощадженнями та інвестиціями) [214].

З іншого боку, як демонструють дослідження еволюції фінансових ринків, останні демонструють набагато вищий рівень інтеграції, ніж за часів Бреттон-вудської системи, наближаючись до рівня епохи міжнародного золотого стандарту, яка є своєрідним еталоном оцінки повноти глобальної інтеграції (див., наприклад, праці М.Обстфельда і А.Тейлора [445] та Дж.Франкеля, С.Шмуклера і Л.Сервена [330]). Висновок, який з цього випливає — можливості монетарної політики визначати ділову активність знижуються.

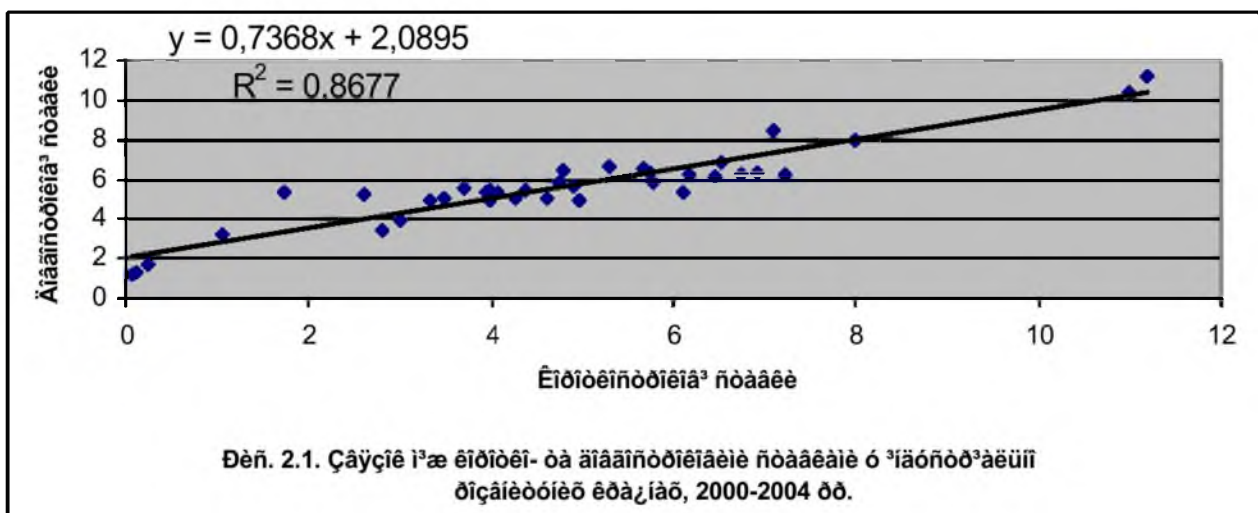
Втім, найбільшу проблему для центробанків становить тенденція до вирівнювання довгострокових ставок. Х.Сасакі, С.Ямагучі та Т. Хісада стверджують: “Аналізуючи динаміку реальних довгострокових ставок у сімох найбільших індустріальних країнах, можна побачити, що вони вирівнюються, починаючи з кінця 1980-х. Якщо цей феномен відображає вирівнювання доходності

активів в зв'язку з глобальною інтеграцією фінансових ринків, то ми не можемо відхиляти його впливу на монетарну політику. Це тому, що монетарна політика справляє вплив на реальну економічну активність через багато каналів, зокрема, через канал впливу центральних банків з допомогою короткострокових процентних ставок на довгострокові. Якщо внутрішні довгострокові ставки конвергують відповідно до закордонних, то для монетарної політики стає дедалі важче визначати їх динаміку, а відтак її вплив на внутрішню реальну економічну активність послаблюється" [469, с. 57]. Згідно їхніх обрахунків, впродовж 1990-х рр. реальні довгострокові ставки дійсно потрапляють під вплив конвергенційної тенденції: відхилення покраїнних реальних довгострокових процентних ставок впродовж 1973-1979 рр. та 1980-1990-х рр. від середньої закордоном було значним, порівняно з 1999-1999 рр. [469, с. 57]. З одного боку, це говорить про вищий ступінь орієнтації монетарної політики на забезпечення такої динаміки довгострокових ставок, яка би відповідала цілям внутрішньої економічної політики; з іншого, — про відсутність щільної інтеграції ринків. У наступні періоди коливання реальних довгострокових ставок зближується, що особливо характерно для 1990-1999 рр. Отже, фактор інтеграції ринків починає дійсно справляти вплив на динаміку довгострокових ставок. Зокрема, це впливає з емпіричних досліджень даних авторів. Так, за період 1973-1980 рр. (який згідно даних економістів характеризується прискоренням інфляції) визначальний вплив на реальні довгострокові ставки мали саме внутрішні короткострокові ставки процента. За період 1981-1986 рр. (відповідно, зниження інфляції) впливовість ставок на грошовому ринку на довгострокові ставки суттєво послаблюється. Для періоду 1987-1999 рр. (здійснення політики стабільності цін) значення зовнішньої нерівноваги при визначенні динаміки довгострокових ставок стає ще більш відчутним [469, с. 59-66].

В силу того, що альтернативні дослідження виявляють суттєвість внутрішньо національних детермінант визначення процентних ставок, важливим є з'ясування характеру зв'язку та поведінки коротко- та довгострокових ставок у найбільш розвинутих країнах та у пізнішому періоді (див. табл. В.8 додатку В).

По-перше, як видно з табл. В.8. додатку В, динаміка коротко- та довгострокових ставок у найбільш розвинутих країнах світу залишається гомогенною. У відповідь на глобальну рецесію та уповільнення економічного зростання у багатьох провідних країнах світу процентні ставки почали знижуватись. Разом з тим, таке зниження супроводжується триваючим послабленням інфляції, що можна інтерпретувати як зниження ролі інфляційних очікувань при встановленні ставок на ринках грошей та капіталів. З цього приводу зазначимо, що і уповільнення економічного зростання в світі (у 2000-2003 рр.), і триваюче зниження інфляції має глобальний характер, відповідно, акомодативна реакція процентних ставок є свідченням актуальності глобальних факторів впливу на ситуацію на фінансових ринках. Тобто спільність проблем на мікро-відтворювальному рівні для найбільш розвинутих країн віддзеркалюється у спільності тенденцій щодо динаміки процентних ставок.

По-друге, з точки зору ефективності монетарної політики та в світлі аналізу детермінант впливу на довгострокові ставки, здійсненого Х.Сасакі, С.Ямагучі та Т. Хісадою, важливим є збереження щільного та дуже статистично значимого зв'язку між ставками грошового ринку та ринку капіталів (див. рис. 2.1.).



Як видно з рис. 2.1., для розвинутих країн, представлених у табл. В.8. додатку В, зберігається наступна закономірність: короткострокові ставки з високим рівнем статистичної значимості справляють вплив на довгострокові. З одного боку, це суперечить висновкам згаданих японських економістів про тенденцію до послаблення зв'язку між ними, а з іншого, говорить про те, що, незважаючи на глобалізацію фінансових ринків, центральні банки функціонують у середовищі, в якому вплив на внутрішні економічні процеси продовжує зберігатись. Це впливає з виявленого жорсткого зв'язку між ставками ринку грошей, виключно на які можуть впливати органи грошової влади безпосередньо, та ставками ринку капіталів, з якими у тісному зв'язку знаходиться економічна активність, перш за все, інвестиційні процеси, а від так і рівноважні обсяги випуску й споживання.

По-третє, якщо методологічні постулати Сасаки, Ямагучі та Хісади вірні, то в світлі виявленого зв'язку між коротко- та довгостроковими ставками слід припустити, що перші в розрізі країн повинні бути більш волатильні, тоді як другі — менш. На наш погляд, це повинно зумовлюватись тим, що ставки грошового ринку знаходяться під щільним контролем з боку центрального банку і пов'язані з його операційними ставками. Отже, реагуючи на шоки грошового ринку, центральний банк буде маніпулювати своїми ставками, а ставки самого ринку будуть і пристосовуватись до операційних процедур органів грошової влади, і коливатись відповідно до кон'юнктурних та структурних імпульсів. Що ж стосується довгострокових ставок, то ми припускаємо в світлі прийнятого постулату про їх вирівнювання, що вони підпадають під вплив глобальних факторів зниження розсіювання коливань вартості активів, оскільки ринки тяжіють до інтеграції.

Результати, представлені у табл. 2.2. повністю підтверджують наші припущення.

Таблиця 2.2.

Дисперсія коротко- та довгострокових процентних ставок у розвинутих країнах, 2000-2004 рр.

	Дисперсія:		
	короткострокових ставок	довгострокових ставок	спредів
2000	6,43	4,82	0,60
2001	6,19	4,13	0,67
2002	5,03	2,73	1,13

2003	3,09	1,95	0,97
2004	4,21	2,12	0,87

Як видно з даних табл. 2.2., дисперсія довгострокових ставок перевищує дисперсію короткострокових, тобто перші є менш волатильними, ніж другі. Це, відповідно до наших припущень, означає, що ставки ринку капіталів дійсно знаходяться під вирівнюючим впливом з боку факторів глобальної інтеграції ринків, а ставки ринку грошей більшою мірою реагують на зміни у поточній монетарній політиці. Те, що саме за рахунок політики центральних банків короткострокові ставки є більш волатильними, обумовлюється наступним: ставки грошового ринку повинні бути більш чутливими до переливу капіталів, отже, в умовах інтеграції ринків мають вирівнюватись, тоді як вирівнюються саме довгострокові ставки, а значить динаміка перших меншою мірою індукується екзогенними факторами. Звідси випливає, що ставки грошового ринку продовжують знаходитись під контролем центральних банків, а з огляду на щільний зв'язок з довгостроковими ставками це свідчить про певне збереження ефективності монетарної політики щодо впливу на внутрішні економічні процеси. Зауважимо, що в даному випадку під ефективністю розуміється спроможність контролювати інфляцію, а не здійснювати заходи зі стабілізації ВВП та зниження безробіття, оскільки вони в умовах глобалізації стають дедалі нейтральними в силу того, що природний рівень завантаження виробничих потужностей більшою мірою визначається глобальним попитом, тоді як інфляційні процеси зберігають обумовленість внутрішнім сукупним попитом, на який можна впливати через процентні ставки.

Разом з тим, дані табл. 2.2. демонструють існування тенденції до потенційного послаблення ефективності монетарної політики. Це випливає з того, що з кожним роком різниця в процентних ставках в розрізі країн знижується, про що свідчить відповідна динаміка показника дисперсії. Більше того, зниження середньоквадратичного відхилення довгострокових ставок суттєво випереджає динаміку аналогічного показника короткострокових, тобто тенденція до вирівнювання перших є сильнішою, що можна ідентифікувати як тривання процесів інтеграції не тільки фінансових, але й товарних ринків. Зазначене підтверджує

висловлений японськими економістами та іншими дослідниками песимізм з приводу спроможності центральних банків в умовах глобалізації впливати на внутрішню ситуацію, але не спростовує факту щільної залежності між ставками грошового ринку та ринку капіталів в розрізі країн. Щодо поведінки спредів, то більш детальний аналіз див. у нашій праці [73].

Окрім конвергенції довгострокових ставок в умовах глобалізації та інтеграції ринків формується тенденція до підвищення зв'язку між ставками грошового ринку окремих країн та ставками у провідних країнах. Разом з тим, в даному випадку до останніх можна віднести тільки США та зону євро (зокрема, Німеччину, роль якої у зближенні коливань короткострокових ставок у країнах європейської інтеграції була визначальною). Зрештою, саме з грошовим ринком США пов'язана оцінка ступеня інтеграції світових фінансових ринків, що обумовлюється масштабами американської економіки та її значенням при формуванні впливу на глобальні макроекономічні тренди, повною конвертованістю долара, виконанням ним ролі резервної валюти, диверсифікованістю американського ринку, значним використанням долара у розрахунках між третіми країнами та доларизацією окремих країн чи сегментів світової економіки (наприклад, нафтовий бізнес). Епоха золотого стандарту — першої глобалізаційної хвилі — демонструвала високу залежність процентних ставок у різних країнах. Дослідження сучасних процесів фінансової інтеграції також відображають суттєве підвищення взаємозалежності ситуації на грошових ринках різних країн, що особливо актуально в світлі тих перешкод для корельованості ринків, які існували впродовж доби кейнсіанства, асиметричного за рівнем інфляційного зміщення, переходу до плаваючих валютних курсів та переорієнтації на політику зниження інфляції й підтримання стабільності цін.

Наприклад, Дж.Франкель, С.Шмуклер та Л.Сервен, аналізуючи глобальні процеси трансмісії процентних ставок в світлі взаємообумовленості режиму валютного курсу та характеру монетарної політики, констатують суттєву трансформацію зв'язків між динамікою ставок грошового ринку різних країн та ставкою у США. З одного боку, за період 1970-2000 рр. еластичність реакцій

короткострокових ставок у країнах з фіксованим валютним курсом на динаміку американської ставки набагато вища порівняно з країнами, де має місце плаваючий валютний курс, що повністю підтверджує теоретичні висновки про вплив валютно курсового режиму на характер незалежності монетарного вибору щодо внутрішніх макроекономічних цілей. Окрім цього, для розвинутих країна рівень такої еластичності суттєво вище, порівняно з країнами, що розвиваються, адже останні менш інтегровані у глобальний фінансовий ринок, зокрема через збереження системи валютних обмежень. Але з іншого боку, впродовж 1990-х рр. фактор режиму валютного курсу вже не грає принципової ролі щодо впливу на еластичність зв'язку між ставками грошового ринку різних країн і ставками у США. І фіксовані валютні курси у країнах третього світу і плаваючі — у розвинутих країнах — формують передумови для приблизно однакової залежності від коливань ставки у США. Причому, саме на 1990-ті припадає така трансформація, оскільки впродовж 1970-х та 1980-х рр. режим валютного курсу дозволяв суттєво послаблювати залежність коливання короткострокових ставок і у розвинутих країнах, і у країнах, що розвиваються, від флуктуацій ставок на американському грошовому ринку [330]. Згадані економісти також відзначають посилення ролі євроінтеграційних детермінант корельованості процентних ставок у Старому світі, що можна вважати формуванням певної силової тенденції у сфері волатильності грошових ринків, альтернативних американському. М.Фратзшер конкретизує цю тенденцію, констатує факт формування ситуації, коли в тих чи інших малих економіках процентні ставки корелюються ситуацією у великих країнах, з якими перші мають щільні зв'язки (зокрема пов'язаність ділових циклів) [332]. Звідси можна зробити висновок, що процентні ставки дедалі сильніше визначатимуться не на рівні окремої країни, навіть незалежно від режиму валютного курсу.

З вищесказаного випливають наступні принципові наслідки для монетарної політики в умовах глобалізації:

по-перше, якщо довгострокові ставки вирівнюються в розрізі країн (принаймні найбільш розвинутих), а короткострокові менш схильні до таких тенденцій в силу того, що ринки не повністю інтегровані і феномен домашнього зміщення таки існує,

то посилення корельованості динаміки останніх флуктуаціями ставок грошового ринку у США відображає подальше звуження можливостей центральних банків впливати на внутрішні кон'юнктурні збурення з допомогою своїх операцій на грошовому ринку. Таке звуження визначається залежністю між національними та американським ринком, яка формується під впливом глобальної інтеграції у сфері фінансового посередництва. Тобто, якщо послаблення зв'язку між короткостроковими ставками, на які впливає центральний банк, та довгостроковими, які визначають ділову активність і вирівнюються в розрізі країн, погіршує загальну стабілізаційну ефективність монетарної політики, підвищуючи її нейтральність, то корельованість короткострокових ставок зменшує заділ зв'язку між ними, потреба в якому випливає з орієнтації на внутрішні макропріоритети, знижуючи вірогідність їх досягнення безвідносно до екзогенних чинників;

по-друге, інтеграція ринків, свідченням чого є тенденції у сфері динаміки процентних ставок, формує системне середовище для утворення глобальної рівноваги, в якому монетарна політика дедалі більше буде виступати в ролі ендогенного параметру розвитку економічної системи окремої країни, зберігаючи при цьому свою превалюючу орієнтацію на внутрішню рівновагу. Внаслідок цього нейтральність рішень центральних банків буде не тільки посилюватись, але й викривлюватись з огляду на роль країни та її фінансового сектора у координатах глобальної економіки.

З вище здійсненого аналізу випливає, що в умовах глобалізації взаємозалежність монетарної політики визначається не міжнародною валютною системою, а характером функціонування глобальних ринків. Причому, утворення останніх призвело до виникнення глобальної макроекономічної рівноваги, яка вже сама собою справляє вплив на макроекономічну політику окремих країн та відповідні процеси у них, послаблюючи їх обумовленість та каузальність монетарними рішеннями національних центробанків. Глобальну рівновагу можна визначити як ситуацію, коли попит і пропозиція взаємодіють на рівні усієї глобальної економіки, приходячи до рівноважного стану під впливом глобального ринкового саморегулювання. Основною передумовою формування глобальної

рівноваги є інтеграція відокремлених ринків, які перетворюються на один єдиний глобальний ринок, що зберігає та відтворює риси, які властиві окремим ринкам — його складовим. Як наслідок, макроекономічні процеси на рівні окремої країни відбуваються в її силовому полі.

Варто відзначити, що вплив глобальної рівноваги на монетарну політику відбувається як за рахунок фіскальних дій урядів, так і за рахунок рішень центральних банків. Важливість врахування впливу бюджетно-податкової політики на монетарну впливає з того, що вона має реальні наслідки для динаміки ВВП, інфляції і процентних ставок, що видно, наприклад, з виявленого зв'язку між зростанням автономних бюджетних видатків на 1% щодо ВВП у США та зростанням ВВП у самих США, решти ОЕСР, їхніми поточними рахунками, рівнями інфляції та процентними ставками. Зауважимо, що негативний вплив на прискорення інфляції та підвищення процентних ставок має фіскальна експансія США, порівняно з аналогічними діями решти розвинутих країн, що відображає еластичність американського попиту на імпорт по фактору зростання урядових видатків [466, с. 562].

Інша небезпека для світової економіки впливає з появи глобального ефекту витіснення приватних інвестицій внаслідок боргового фінансування зростання державних видатків [94]. Емпіричні дослідження даного феномену також відображають значимість зв'язку між глобальними запозиченнями та процентними ставками. В.Танзі та Д.Фаніцца стверджують, що суттєве зростання державної заборгованості у розвинутих країнах впродовж 1970-1994 рр. призвело до підвищення світових процентних ставок на 150 базисних пункти [486]. Дещо відмінне дослідження Р.Форда та Д.Лекстона виявляє, що починаючи з 1980-х рр. зростання державної заборгованості розвинутих країн призвело до підвищення світових процентних ставок від 250 до 450 базисних пункти, безвідносно до того, як на це вплинуло загальне зростання обсягів запозичень через фінансові ринки у світі в цілому. Причому, лібералізація фінансових ринків справила безпосередній вплив на те, що ефект витіснення набув глобального резонансу [326]. До подібних висновків доходять дослідження у МВФ. Згідно них зростання співвідношення

чистої заборгованості до ВВП у світі на 20% призводить до підвищення світових реальних процентних ставок на 100 базисних пункти, це, у свою чергу, індукує зменшення вартості світового капіталу на 10,5%, внаслідок чого зниження факторної продуктивності зумовлює зниження світових обсягів виробництва на 3,75%, а світових обсягів споживання на — 2,25% [518, с. 86-90].

З останнього випливає, що внаслідок зростання державного боргу у міжнародній економіці падіння виробництва випереджатиме зниження споживання. Природно, що внаслідок цього баланс заощаджень та інвестицій на рівні окремої країни вийде з рівноваги, а його покриття відбуватиметься за рахунок припливу капіталу з-закордону. Тобто зростання позикової активності у великих економіках позначатиметься на відсмоктуванні ресурсів з решти світу. Особливо небезпечним це є для країн, що розвиваються, оскільки суверенні та приватні ризики на одиницю норми процента у них вищі, ніж у розвинутих країнах, отже підвищення процентних ставок на глобальному рівні відобразатиметься на відпливі капіталу з них у ті країни, де рівень суверенного ризику є нижчим.

Зауважимо, що зростання процентних ставок на міжнародних ринках внаслідок фіскальної експансії справляє негативний вплив на країни третього світу і у інший спосіб. Так, тенденція до підвищення доходності на ринках грошей та капіталів у розвинутих країнах створює ситуацію, коли інвестори втрачають чіткі орієнтири розмежування суверенних ризиків в розрізі країн (в світлі проблеми асиметрії інформації), екстраполюючи зростання процентних ставок у них на решту світу. Як наслідок, позичальники з решти світу стикаються з проблемою явно завищених процентних ставок, які не відображають зв'язок між фундаментальними факторами макроекономічної стабільності і суверенним ризиком, через що їх мотивація здійснювати запозичення послаблюється, а вигоди від глобалізації фінансових ринків, які би мали дозволити більше ефективно здійснювати міжчасове згладжування споживання та інвестицій, розсіюються. При цьому, асиметричне положення розвинутих країн, порівняно з рештою світу, також зумовлюється ефектом резервної валюти, оскільки їхня фіскальна експансія завжди буде меншою мірою впливати на зростання їх внутрішніх процентних ставок через існування

значного зовнішнього попиту на їх національні інструменти державного боргу, який, зокрема, формується закордонними центральними банками, що здійснюють у них розміщення своїх міжнародних активів.

Окрім цього, негативний вплив на процентні ставки може справляти і монетарна політика розвинутих країн. Наприклад, прецеденти цього вже існували, яскравим свідченням чого є вплив рестриктивної політики ФРС 1979-1982 рр. на стан зовнішньої заборгованості країн третього світу. Так, В.Кузнецов прямо вказує на зв'язок між політикою центрального банку США та ескалацією кризи міжнародної ліквідності [91, с. 5]. Відплив капіталів з міжнародних ринків, спричинений підтриманням високих процентних ставок та завищеного валютного курсу у США, зокрема, для залучення прямих інвестицій для фінансування економічного зростання та покриття наростаючого дефіциту платіжного балансу, суттєво збільшив виплати країн третього в рахунок обслуговування зовнішніх боргів. Так, Л.Федякіна стверджує, що впродовж 1973-1983 рр. ці платежі зросли з 16 до 96 млрд. дол. США [171, с. 72].

До того ж, кореляція ставок (див. вище) ставить центральні банки різних країн у відмінне становище, що тільки посилюється утворенням глобальної рівноваги, на яку розвинуті країни можуть впливати більшою мірою, ніж ті, що розвиваються. Тобто, факт кореляції передбачає звуження можливостей впливу на внутрішню кон'юнктуру безвідносно до екзогенних шоків, а відмінності в реакції фінансових ринків на коливання таких ставок у різних за значенням у світовій економіці країнах знову таки більше негативно відображаються на країнах третього світу, порівняно з розвинутими. Наприклад, В.Арора та М.Керісола стверджують, що монетарна політика ФРС справляє істотний вплив на спреди між ставками країн з ринками, що виникають, та ставками американського грошового ринку. Незважаючи на те, що специфічні покраїнні фактори зберігають свою актуальність при визначенні величини суверенного ризику, зазначені спреди все одно формуються під впливом процентної динаміки у США (зростання ставок тягне за собою підвищення спредів), оскільки ринки в цілому корельовані [201].

Іншим аспектом прояву глобальної рівноваги, що має принципове значення для монетарної політики, є виникнення залежності між динамікою доларової бази та світовими цінами. По-суті, в даному випадку мова йде про те, що інтеграція ринків створює передумови для того, що релевантність припущень кількісної теорії грошей, елімінуючись на національному рівні, переходить на глобальний рівень. Існування такого зв'язку обумовлюється трансмісією в обсягах пропозиції резервних активів, в першу чергу у США, долар яких наразі є найбільш затребуваною валютою для формування авуарів та міжнародних розрахунків. Зростання доларової пропозиції, зокрема в наслідок фінансування значного зовнішнього дисбалансу США, призводить до зростання обсягів зовнішніх резервів в цілому по світу, відповідно збільшуючи покриття національної грошової бази, і тим самим створюючи передумови для внутрішньої монетарної експансії. (Альтернативно, зростання внутрішньої грошової пропозиції на рівні окремої країни може зумовлюватись збільшенням пропозиції доларів на світових ринках за рахунок намагання не допустити, як у часи Бреттон-вудської системи, ревальвації національної грошової одиниці.) Так, динаміка “світової доларової бази”, яка складається з доларової готівки та доларових резервів усього світу, корелює з динамікою цін на продукти харчування та енергоносії з лагом у 2 роки [110, с. 809-810].

Звідси випливає, по-перше, що контроль над інфляцією на національному рівні вже не може повною мірою відповідати імперативам орієнтації на внутрішньокраїнні фундаментальні процеси. Екзогенно зумовлений тиск глобального попиту, індукованого динамікою “світової доларової бази”, на глобальну пропозицію так чи інакше позначатиметься на інфляційних процесах окремих держав, у яких трансмісійний механізм монетарної політики зазнаватиме суттєвої трансформації в напрямку послаблення залежності між ціновими процесами та монетарними змінними. По-друге, різні країни асиметрично пристосовуватимуться до глобально індукованих змін рівнів цін, оскільки в них рівень довіри до центральних банків, структура внутрішнього попиту, секторна структура економіки тощо є відмінними. Це також робить слаборозвинуті країни більш вразливими до зазначеного глобального резонансу монетарної політики у

світі, що пов'язано з вищими процентними ставками у них, більш провокативними інфляційними очікуваннями, низькою продуктивністю праці, високим рівнем валютної субституції.

Отже, ми аналізували вплив відкритості на монетарну політику на прикладі найбільш розвинутих країн, що входять в ОЕСР, розглядаючи його як модельний, з огляду на їх більш істотну втягнутість у процеси глобалізації. Але формування глобальної рівноваги та виявлений відмінний вплив пристосування до неї в розрізі розвинутих країн та країн третього світу відображає істотну диференціацію впливу глобалізації на макроекономічну політику у них. Табл. В.9. додатку В ілюструє характер впливу наслідків макроекономічної політики у великих економіках для малих в світлі функціонування механізму глобальної рівноваги.

Вище виявлені трансформації монетарної політики в умовах глобалізації спираються на макроекономічний аналіз, проте не враховують їх інституціональної обумовленості. Важливість останньої випливає з того, що вона, з одного боку, справляє двосторонній вплив на поведінку органів макроекономічної політики, а з іншого, — є зовнішнім проявом іншої важливої тенденції, релевантної глобалізації, а саме — інституціональних змін в системі факторів монетарної політики і їх значення для процесів конвергенції у сфері організації центральних банків.

2.3. Інституціональний вимір трансформаційних процесів у монетарній сфері

Проведений аналіз системних змін у макроекономічному середовищі функціонування центральних банків в умовах глобалізації та виявлена реальність її впливу на фундаментальні параметри монетарних процесів (інфляція, крива Філіпса, процентні ставки тощо) дозволяють констатувати глибину трансформаційних процесів у сфері грошово-кредитного регулювання у сучасній міжнародній економіці. Проте, глибина впливу глобалізації, в даному випадку, на монетарну політику також повинна ідентифікуватись у закономірностях та тенденціях інституціональних змін. Це обумовлюється тим, що процес трансформації інституціональних структур, які багато в чому формуються еволюційно і в багатьох випадках мають формально-легітимізований прояв, потребує достатньо потужних

сил, що індукують системні зміни у внутрішній логіці побудови та зовнішнього профілю таких структур. Відповідно, чим інтенсивнішими будуть процеси глобалізації, тим більшою мірою вони повинні втягувати в свою силову орбіту інституціональні трансформації.

Щодо самих інституціональних факторів монетарної політики, то до них можна віднести: основне завдання центральних банків та характер їх незалежності. Зауважимо, що ці фактори знаходяться між собою і взаємодоповнюючому зв'язку (як це показано у параграфі 1.3.), оскільки є фундаментальними елементами системи центрального банку в світлі визначення його історичного типу. Тобто, незалежність органів грошової влади буде функціональною передумовою ефективного виконання поставленого завдання, або реалізації делегованого мандату, а саме завдання (мандат) є верифікаційною формою самої незалежності, хоча виконує ряд дещо інших принципових функцій в світлі інституціонального оформлення цільових установок макроекономічної політики.

З останнього випливає, що зміна мандатів центральних банків є інституціональним відображенням трансформації монетарної політики зокрема, і макроекономічного механізму держави в цілому, хоча вона відбувається під егідою реформування їх статусу, що кодифікується інтегральним принципом незалежності, який безпосередньо задається інституціональними параметрами.

Процес макроекономічної, а згодом інституціональної адаптації до глобалізаційних процесів став відображенням сформованої тенденції трансформації ролі держави в економіці. Так, редакція визначальних підойм кейнсіанського макрорегулятивного механізму з його орієнтацією на вирівнювання ділового циклу та стимулювання попиту окреслила напрямок його реформування. Але, подальші зміни були радикалізовані посиленням неоліберальних витоків процесу трансформації засад державної участі в економіці на початках 1980-х рр., що розглядались в загальному контексті послаблення етатичного навантаження на ринкові процеси та боротьби з інфляційним зміщенням. Власне, усвідомлення неспроможності вирішувати проблему підвищення природного рівня ВВП та зайнятості з допомогою монетарних стимулів та негативні наслідки інфляції заклали

фундаментальний тренд в напрямку підвищення відповідальності центральних банків за грошову стабільність. Відповідно, послаблення ролі органів грошової влади у засадничих процесах визначення траєкторій економічного зростання цілком співвідноситься з посиленням орієнтації господарського розвитку на зовнішньоекономічні зв'язки. Прояв функціонального змісту вибору в системі “трилеми” в даному випадку відображає діяльнісний вектор участі центральних банків у зміні фундаментальних засад державного втручання в економіку, що створило базові передумови для розвитку другої хвилі глобалізації, тоді як трансформації їх макроекономічного середовища під впливом самої глобалізації викликали до життя потребу у відповідних адаптивних кроках. Проте, загальний зміст останніх тільки конкретизує утверджену тенденцію до зниження статусу державного втручання у макроекономічні процеси, тим самим створюючи підґрунтя для відтворення базових засад орієнтації на домінування ринкового саморегулювання, що кристалізується на площинах глобалізації.

Така ситуація формує своєрідну двоєдиність процесів редакції механізму макроекономічного регулювання (з відповідним підвищенням орієнтації економічного розвитку на фактори світогосподарських зв'язків) та адаптацію до глобальних процесів, які утворюють динамічний модус сучасних трансформаційних процесів. Проте фактор глобалізації повинен розглядатись як самодостатня їх детермінуюча сила, що особливо рельєфно простежується на рівні функціонування центральних банків та їх інституціонального забезпечення. Постановка даного питання впливає, по-перше, з того, що еволюцію органів грошової влади можна розглядати як самодостатній факт, а по-друге з того, що багато дослідників розставляють акценти на внутрішньо-макроекономічних чинниках при інтерпретації теперішніх інституціональних змін у монетарній сфері. Власне, такий ракурс робить неповною матрицю детермінант, що обумовили відповідні макроекономічні зміни, реакція на які затребувала відповідної інституціональної адаптації.

Так, інституціональний вираз участі центральних банків у системі макроекономічного регулювання проявляється на рівні їх мандату та незалежності, тобто вони, в даному випадку, є факторами монетарної політики. Відповідно,

намічений за часів панування монетаризму тренд до підвищення автономії центробанків з метою забезпечення стабільності у сфері грошової пропозиції (що вписується у більш загальні процеси неоліберального реформування державної активності) створив підґрунтя для впровадження елементів сучасного історичного типу центрального банку, в якому домінуючими рисами є забезпечення цінової стабільності та високий рівень незалежності, але вийшов на якісно новий рівень саме завдяки процесам глобалізації. Наприклад, К.Ноєр стверджує: “З позиції сьогодення, підтримання цінової стабільності виглядає як найбільш природне завдання центральних банків. Аналізуючи повоєнні роки, можна виявити, що це завдання не завжди ставилось перед центральними банками, тим більше — не завжди досягалось. У цьому розумінні, досвід 1970-х та першої половини 1980-х дозволив чітко окреслити наступних три принципи: перший — інфляція є яскраво вираженою перешкодою для стабільного економічного зростання; другий — центральні банки не в стані виконувати декілька різних, потенційно взаємо заперечних завдань; третій — їхня незалежність є сутнісною необхідністю для захисту довгострокових цілей, що полягають у забезпеченні стабільності цін на товари” [439]. У даному ствердженні, яке повністю відображає домінуючий напрям перетворень у сфері функціонування центральних банків, робиться наголос на тих макроекономічних детермінантах змін, які релевантні рівню національної економіки. Але, як показано у параграфах 2.1.-2.2., такі зміни відбуваються у своєму системному зв’язку з процесами глобалізації, отже і інституціональні зміни у сфері функціонування органів грошової влади не просто супроводжуються їх актуалізацією, а знаходяться у каузальних зв’язках з ними.

Відповідно, трансформація основного завдання центральних банків є безпосереднім наслідком глобалізації і є відображенням принципових інституціональних змін у середовищі проведення монетарної політики. Наприклад, П. де Ліма, А. де Серрес та М.Кеннеді констатують: “Починаючи з ранніх 1990-х, відбулись суттєві зміни в інституціональних структурах центральних банків, так само як і у сфері проведення монетарної політики... Генеральною рисою зазначених змін є запровадження системи, в якій забезпечення стабільності цін є головним

завданням центральних банків” [405, с. 14]. Те, що зміна основного завдання центральних банків впливає з процесів глобалізації простежується, виходячи з наступного:

переорієнтація побудови матриці засад і принципів макроекономічного регулювання на неоліберальні цінності вимагала підвищення ролі ринкових чинників економічного зростання, зокрема за рахунок їх резонансної каталізації в умовах нарощування процесів інтернаціоналізації, коли господарський розвиток окремої країни дедалі відчутніше визначається її включенням у міжнародну економіку. Це передбачало послаблення ролі монетарних стимулів сукупного попиту для виведення економіки на рівноважний рівень, а необхідність забезпечення мобільності міжнародних капіталів на тлі здійсненого переходу до плаваючих валютних курсів та збереження орієнтації органів грошової влади на внутрішню рівновагу актуалізували потребу у інституціональному закріпленні нового позиціонування центральних банків в системі макроекономічного регулювання, що втілювалось у делегуванні їм мандату на здійснення політики стабільності цін;

неоліберальна модифікація векторів монетарної політики, реалізована під егідою монетаризму, забезпечила системні зміни в середовищі імплементації грошово-кредитного регулювання, але не позначилась на інституціональних змінах у сфері функціонування центральних банків. Відповідно, інституціональні зміни (в даному випадку ми не торкаємось проблеми змін у технології реалізації монетарної політики) відбулися тільки за умов, коли процеси глобалізації остаточно змінили макроекономічний ландшафт світового господарства та структуру зв'язків між фундаментальними макрозмінними на рівні окремої країни;

монетарна політика стає дедалі більше нейтральною, а триваюче підвищення відкритості національних економік міжнародним потокам товарів та капіталів тільки посилює цей процес. Окрім цього, фактор відкритості підвищує ризик макроекономічних втрат від інфляції, потреба в боротьбі з якою вже не може спиратись виключно на відповідні преференції розробників монетарної політики чи політичних груп, які делегують їм повноваження на це, а повинна відображати

легітимні зміни на формальному рівні інституціонального оформлення процесу функціонування центральних банків, тобто зміну їх мандатів. Більше того, підвищення вразливості національних економік до ситуацій на фінансових ринках, що глобалізуються, сприймається у контексті впливу макроекономічної стабільності в країні на бізнес-рішення глобальних фінансових гравців. Стабільність цін в такій ситуації ідентифікується як реальний емпіричний індикатор оцінки ринками макростратегії країни, що позначатиметься на трендах тих величин (процентні ставки, валютні курси, процентні диференціали тощо), які є безпосередніми критеріями прийняття фінансових рішень міжнародними інвесторами;

легітимізація інституціональних змін щодо делегування центральним банкам мандату на забезпечення стабільності цін є принциповим елементом утвердження остовів міжнародного валютного устрою, заснованого на плаваючих валютних курсах. Якщо його (устрою) функціонування визначається зовнішніми домовленостями учасників, то визначення головного завдання органів грошової влади на основі національного законодавства передбачає формування нової системи координат для юститабельного форматування міжнародної валютної системи. В даному випадку, сам факт наділення центральних банків відповідальністю за дотриманням цінової стабільності в країні передбачає, що: по-перше, система плаваючих валютних курсів легітимізується на рівні формальних параметрів, що визначають поведінку центральних банків, отже їхні монетарні зобов'язання, що впливають з участі у міжнародній валютній системі, повинні *a priori* кореспондувати з мандатом (фіксовані курси в такій ситуації можуть розглядатись тільки як елемент реалізації мандату, а не як принциповий елемент валютної системи); по-друге, прив'язка грошової пропозиції до того чи іншого активу буде можлива тільки за умов, що це відповідатиме інституціонально закріпленому примату цінової стабільності в основі поведінки центрального банку; по-третє, на еволюцію міжнародної валютної системи накладаються обмеження у вигляді необхідності додержання принципів її функціонування у відповідності з легітимними рестрикціями, накладеними на поведінку національних монетарних органів і які остаточно утверджують принцип домінування їх орієнтації на

необхідність забезпечення внутрішньої рівноваги. Реалізація цього принципу у різних формах, починаючи з епохи золотого стандарту, тісно пов'язана, як вже зазначалось, з детермінантами глобалізаційних процесів.

На емпіричному рівні це підтверджується тим, що центральні банки практично усіх країн ОЕСР виконують мандат на забезпечення стабільності цін. Причому, такі зміни активно відбуваються когерентно з розвитком глобалізації. Так, зміна мандату в напрямку забезпечення цінової стабільності розпочалась з Франції, де у 1993 р. було радикально змінено інституціональні основи функціонування Банку Франції. Подібні процеси відбулись у Мексиці (1994 р.), у Новій Зеландії (1996 р.), в Австралії, Великій Британії та Польщі (1997 р.), Швеції, Японії та Південній Кореї (1998 р.), Швейцарії (2000 р.), Туреччині, Словаччині та Угорщині (2001 р.), Чехії (2002 р.). Більше того, заснування Європейського центрального банку у 1998 р. також передбачає, що його основним завданням є забезпечення стабільності цін у євроні, що автоматично поширюється і на тих учасників проекту спільної європейської валюти, центральні банки яких не зазнали яскраво виражених інституціональних новацій. Окремо зазначимо, що інституціонального реформування мандату органів грошової влади не відбулося у таких лідерах економічного розвитку як Німеччина та США. Така ситуація обумовлюється тим, що для першої був властивий високий рівень незалежності Бундесбанку з його мандатом на забезпечення стабільності національної грошової одиниці, визначеним ще у 1959 р., а для других тим, що реформування ФРС під впливом монетаристської апологетики відбулося ще у 1978 р., внаслідок чого Система реалізовує так званий дуальний мандат (забезпечення цінової стабільності за досягнення максимальної зайнятості), в якому необхідність досягнення цінової стабільності є першим завданням.

Тенденції інституціонального реформування мандату центральних банків також характерні і для країн Латинської Америки. З одного боку, перша хвиля реформ органів грошової влади відображає широкомасштабні заходи з реалізації програм з макроекономічної стабілізації та структурної адаптації. Проте, дані процеси скоріше відображали реакцію на необхідність приборкання гіперінфляції та

циклічних змін макростабілізації та інфляційного вибуху. В більшості випадків вдалося досягнути суттєвого прогресу у реформуванні операційного каркасу монетарної політики, зокрема з допомогою впровадження монетаристських схем технології поведінки центрального банку на грошовому ринку. Але у Чилі відбулися навіть внесення поправок у Конституцію (у 1980 р.), що гарантували національному монетарному органу вищий рівень незалежності.

З іншого боку, інституціональні зміни у монетарній сфері в даному регіоні напряду пов'язуються з посиленням впливу фінансової інтеграції на необхідність забезпечення макроекономічної стабільності. На цьому наголошує Л.Жакоме, досліджуючи зв'язок між рівнем незалежності органів грошової влади у даній групі країн та інфляційними процесами [382, с. 4]. Так, з кінця 1980-х та впродовж 1990-х рр. інституціональні підйоми функціонування центральних банків у країнах Латинської Америки суттєво змінилися. По-перше, такі зміни пов'язані з тим, що в окремих випадках застереження щодо антиінфляційного мандату були імплементовані на конституційному рівні (це найбільш характерно для Колумбії, Еквадору, Гватемали, Гондурасу, Мексики, Нікарагуа, Парагваю, Перу), а в окремих — на конституційному рівні легітимізувалась політична чи економічна незалежність центральних банків (наприклад, Конституція Бразилії, Чилі та Гватемали має прямі застереження щодо заборон на кредитування уряду) [355, с. 15-16]. Внесення конституційних поправок щодо підвищення статусу монетарних органів та створення рамкових умов для проведення антиінфляційної політики є яскравим відображенням того, наскільки необхідність забезпечення макроекономічної стійкості, асоційованої та пов'язаної з ціновою стабільністю, є важливою в умовах інтеграції ринків, що виникають, у глобальні господарські процеси.

По-друге, інституціональні зміни ґрунтувались на докорінній модернізації законодавства про центральні банки, внаслідок чого їх мандат не передбачає проведення політики, заснованої на засадах дівелопменталізму (за виключенням Венесуели та Гватемали), властивого монетарним заходам впродовж 1950-1970-х рр., і які призвели до інфляції та уповільнення економічного зростання. Зокрема, забезпечення стабільності цін є головним завданням органів грошової влади в таких

країнах як Болівія, Колумбія, Парагвай, а у решти мандат передбачає забезпечення грошової, монетарної стабільності чи стабільності купівельної спроможності національної валюти (подекуди із необхідністю підтримувати стабільність фінансової чи платіжної системи). Така трансформація основного завдання центральних банків країн даного регіону сформувала нові інституціональні рамкові умови для включення монетарних заходів у механізм макроекономічної політики, на формальному рівні закріпивши перехід від прямої участі зазначених органів в заходах по сприянню розвитку, його підтримки з допомогою застосування адміністративно-селективного інструментарію, до загальновизнаної практики (властивої розвинутим країнам) створення монетарних передумов для стабільного розвитку економіки на основі ринкового алокаційного механізму, роль якого в умовах глобалізації тільки посилюється.

Інституціональні трансформації у сфері основного завдання центральних банків не можуть не відображати більш глибокої тенденції, пов'язаної з процесом підвищення їх незалежності. Тобто, наділення їх більш високим рівнем автономії є інструментальним елементом ефективної реалізації антиінфляційного мандату, без чого такі позитивні зрушення не були би закріпленні на операційному рівні. З іншого боку, підвищення незалежного статусу органів грошової влади інституціоналізує увесь спектр їх функціонування, як щодо їх загальної участі в системі макроекономічного регулювання (що виражається через мандат), автономії в процесі формулювання політики та її незаангажованості політико-кон'юнктурними обставинами фіскального чи дистрибутивного характеру (відповідно, — через політичну незалежність), так і щодо свободи вибору монетарних інструментів та права на їх зміну, унеможливлення підтримання м'яких бюджетних обмежень уряду за рахунок емісійної активності чи за рахунок участі на первинному ринку державного боргу тощо (економічну незалежність). Відповідно, одних змін у сфері формального закріплення антиінфляційного призначення центральних банків недостатньо для створення цілісних інституціональних параметрів монетарної політики, які і визначають характер поведінки органів

грошової влади у політичному, макроекономічному та міжнародному зрізі їх діяльності.

Попри те, що тенденція до посилення незалежності центральних банків у світі відображає загальне підвищення рівня несприйняття інфляції і може розглядатись як така, що індукується відповідними перевагами на внутрішньому чи національному рівні, вона має яскраво виражену глобалізаційну обумовленість. Тобто глобалізація привносить самодостатній компонент в необхідність підвищення незалежності центральних банків. В даному випадку, проблема полягає в тому, що широкі емпіричні дослідження та досвід функціонування монетарних інституцій доводить релевантність залежності між статусом центральних банків та інфляцією. З огляду на те, що, як показано у параграфі 2.1., в умовах глобалізації тенденція до інфляційного зміщення послаблюється, відкритість формує природні передумови для зниження інфляції, а макроекономічна привабливість останньої різко падає, проблема незалежності центральних банків може вважатись неактуальною. Однак на практиці ситуація є кардинально протилежною.

Можна виділити наступні фактори, що актуалізують необхідність забезпечення незалежності центральних банків в умовах глобалізації, спираючись на побудову відповідного інституціонального каркасу.

По-перше, це фактори, пов'язані з каузальністю зв'язків між статусом органів грошової влади та динамікою інфляційних процесів. І згідно моделей Ромера та Лейна, і згідно більш широкого концепту конкуренції розташування глобалізація справляє позитивний вплив на приборкання інфляції через негативні наслідки цінових флуктуацій для зростання добробуту за високої мобільності капіталу. Звідси може постати питання про безвідносність статусу монетарних органів щодо характеру інфляційних трендів, адже вони в умовах глобалізації мають знижувальний напрям в силу її дисциплінуючого впливу на національні макроекономічні органи (тобто не тільки на центральний банк). Тобто, оскільки в умовах глобалізації і уряд зацікавлений у проведенні політики стабільності цін, то це, модифікуючи механізм макроекономічної координації, робить вектор на підтримання цінової стабільності самозрозумілим не тільки для центрального банку,

але й для уряду, що представляє певну політичну коаліцію. Однак саме це є викликом сучасним центральним банкам, оскільки можна виділити детермінанти, що штовхатимуть монетарні органи до протилежної поведінки.

Отже, по-друге, це фактори, які визначають потенційну вірогідність (або навіть затребуваність) м'якої монетарної політики, всупереч з її неефективністю в умовах глобалізації. Такі фактори можна сформулювати у три великих групи: ті, які впливають з потреби забезпечення конкуренції розташування; ті, які стосуються оцінки монетарними органами власних макроекономічних можливостей; ті, які впливають зі структурних детермінант м'якої макроекономічної політики.

Щодо першої групи, то можна стверджувати:

а) фіскальна політика в умовах глобалізації стає дедалі більш нейтральною. Можливості запровадження нових податків для здійснення фінансування структурних програм звужуються з огляду на конкуренцію між країнами та регіонами за приваблення капіталів. Стосовно дефіцитного фінансування міжчасового згладжування, то його ефективність хоч і підвищується в умовах глобалізації, наприклад, з огляду на конвергенцію процентних ставок на міжнародних ринках та доступ до закордонних джерел заощаджень, воно може розцінюватись інвесторами як негативний чинник довгострокового зростання, враховуючи те, що макроекономічна вразливість країни підвищується. Відповідно, здійснення контрциклічних заходів чи активістської політики, вмотивованої іншими, аніж циклічні, міркуваннями суттєво ускладнюється з причини неспроможності з допомогою фіскальних регуляторів суттєво збільшити сукупний попит навіть у середньостроковій перспективі, а термін, впродовж якого стимули росту сукупного попиту будуть дієвими, скорочуватиметься мірою підвищення мобільності капіталів;

б) необхідність забезпечення конкуренції країни за приваблення інвестицій актуалізує питання про якість виробничих факторів та інфраструктури. Нові виробництва, стаючи дедалі наукомісткими, вимагають високої кваліфікації населення, розвитку інформаційних систем та телекомунікацій. Інфраструктурні аспекти мотивації до інвестицій також є важливими з огляду на здійснення бізнесу у

масштабах, які виходять за межі одного локалізованого ринку, що вимагає широкого набору якісних комунікаційних мереж. Однак, бюджетні ресурси є обмеженими з огляду на підвищення нейтральності фіскальної політики, що може спонукати уряди вдаватись до тиску на центральний банк з метою фінансування невідкладних видатків на освіту чи інфраструктуру з допомогою емісії. До даної групи проблем фіскальної політики можна віднести також обмежену ефективність перерозподільчих заходів. З одного боку, розвиток глобалізації та науково-технологічних інноваційних процесів сприяє зростанню добробуту, однак це і посилює розшарування у суспільстві, що вимагатиме від урядів реагувати на це підвищенням соціально-дистрибутивної активності. А це, у свою чергу, може послабити мотивацію до праці менш заможних верств, і, що більш небезпечно, спровокувати втечу найбільш освіченого прошарку зайнятого населення з огляду на зростання загальної факторної мобільності і глобальну конкуренцію на ринках праці. Додатковим ризиком є погіршення демографічної структури населення, що підвищує тиск на системи соціального страхування в умовах, коли можливості для запровадження додаткових фіскальних платежів для підтримання їх функціонування в режимі, що забезпечує, хоча б поточний, рівень соціальних гарантій, суттєво обмежуються в умовах глобалізації. Незважаючи на реформи систем соціального забезпечення, що розпочались у більшості країн ОЕСР внаслідок глобалізаційного тиску, перспективи розбалансованості соціальних та бюджетних систем залишаються актуальними (про це свідчать дослідження [405, с. 23-24; 105, с. 431-432]);

в) нейтральність фіскальної політики та сприйняття урядом чи суспільством процесу зменшення інфляції як чогось природного може загострити проблему зміни меж відповідальності макроекономічних органів, зокрема, через визначення за обов'язок центрального банку забезпечувати економічне зростання чи боротись за структурні пріоритети. Одним з засобів для цього урядом можуть розглядатись низькі процентні ставки. Але в умовах, коли останні наближені до нуля, ефективність монетарної політики різко знижується, оскільки попит на готівку теоретично зростає безмежно, а можливість вилучення грошової маси з обігу чи її

розширення через операції відкритого ринку також різко падає. Тому вирішення проблеми нейтральності фінансової політики через тиск на монетарні органи з метою знизити процентні ставки насправді призводитиме до остаточної втрати макроекономічною політикою своєї ефективності.

Стосовно проблеми оцінки центральними банками меж ефективності власної політики, то вона полягає у наступному. Поєднання позитивних для зниження інфляційного фону ефектів глобалізації з мандатом органів грошової влади, що не містить прямих антиінфляційних застережень чи передбачає реалізацію суперечливих завдань, робить монетарну політику вразливою до ідентифікації тої фази ділового циклу, коли надмірне економічне зростання перетне смугу інертності щодо його інфляційних наслідків. Впевнений у актуальності глобалізаційних ефектів щодо зменшення інфляції, центральний банк може не вжити вчасних заходів з переведення монетарної політики у режим рестрикції. Проте неминучість “жорсткої посадки” економіки у такій ситуації підвищуватиме вразливість країни до втрат від різких флуктуацій ділової активності та пристосування ринкових агентів до них та до спекулятивних атак проти її валюти.

Щодо факторів третьої групи, то вони відображають трансформацію природи інфляціогенного процесу в умовах глобалізації. Якщо остання позначається на зниженні інфляційного фону та макроекономічній неефективності росту цін, то зростання інфляції, залишаючись монетарним на сутнісно-детермінаційному рівні, дедалі більше набуватиме ознак структурно-інституціонального характеру. Тобто неспроможність уряду забезпечити функціонування ринкових інститутів, які би опосередковували ефективний алокаційний процес, відображає загальну структурну слабкість економіки країни. Потреба у забезпеченні ефективного алокаційного процесу в умовах глобалізації також зростає з огляду на проблему мобільності капіталу та конкуренції країн чи регіонів за приваблення інвестицій. Можливості груп впливу чинити тиск на прийняття політико-економічних рішень та селективні чи кон'юнктурні урядові дії визначають ситуацію, коли підтримується режим м'яких бюджетних обмежень та, відповідне цьому, послаблення конкуренції і спотворення проходження цінових сигналів. Подібні негативні алокаційні ефекти

можуть мати місце у випадку, коли існують інституціональні бар'єри підвищення гнучкості ринків, в першу чергу ринків капіталу та праці. В ширшому контексті це може стосуватись і жорсткого трудового, соціального чи пенсійного законодавства. Оскільки можливості маніпулювати податковим тягарем обмежені, підтримання таких м'яких бюджетних обмежень та збереження інституцій, які уповільнюють чи ускладнюють дію ринкового механізму, спонукатиме до пошуку компенсацій втрат економічної ефективності. Оскільки такі компенсації мають грошову природу, то їх підтримання на вихідному чи зростаючому номінальному рівні перманентно означає тиск на центральний банк. В таких координатах, залежність останнього від уряду розглядається як один з проявів загальної інституціональної слабкості економіки, оскільки вона дозволяє підтримувати режим м'яких бюджетних обмежень, зокрема, чи зволікати з реформами або ж уникати їх взагалі. А це і буде проявом структурної природи інфляції в умовах глобалізації.

І затримка реформ, і інфляційне зміщення позначатимуться на зростанні втрат добробуту внаслідок негативної оцінки ринками економічної політики, отже мобільність капіталу буде тим фактором, який спонукатиме і до зменшення інфляційного зміщення, і до здійснення структурних реформ. А це, у свою чергу, є аргументом на користь того, що позитивні ефекти глобалізації, зокрема, щодо інфляції, матимуть місце за відповідної стійкої інституціональної системи економіки країни, де незалежність центрального банку розглядається як одна з її найважливіших складових. За таких обставин глобалізація не сама по собі призводить до вирішення проблеми інфляції, а виключно шляхом усвідомлення зростаючих втрат від останньої, мінімізація якої і потребує створення відповідного інституціонального формату монетарної політики.

По-третє, в умовах глобалізації підвищується значимість таких важливих елементів підсистеми центрального банку як транспарентність та відповідальність, які, у свою чергу, визначають рівень незалежності монетарних органів. Наприклад, урядник ФРС Р.Фергюсон стверджує, що "... в умовах сучасних глобально інтегрованих ринків як ніколи раніше важливо, щоб центральні банки та інші фінансові органи поширювали інформацію та вибудовували комунікації з ринками

для ... можливості виявлення спільних інтересів” [315, с. 12], внаслідок чого було би легше запобігати кризовим ситуаціям. І транспарентність і відповідальність інституцій монетарної політики задається інституціонально, оскільки безпосередньо впливає з їх формального статусу і є легітимною формою забезпечення прозорості та зрозумілості здійснюваних заходів, зокрема, обов’язку поширювати інформацію та робити її доступною.

Якщо етимологія переваг транспарентності центральних банків впливає з широко відомих моделей побудови політики на засадах раціональних очікувань, то в умовах глобалізації відкритість та висока мобільність капіталів формують специфічне середовище для зростання значимості транспарентності: необхідно формувати довіру не тільки національних учасників ринку, але й решти світу. Тим більше, не тільки для вітчизняних гравців, але й для глобальних гравців в цілому монетарні рішення центральних банків повинні бути зрозумілі та доступні для відповідного формування очікувань. При цьому важливо, щоб національні та закордонні учасники ринку могли формувати приблизно однакові очікування, інакше асиметричні реакції на дії центробанків можуть суттєво ускладнити досягнення ефективного впливу на макроекономічні змінні. Розмивання меж контактної аудиторії окремого центрального банку вимагає від нього організовувати монетарний процес, спираючись на стандартні в своїй інтерпретації процедури та їх наслідки, оскільки у такий спосіб забезпечується стереотипне (чи стандартизоване) розуміння їх у глобальному середовищі різними учасниками світогосподарських процесів. Також транспарентність може розглядатись як фактор конкуренції за приваблення капіталів, адже в умовах невизначеності, що генеруються глобалізацією, інвестори тяжітимуть до тих ринків, на яких домінує інформаційна симетрія, зокрема, та, що стосується розкриття намірів монетарних органів. У такий спосіб невпевненість інвесторів зменшується поряд зі зменшенням трансакційних чи прямих фінансових витрат, пов’язаних зі страхуванням чи диверсифікацією крайніх ризиків.

Щодо відповідальності центральних банків, разом із підвищенням транспарентності, запровадження формалізованих її критеріїв відображає посилення

інституціональних координат контролю за ними з боку політичної системи країни. Але глобалізація дещо деформує взаємозв'язок між останньою та відповідальністю органів грошової влади. Так, характер та межі відповідальності спираються або на вже формалізовані легітимні вимоги до змісту монетарної політики та її результатів, або калібруються відповідно до політико-кон'юнктурних обставин. В першому випадку наявність чітких інституціоналізованих параметрів відповідальності центрального банку, забезпечуючи його політичну незалежність, суттєво унеможливорює тиск на нього, що виникає внаслідок так званого процесу розм'якшення інститутів демократії (у іншій термінологічній версії, ця проблема асоціюється з так званим випадком “дефіциту демократії”) в умовах глобалізації. Така ситуація потребує додаткового пояснення.

Розглядаючи процес трансформації інтересів учасників суспільного вибору в умовах глобалізації та диверсифікацію самого кола таких учасників під впливом глобальної економічної інтеграції, П.Невелл констатує, що уряд, хоч і продовжує залишатись інструментом виведення спільного знаменника інтересів різних зацікавлених груп, але “автономія прийняття економічних рішень стає компромісом переговорів між набагато ширшим колом соціальних і глобальних економічних акторів, порівняно з традиційним випадком”. Він продовжує: “Більш широкі наслідки структури такого вибору або не-вибору зводяться до контексту проблеми “дефіциту демократії”, що є ключовим елементом визначення характеру відповідальності уряду. В недалекому майбутньому можлива ситуація, коли державне втручання в економіку буде зростаюче формуватись глобальними акторами, через що ми повинні поставити питання: “перед ким буде відповідальна майбутня держава?” [437, с. 4].

Обумовлений глобалізацією процес формування мережевої економіки та у ширшому розумінні — соціокультурних систем — позначається на руйнації традиційних зв'язків в координатах “демократична організація ухвалення економічних рішень – зацікавлені групи – політичні ринки”, які, згідно теорії суспільного вибору, залишаються головними при визначенні змісту та характеру політики, здійснюваної публічними інституціями, зокрема центральними банками.

Так, відмінна мобільність різних виробничих факторів та відмінна мобільність самих факторів в секторному чи територіальному розрізі на тлі утворення глобальних бізнес-павутин зумовлює утворення складної мозаїки інтересів учасників політичних ринків на тлі їх подальшої дезінтеграції, викликаной космополітизацією управлінських рішень. Можна стверджувати, що демократичні інституції, які визначають рамкові умови легітимного функціонування центральних банків та можуть справляти вплив на характер їхньої політики через різного роду формальні та неформальні канали, деформуються та розшаровуються. Більше того, як зазначає згадуваний П.Невелл під впливом наростаючої інтернаціоналізації та втягнення управлінської еліти (навіть урядової) у представництво інтересів глобальних акторів “традиційна функція добробуту країни стає предметом глобального перегляду” [437, с. 2].

Як наслідок, система відповідальності центрального банку та обумовленість його політики суспільним вибором з поглибленням глобалізації можуть зазнати суттєвих спотворень. Це пов’язано з тим, що інтеграція ринків та мережева економіка руйнують традиційні генетичні зв’язки між локалізацією суб’єктів суспільного вибору та спроможністю локалізувати вигоди від його втілення. Наприклад, група громадян як виборців, з огляду на відносну негнучкість ринків праці, схильна формувати політико-економічні преференції, які можна ототожнити з інтересами суспільства. Групи, які обстоюють інтереси бізнесу із замкненим в межах певної просторової одиниці циклом виробництва та споживання, будуть схильні впливати на суспільний вибір так, щоб вигоди від реалізації політики легко локалізувалися. Зокрема, у даних груп можуть формуватись відмінні преференції щодо поведінки центрального банку, які передаються у демократичному процесі органам, що можуть формально чи неформально впливати на монетарну політику. Наприклад, якщо рівновага на політичних ринках для першої групи консистентна з політикою цінової стабільності, то рівновага для другої групи може включати компонент акомодатії шоків, внаслідок чого за рахунок створення інфляції вдасться максимізувати добробут представників такої групи.

Наявність таких двох груп в цілому відображатиме традиційну ситуацію, коли політика публічних інституцій не виходить за рамки доктрини національної суверенності. Але, глобалізація породжує виникнення третьої групи, преференції якої можуть бути несумісні з тим суспільним вибором, калібрування та втілення якого відбувається у традиційному колі належності до певного політичного замкненого простору. Однак руйнація національних кордонів сучасними відтворювальними процесами, які посилюються утворенням інтегрованих фінансових потоків та мережевих зв'язків між глобальними бізнес-структурами, детермінує виникнення третьої групи, інтереси якої випадають за межі генетичного зв'язку між територіальним принципом реалізації політики та суспільним вибором. А оскільки представники таких груп стають частиною суспільного вибору, то існуючі критерії верифікації адекватності здійснюваної політики суспільному вибору, асоційованому з даною територією, оформленою політично, зазнають глобальної дифузії. Така ситуація, яку можна назвати розм'якшенням інститутів демократії, може стати суттєвим викликом системі відповідальності центральних банків, особливо в умовах, коли вона несформована та неформалізована на легітимному рівні. Оскільки інфляційні преференції суспільства, груп, що можуть мати вигоди від м'якої монетарної політики, та груп, що функціонують на глобальній арені, можуть не збігатись як в принципі, так і у певний кон'юнктурний момент, реальна присутність останньої групи в зв'язних ланках демократичного процесу може послабити або нівелювати його спроможність вимагати здійснення затребуваної політики. Тобто глобальна дифузія політичних преференцій щодо монетарних заходів, які, однак, актуалізуються у легітимних (формальних) демократичних інститутах, створює проблему того, перед ким несе відповідальність центральний банк. Зазначена проблема тісно пов'язана з питаннями його прозорості, адже тільки її високий рівень дозволить ідентифікувати у його поведінці ті дії, які генетично пов'язані з суспільним вибором, та ті, які виходять за його межі в силу глобалізаційно обумовленого розм'якшення демократичних інститутів.

В такій ситуації сильний незалежний статус центрального банку з високим рівнем транспарентності дозволить згладжувати локалізований тиск на нього глобальних гравців, хоча не знімає повністю проблему відповідальності в світлі розм'якшення інститутів демократії. Але в такій ситуації різко зростає затребуваність конвергенційних процесів у сфері інституціонального забезпечення функціонування монетарних органів, оскільки вона дозволить забезпечити симетричність їх статусу та ролі в економіці. А це, у свою чергу, створить рамкові інституціональні умови для того, щоб глобальні гравці були неспроможні отримувати додаткові вигоди від асиметричних за режимом та характером грошово-кредитних заходів у різних країнах, інтегрованих ланцюжками відтворювальних циклів, що забезпечуються бізнес-активністю таких гравців.

По-четверте. З проблем валютно-курсової, отже макроекономічної, стабільності, які є статутним об'єктом роботи МВФ, впливає наступний важливий аргумент на користь незалежності центральних банків в умовах глобалізації. Створення інституціональних підойм для здійснення монетарної політики, зорієнтованої на забезпечення цінової чи грошової стабільності, стає інтегральним виразом мінімізації ризиків валютно-курсових флуктуацій. Оскільки останні є наслідком реакцій міжнародних фінансових ринків на поведінку національних макроекономічних органів, що потенційно призведе до погіршення стабільності в економіці, то створення легітимних рамкових умов запобігання розвитку подій за дестабілізаційним сценарієм розглядається як прямий засіб впливу на очікування щодо динаміки валютних курсів.

Більше того, глобалізація фінансових ринків формує ситуацію, коли межі ефективного антиінфляційного призначення фіксованих валютних курсів різко звужуються. Вона спонукає до вибору такого інституціонального режиму монетарної політики, коли би довіра до неї формувалась безвідносно до характеру обмежень на валютно-курсові коливання. Досвід валютних турбулентностей у середині 1980-х, у 1992-1993 рр., у 1994 р. та у 1997-1999 рр. демонструє факт того, що масштабні спекулятивні атаки відображали оцінку ринками експансивних кроків

монетарних органів у попередньому періоді, очікуючи від них та спонукаючи їх до інконсистентної поведінки.

Так, незважаючи на усі труднощі, які постали перед центральними банками в умовах глобалізації, закономірності їх розвитку відображають те, як глобалізація сприяє формуванню гомогенності економік. В даному випадку, відкриття економіки глобальним процесам демонструє факт того, що на більшість країн вони впливають приблизно однаково, а останні приблизно однаково реагують на їх виклики. Ефективність певної інституціональної моделі в умовах глобалізації дуже швидко космополітизується, з одного боку, відображаючи прагматичний вибір на користь формування ефективного інституціонального каркасу економіки, з іншого, — підсилюючи конвергенційний потенціал глобалізації. Стосовно центральних банків можна стверджувати, — необхідність вибору на користь їх незалежності та формування відповідних інституціональних рамкових умов вже позначились на тому, що відповідні реформи у багатьох країнах демонструють процес посилення такої гомогенності. Реформування національного законодавства про центральні банки впродовж 1990-х рр. відображає факт якщо не повної уніфікації інституціональних умов їх організації та функціонування, то, принаймні, уніфікацію генералізуючої ідеї, яка знаходиться в основі таких реформ (див. табл. Д.1 додатку Д). В даному випадку, підвищення незалежності монетарних органів у багатьох країнах відображає, що якщо глобалізація і не привносить цілковитої гомогенності в процес організації та функціонування національних монетарних органів, то вона уніфікує принципи їх побудови. І саме незалежність та транспарентність центральних банків є таким уніфікованим принципом, реалізація якого стає визначальною закономірністю їх розвитку в умовах глобалізації, незважаючи на відмінності національно обумовленої специфікації їх інституціональних параметрів.

Посилення ролі міжнародних організацій при вирішенні сучасних світових проблем стає своєрідним каналом та рушійним механізмом міграції уніфікованих принципів функціонування національних макроекономічних органів в умовах глобалізації. Щодо центральних банків, то цю роль продовжує відігравати МВФ, який впродовж 1990-х виступив органом, що проводить цілеспрямовану політику на

підвищення їх незалежності, яку можна розглядати як міжнародну доктрину стосовно організації та інституціональних принципів функціонування національних органів грошової влади (див. табл. Д.2.-Д.3. додатку Д).

Важливе місце в політиці МВФ відводиться проблемі транспарентності. З одного боку, підвищення транспарентності вимагається задля запровадження контролю за центральним банком з боку ринків з метою унеможливлення інконсистентної поведінки, а з іншого боку, — політика щодо транспарентності відображає неухильне зростання ваги інформаційної симетрії на міжнародних ринках та у світовій економіці в цілому. Поштовхом для посилення роботи Фонду в напрямку стандартизації національних даних та їх відкритості для міжнародних ринків виступили глибокі потрясіння 1997-1999 рр., які продемонстрували беззаперечну роль інформаційної складової, зокрема у сфері монетарної політики, при забезпеченні глобальної стабільності світової фінансової архітектури. Так, реакцією на проблеми інформаційної асиметрії, які були одними з факторів Азійської фінансової кризи, була розробка програм FSAP — оцінки фінансової стабільності та ROCS — звітності щодо прозорості даних, регулювання та ринкової інфраструктури і запровадження “кодексів поведінки”. Щодо центральних банків, то останні повинні відповідати критеріям незалежності й відповідальності, вимогам щодо відкритості та транспарентності звітності. Власне кажучи, через канали МВФ запроваджується система глобальної транспарентності національних монетарних органів відповідно до стандартизованих та уніфікованих показників та бази даних, які відображають характер здійснюваної монетарної політики у контексті підвищення можливостей адекватного виміру міжнародними інвесторами ризиків, пов’язаних з операціями з валютою даної країни, цінними паперами, деномінованими у дану валюту, прямими та портфельними інвестиціями.

В цьому розумінні, заслуговує на увагу доктринальні зміни в політиці Фонду щодо сфери функціонування центральних банків. Принциповим моментом у реалізації програм зі структурної адаптації, технічного консультування, розширеного фінансування тощо є формування нових інституціональних параметрів функціонування національних центральних банків. По-перше, такі зміни викликані

тим, що створення надійного інституціонального легітимного фундаменту забезпечення незалежності центральних банків є кращою альтернативою слабким політичним рамковим умовам монетарної політики, які не спроможні захистити органи грошової влади від тиску для вирішення широкого кола фіскально-перерозподільчих та макроекономічних проблем, наслідком чого є інфляція та макродестабілізація. По-друге, останні, потребуючи реалізації жорстких стабілізаційних заходів, так чи інакше позначаються на реальному секторі та добробуті країни у короткостроковому періоді, що закладає фундамент для інконсистентної поведінки у майбутньому, незважаючи на ефективність таких заходів у довгостроковому періоді. По-третє, створення інституціонального фундаменту макроекономічної стабільності в країні через реформу легітимного каркасу функціонування центральних банків є менш обтяжливим у борговому контексті. Оскільки реалізація стабілізаційних заходів з МВФ передбачає збільшення зовнішнього боргу, то це, природно, позначається на борговій позиції країни, яка є об'єктом моніторингу міжнародних інвесторів. Створення інституціональної бази для того, щоб центральний банк міг легітимно відсікати інфляціогенний політичний тиск, в цьому розумінні, завжди буде кращою альтернативою, порівняно з циклічними змінами у сфері стабілізації-дестабілізації, які неминуче позначаються на обтяженості країни зовнішнім боргом, уповільненні економічного зростання, втраті добробуту. Відповідно, завжди краще запобігти розвитку дестабілізаційних тенденцій через реалізацію заходів, результатом яких би виступило формування безстрокових інституціональних підвалин для запобігання погіршенню інфляційної, фіскально-емісійної та загальної макроекономічної ситуації в країні, внаслідок чого реалізація програм кредитування для підтримки платіжного балансу з боку Фонду були би зайвими, або суто короткостроковими та такими, які би не перетворились на системну ознаку національної макроекономічної політики. По-четверте, важливо відмітити, що реалізація даної доктрини спирається на якісно інший теоретико-методологічний фундамент, аніж обґрунтування макростабілізаційних заходів, за якими закріпився образ прихильності до монетаризму. Вищеописані тенденції реформування центральних банків базуються на парадигмі нової макроекономіки, яка еволюціонувала з ортодоксальних

рекомендацій теорії динамічної інконсистентності щодо потреби здійснення монетарної політики на основі правила до обґрунтування необхідності імплементації широкого набору інституціональних детермінант монетарного вибору, який би забезпечив одночасно і гнучкість в реакціях на шоки, і дотримання жорсткого курсу на стабілізацію інфляції чи підтримання її на низькому рівні. Відповідно, сучасні доктринальні елементи політики Фонду щодо функціонування центральних банків спираються на якісно нові підходи, порівняно з тими, які мали місце ще десятиліття назад. Тобто в теперішніх підходах інституціональна домінанта є яскраво вираженою.

Висновки до розділу 2.

В сучасних умовах формується тенденція якісної трансформації середовища монетарної політики. Її основними ознаками є: підвищення відкритості національних економік, підвищення факторної продуктивності, зниження інфляції, підвищення гнучкості економіки та зниження волатильності ділового циклу. З одного боку, перелічені фактори (окрім відкритості) традиційно ідентифікуються монетарною теорією як такі, що впливають з характерних трансформацій макроекономічної системи розвинутих країн за останні десятиліття. Втім, кожен з них має прямий зв'язок з процесами глобалізації і повинен розглядатись в контексті їх макроаналізу.

Найбільш принциповою закономірністю макроекономічних трансформацій центробанків є радикальне зниження інфляції. Щодо глобалізаційних детермінант даного явища, то теоретично це пов'язано з тим, що остання підвищує макроекономічну вразливість в умовах високої мобільності капіталів, є фактором погіршення спеціалізації країни та зазнає знижувального тиску з боку підвищення глобальної конкуренції. Однак, емпіричний аналіз виявляє суперечливий характер змін у сфері зв'язків між інфляцією і глобалізацією: 1) монетарна політика стає дедалі більш нейтральною (зв'язок між інфляцією і безробіттям для країн ОЕСР є стагфляційного характеру), оскільки національна сукупна пропозиція дедалі більше визначається глобальним попитом; 2) у великих економіках стагфляційна залежність даних зв'язків є більш яскраво вираженою, ніж в малих; в останніх гомогенно низька інфляція кореспондує з вищою варіацією безробіття, що обумовлено усвідомленням вищої вразливості перед глобальними ринками при проведенні

експансивної політики; 3) відкритість економіки, попри теоретичні припущення, неоднозначно впливає на дезінфляційну тенденцію; скоріше відкритість створює реальні передумови для прискорення динаміки ВВП та факторної продуктивності, а це є фактором уникнення тиску на центробанки щодо створення неефективних монетарних стимулів для пожвавлення економіки; 4) втім, для малих економік спостерігається набагато кращий результат впливу відкритості на інфляцію та безробіття, що є свідченням опосередкованого підвищення ефективності монетарної політики, ніж для великих, для яких відкритість неоднозначно впливає на зайнятість. З цього випливає, що глобалізація не сама по собі вміщує передумови для зниження інфляції (навіть попри дефляційні наслідки жорсткої глобальної конкуренції); останнє є результатом здійснення відповідної політики, яка відображає усвідомлення значних ризиків макростабілізації внаслідок експансивної політики в умовах високої мобільності капіталів.

Вирівнювання процентних ставок в умовах глобалізації також створює додаткові проблеми для монетарної політики, оскільки це послаблює спроможність центробанків впливати на макроекономічні процеси. Однак, тут також спостерігається суперечлива тенденція: 1) за останні десятиліття спостерігається як підвищення синхронності в русі процентних ставок в світі внаслідок повернення до мобільності капіталів, так і посилення тенденції до їх встановлення відповідно до необхідності забезпечення внутрішньої рівноваги; 2) зберігається кореляція між коротко- та довгостроковими ставками для розвинутих країн, однак існує тенденція до вирівнювання довгострокових ставок відповідно до вирівнювання норм доходності на глобальних ринках та посилення впливу факторів платіжного балансу на це; 3) з допомогою дисперсійного аналізу виявлено, що довгострокові ставки вирівнюються швидше, ніж короткострокові, всупереч того, що в умовах високої мобільності капіталів ставки грошового ринку повинні перші реагувати шляхом вирівнювання; те, що так не відбувається, обумовлюється втручанням центробанків у функціонування грошових ринків та пристосуванням фінансового посередництва до процедур реалізації монетарної політики, внаслідок чого короткострокові ставки вирівнюються повільніше.

Виникнення феномену глобальної рівноваги призводить до ситуації, коли реалізація монетарної політики потрапляє в залежність від тенденцій глобального

рівня, на визначення яких може впливати як монетарна, так і фінансова політика найбільших країн. За рахунок цього, центробанки країн, що розвиваються, опиняються у менш вигідному положенні, оскільки вплив експансивної/реструктуризуючої фінансової та монетарної політики розвинутих країн не справляє однозначного впливу на можливості покращити результати власної макropolітики.

На тлі глобалізації актуалізується така закономірність як трансформація інституціонального каркасу центробанків. Зокрема, найбільш яскравим проявом цього є делегування їм мандату на здійснення політики забезпечення стабільності цін. Це є відображенням фундаментальних адаптивних змін у сфері державного втручання в економіку, згідно чого підвищується значення ринкового саморегулювання та інноваційності. Поряд зі змінами мандату, в умовах глобалізації трансформується комплекс інституціональних факторів монетарної політики (підвищення незалежності їх статусу, розрідження інститутів демократії та відрив суспільного вибору від географічно-політичної локалізації країни). Глобалізація створює фундаментальні передумови для затребуваності підвищення незалежності центробанків, оскільки попри елементи природної дефляційності, ризики інфляційної дестабілізації зберігаються (погіршення вікової структури населення розвинутих країн, зростання значення видатків на інфраструктуру та формування людського капіталу, підвищення нейтральності фінансової політики тощо).

РОЗДІЛ 3. ВАЛЮТНО-КУРСОВІ ПРОБЛЕМИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

3.1. Валютно-курсова політика в аспекті фінансової глобалізації

Трансформуючи макроекономічне середовище монетарної політики та інституціональний каркас центральних банків, процеси глобалізації демонструють свою індукованість системними змінами у валютно-курсовому аспекті грошово-кредитного регулювання. 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 над імпортозаміщенням, сповідування розвинутими країнами ідеології фритредерства тощо) виступив фундаментальним фактором прискорення розвитку фінансового сектора. 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% [168, с. 15]. Власне, такий прискорений розвиток торгівлі і зумовив суттєве зростання рівня торгівельної відкритості в цілому у глобальній економіці, а рівень фінансової відкритості зріс ще більш істотно (див. табл. Б.1. додатку Б).

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. Так, 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% [96, с. 130]. В такій ситуації системною ознакою формування детермінант курсоутворення в умовах глобалізації стають не тенденції 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 раніше визначались рівнем розвитку торговельних зв'язків, то на сьогодні такі детермінанти мають природну тенденцію до зміщення у сферу глобальних фінансових трансакцій. Так, табл. 3.1. демонструє масштаби потоків капіталу, які склалися за останній період.

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. 3.2., 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 3.1.

Потоки капіталу розвинутих країн, 1999-2003 [402, с. 30]

	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

Таблиця 3.2.

Індикатори міжнародної фінансової інтеграції країн з ринками, що виникають, % ВВП [402, с. 32]

	1982	1992	2002
Середня чиста зовнішня позиція	-32,6	-24,5	-26,2
Середні зовнішні активи	15,8	24,9	55,5
ПІІ	5,7	10,9	19,6
ПІІ + портфельні вкладення в акції	1,3	3,0	12,1
Середні зовнішні зобов'язання	48,4	49,4	81,7
ПІІ + портфельні вкладення в акції	7,4	11,1	32,9

Як видно з табл. 3.2., 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% [496, с. 15]. 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 гетерогенність 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.

Природно, що нарощування торгівельної відкритості у світовій економіці та обсягів фінансових трансакцій потребує експансії валютних ринків. Так, табл. 3.3. демонструє, що за останнє десятиліття обсяг щоденних оборотів на глобальному валютному ринку практично подвоївся.

Таблиця 3.3.

Оборот на глобальному валютному ринку та нозабіржовий ринок деривативів, млрд. дол. США на день [265]

	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	-

Як видно з даних табл. 3.3., обороти на глобальному валютному ринку ринку досягли значних масштабів і істотно збільшились порівняно з початком другої хвилі глобалізації у середині 1980-х рр. Особливо привертає увагу, що обсяги трансакцій 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 поміж 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 менш 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 умовах [312, с. 1]. 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-курсового 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-курсовому аспекті монетарної політики.

Базовий тренд трансформації валютно-курсового режиму та мета-тенденцій поведінки валютних курсів практично більшості країн світу був закладений процесом руйнації Бретон-вудської системи. За цих обставин факт переходу до плаваючих 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. 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 Бретонвудської системи, або незначно ревальвували щодо долара США тільки протягом середини 1970-х рр. [466, с. 700].

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 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, виміряної 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%) [312, с. 5].

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 що 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, 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 світлі наростаючої інтеграції та структурно-функціонального переплетення їх національних та міжнародних сегментів 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” [312, с. 5], 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 курсу [422].

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. 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” (цит. за [115, с. 49]. 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 країн, але й вона наперед вміщуватиме суттєві викривлення та масштабні відхилення від рівноважних значень, оцінених відповідно до тих чи інших теоретичних припущень [312, с. 5].

Така ситуація відбувається тому, що, плаваючий 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 процесами [325].

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 Бретон-вудської системи питання вибору валютно-курсового режиму для розвинутих країн в цілому не дискутується (в даному випадку ми абстрагуємося від проблем європейської валютної інтеграції, про що буде сказано 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 режимів [484]. 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. 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.

Зокрема, важливою тенденцією у сфері валютно-курсових режимів 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-курсових режимів 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. Е.1. додатку Е). 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, виражені в місяцях імпорту, в процентах ВВП та в процентах до широких грошей є мінімальними, порівняно з другими (див. табл. Е.1. додатку Е). 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. Е.2. додатку Е). 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. Е.1.- Е.2. додатку Е, 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 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 доларизації [457, с. 26, с. 39, с. 62]. 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 фінансовими ринками слабкі.

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 прогнозованої 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 істотну реакцію на валютний курс [342]. Однак, перехід до таргетування інфляції багатьох країн третього світу спростував дане припущення, 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. Наприклад, К.Хо та Р.МакКулей стверджують, що таргетування інфляції може передбачати реакцію на валютний курс [363, с. 3]. 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, оскільки визначення ринками останнього спиратиметься на збіг інфляційних очікувань *ex ante* та *ex post*.

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 більш розвинутою стає країна і чим більшою мірою стає ємним її внутрішній ринок, тим меншою мірою валютний курс може використовуватись як номінальний якір. 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. 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.

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 функції реакцій центрального банку для відкритої економіки, М.Могентрі та М.Клау виявили, що в країнах з ринками, що виникають, валютний курс є суттєвою детермінантою встановлення процентних ставок [428]. 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. 3.4.).

Таблиця 3.4.

Еластичність реакції процентної ставки на динаміку інфляції, ВВП та валютного курсу в окремих країнах з ринками, що виникають [428, с. 11]

	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.

Як видно з табл. 3.4., 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. 3.4., 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-розривом [428, с. 22].

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*). Хо та МакКуллей констатують, що незважаючи на значну різницю в кількісній оцінці даного передавального ефекту, репрезентовану у багатьох дослідженнях, зберігається закономірність: у розвинутих країнах вплив змін валютного курсу на інфляцію є менш вираженим, ніж у решти країн [363, с. 38].

Щодо пояснення цього, то в загальному виділяється чотири фактори. Ними 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. 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 [363, с. 40]. 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. У свою чергу, К.Рейнхарт, К.Рогоффа та М.Савастано [457, с. 39] та П.Гоноген та А.Ші [366] наголошують, що чим вищою є доларизація, особливо доларизація пасивів, тим більше стимулів для центрального банку контролювати валютний курс з міркувань підтримання цінової стабільності. З цього можна зробити висновки, що рівень доларизації залишається суттєвим фактором намагання обмежувати коливання валютного курсу з міркувань контролю за інфляцією у країнах, що розвиваються. Отже, 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, зміною 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 нівелювався. 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-курсового 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% [312, с. 17]. В цілому даний процес відображає глибокі структурні зміни, які відбулися в країнах, що розвиваються, внаслідок чого їхній експорт з високим ступенем обробки почав витіснити 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 стабільності. Так, у дослідженні МВФ зазначається, що структура експорту та характер ціноутворення на глобальних ринках в сукупності справляють безпосередній вплив на затребуваність того чи іншого вибору щодо стабільності валютних курсів [302]. 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 у національній валюті. 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-курскових 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 Г.Кальво та К.Рейнхарт, значення курсових коливань для зовнішньої торгівлі диференціюється в розрізі країн. Чутливість торгівельних потоків розвинутих країн до коливань валютного курсу, є набагато нижчою, порівняно з країнами, що розвиваються, включаючи країни з ринками, що виникають [252]. 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-курсowego фактора детермінації зовнішньоторговельних потоків.

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 новою тенденцією, яка отримала назву

“страху перед плаванням” (*fear of floating*) і на сьогодні вважається основним фактором 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 зтяжним, хоча дані економісти окремо на цьому не наголошують [250].

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

як видно з табл. Е.1. додатку Е, 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. 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 довірою [250, 251];

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 [400];

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 [330]. Теоретично мала би спостерігатись протилежна ситуація, адже, за визначенням, плаваючі курси створюють передумови для вищої автономії монетарної політики від екзогенних факторів. 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.

Отже, 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. Втім, в умовах наростаючої мобільності капіталів така практика становить суттєву загрозу для макроекономічної стабільності. 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” [312, с. 23]. 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 політики, 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 політики [363, с. 31-32]. Звідси випливає, що ефективність чи неефективність стерилізаційних операцій зумовлюватиметься тим, наскільки реакція центробанків на коливання валютного курсу буде вписуватись у транспарентні рамки експліцитного контролю за кінцевою інфляційною ціллю.

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) затребує 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 задля забезпечення стабільності цін.

3.2. 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.

Модель “спорожнення середини” спектру валютно-курсівних 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 [312, с. 41-44]. Стосовно першої групи країн, то, як демонструє табл. Є.3. додатку Є, 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 глобалізації.

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 [359, с. 4]. Оскільки кожна з таких альтернатив передбачає або тісну інтрарегіональну інтеграцію, або 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, то для більшості країн третього світу властива інша ситуація. Демократизація далеко не завжди супроводжується ефективною монетарною політикою, і тільки визрівання громадянського суспільства дозволяє сформувати відповідні передумови для ефективності центробанків у боротьбі з інфляцією [111, с. 15]. Особливий інтерес до даного монетарного устрою з'явився після того, як у 1983 р. він був запроваджений у Гонконгу, а 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, але, саме головне, — він забезпечував грошову стабільність у відповідних територіях. Здобуття незалежності багатьма країнами позначилось на швидкому занепаді валютних рад і, зрештою, погіршенні макроекономічної ситуації. 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 [113, с. 79];

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. Так, 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 нерозвинутою [119, с. 9].

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. Втім, така аргументація наголошує здебільшого 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. Є.5. додатку Є) 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. Є.6. додатку Є). Як видно з табл. Є.6. додатку Є, 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. Тим не менше, волатильність короткострокових ставок в системі валютної ради є вищою, порівняно з системою центрального банку [359, с. 34].

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 і при цьому, обсяг таких резервів значно вищий порівняно з країнами, де не функціонує режим валютної ради [359, с. 34]. 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 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 неможливо 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 Центральньоафриканські 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 специфіки 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 відпливу 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. 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 глобалізації [8, 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 пасивів [457, с. 5].

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. 3.1.).

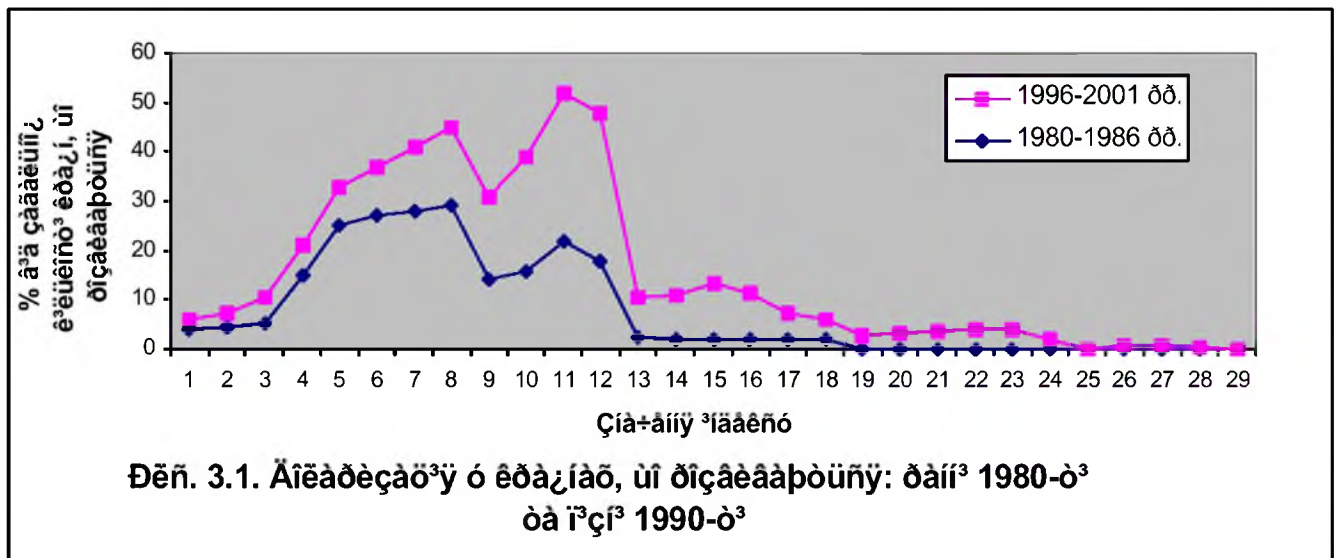


Рис. 3.1. демонструє розподіл індексу часткової доларизації (пасивів) в процентному відношенні до країн, що розвиваються, обрахованого згадуваними Рейнхарт, Рогоффом та Савастано [457, с. 13]. Даний індекс складається з трьох компонентів: банківські депозити у іноземній валюті як частка широких грошей, 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. 3.1., відображає ситуацію зростання рівня доларизації в світі.

Стосовно проблеми повної доларизації, то її теоретичне обґрунтування достатньо відрізняється в залежності від ракурсу аналізу. Наприклад, С.Моїсєєв в основі поділу теоретичних підходів до даної проблеми розглядає рівень аналізу — макроекономічний чи мікроекономічний [113, с. 84-87]. 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 принцип “суверенітету споживача”, згідно якого економічний агент здійснює вибір тих інструментів трансакцій (в даному випадку — валюти деномінації), які приносять йому максимальну корисність.

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. Більш детальний аналіз підходів до теоретичного обґрунтування доларизації, які етимологічно не пов’язані з глобалізацією, здійснено нами у [56, с. 34-35]. В основу теоретичного обґрунтування доларизації в світлі процесів глобалізації слід покласти наступні підходи.

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 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 кризою [254]. 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. Подібною є модель Г.Бланко та П.Гарбера (ймовірність девальвації описується кривою J відповідно до включення у структуру процентних ставок ризику девальвації: після девальвації ризик нової девальвації низький, що спонукає до збільшення споживання, а згодом він підвищується, тягнучи за собою зростання ставок і зменшення споживання) [226].

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*). 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-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 спад [246].

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% [96, с. 184]. 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 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 зростає [423, fig. 1-3].

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 [423, с. 1].

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 здебільшого падінням процентних ставок у США [248]. 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. 3.5. демонструє наведені тенденції.

Таблиця 3.5.

Приплив капіталів в країни з ринками, що виникають, млрд. дол. США
[346, с. 140]

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

Як видно з табл. 3.5., 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. Щодо 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.

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 диверсифікації [500]. Г.Кальво та Е.Мендоза причину волатильності глобальних ринків розглядають з позиції інформаційного підходу [249]. Згідно них, 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 волатильність 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 однакова, з причини того, що на них діють специфічні шоки [423, с. 9-13].

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. 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 місцем, 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” [301, с. 1]. Важливість саме валютних курсів, на думку даних економістів, обумовлюється тим, що саме вони визначають обсяг потоків капіталу. Вони є ключовою детермінантою процентних ставок та глобальних кредитних умов, а також вони щільно пов'язані 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*) [301, с. 2-18].

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*. 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. В аспекті валютно-курсової 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 феноменом “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.

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 призводить 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 проблематичним [312, с. 15]. 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 тягара 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 не вигідним.

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 короткострокових 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;

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.

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. 3.6.).

Таблиця 3.6.

Строкова структура корпоративних боргів в азійських країнах за рік до кризи, % [301, с. 45]

	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.

Як видно з табл. 3.6., 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 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%) [301, с. 47].

Стосовно іншого важливого аспекту гіпотези “первородного гріха” — неможливості запозичувати закордоном у власній валюті, то дані табл. Є.7. додатку Є її підтверджують: можливість країн з ринками, що виникають, запозичувати зовні у власній валюті як через облігаційні, так і через банківські джерела, суттєво поступається розвинутим країнам. В сукупності це позначається на тому, що рівень валютного ризику, який припадає на усю економіку, є набагато вищим у перших.

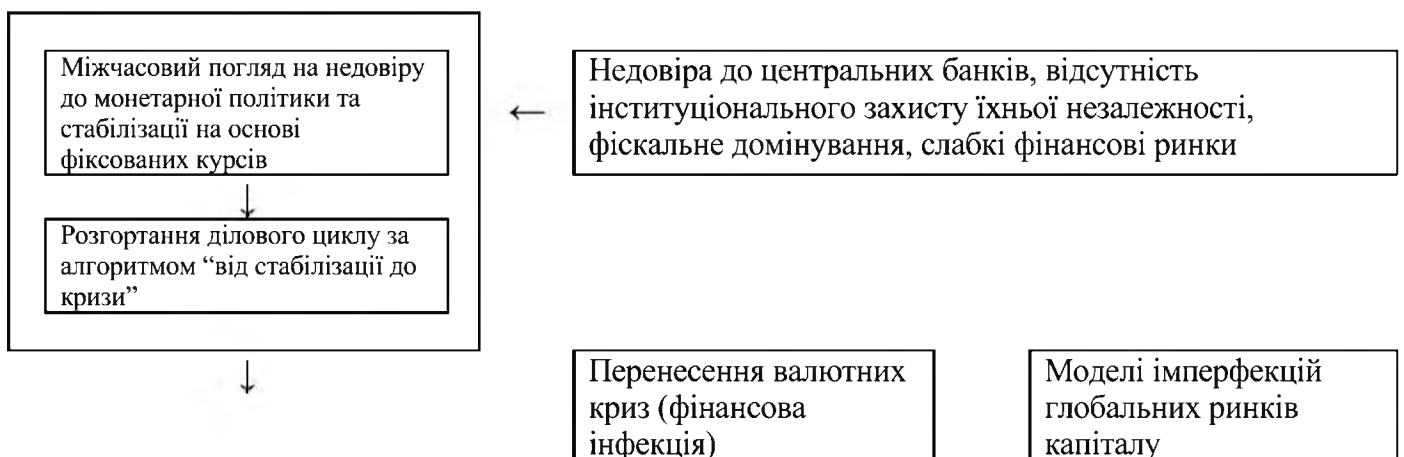
Окрім цього, самі масштаби фінансових ринків у країнах третього світу є набагато меншими, ніж у розвинутих країнах. Наприклад, співвідношення суми емітованих акцій, облігацій та банківських активів до ВВП за даними на 2002 р. в середньому в світі складає 467,7%. При цьому, для ЄС воно становить 610,7% (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% [346, с. 143]. 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” [301, с. 3-4]. Враховуючи проведений аналіз даних теоретичних підходів, можна виявити гносеологічну структуру обґрунтування вибору на користь доларизації в умовах глобалізації, що відображено на рис. 3.2.

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 торгівельних 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.



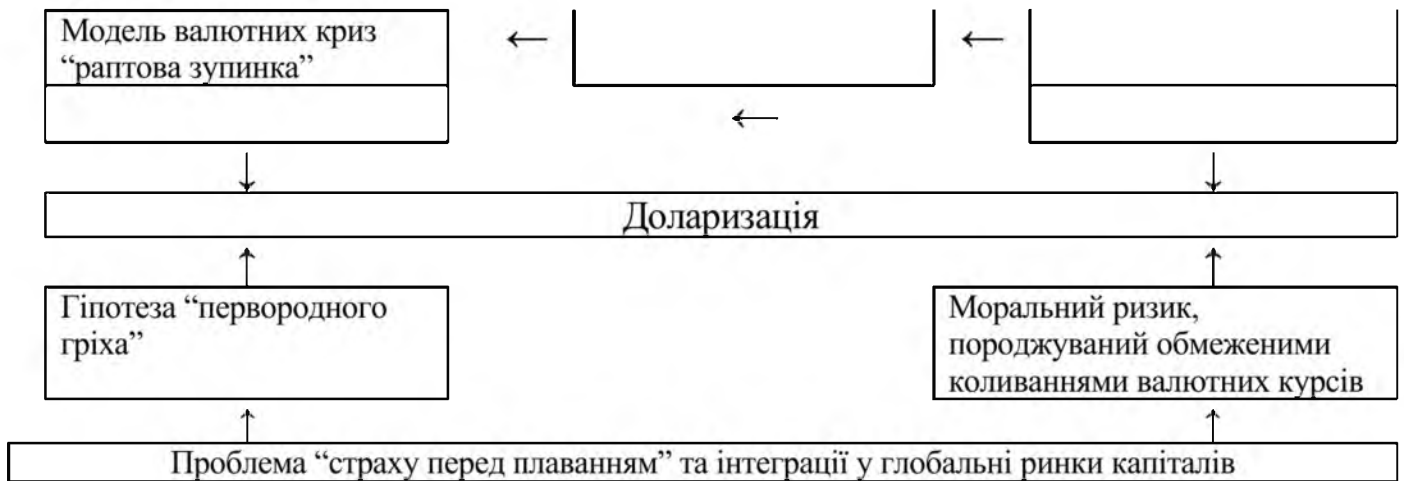


Рис. 3.2. Структура теоретичного обґрунтування доларизації в умовах глобалізації

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 капіталів отримуватимуть стимули для розвитку, оскільки проблема довіри до центрального банку не буде актуальною. 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 регіону [301, с. 50-52]. 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.

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 отримують 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.

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. Доларизація практично виключає можливість застосування валютно-курсового інструментарію адаптації 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 розвинутим країнам, і може не бути властиво країнам, що розвиваються, — потенційним претендентам на доларизацію,

оскільки рівень технологічного розвитку у них продовжує відставати від рівня, властивого розвинутим країнам. В) Низька інфляція запобігає виникненню проблеми реальної ревальвації, і пов'язаної з нею кризи платіжного балансу. Ревальвація загрожуватиме платіжному балансу тільки у випадку, коли валюта країни-емітента різко здорожується щодо усіх інших валют. Г) 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. Втім, суттєвою залишаються наступні проблеми: втрата частини економічного суверенітету, неможливість виконання ролі кредитора останньої інстанції, неспроможність центробанку суттєво впливати на згладжування процентних ставок на міжбанківському ринку, втрата сенсьоражу, усунення інфляційного та девальваційного ризику зі структури процентних ставок не усуває проблему суверенного ризику, і в разі, коли доларизація розглядається як настільки жорсткий режим, що в разі шоку, загальна макроситуація зазнаватиме подальшого погіршення, то процентні ставки будуть тільки зростати тощо.

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. Є.8. додатку Є, запровадження іноземної валюти в таких економіках відбулося у повоєнний період або у 1970-ті. 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 макроекономічній 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 долара 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 даний процес втягуватиме ті країни з ринками, що виникають, які інтегровані у глобальні фінансові потоки, відчують 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 обмежена. Зокрема, найбільш вірогідним наступним кандидатом на запровадження повної доларизація 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 висловленні щодо іншого члена об'єднання НАФТА — 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.

3.3. Методологічні проблеми монетарної інтеграції: теоретичне обґрунтування валютних союзів в умовах глобалізації

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 шаблів загальної інтеграційної динаміки, а самі процеси регіоналізації, породжені інтеграційними зусиллями групи країн, вважаються невід'ємними елементами процесів глобалізації. 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 систем [208].

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 Е.Доруцци та С.Фірпо [289, с. 12]. В сукупності, це відображає взаємообумовленість процесів регіональної інтеграції і формування валютних союзів, що відображає генетичні зв'язки в джерелах відповідного теоретичного забезпечення. Для виявлення глобалізаційних детермінант формування валютних союзів необхідно глибше проаналізувати теоретичні принципи, які лягли в основу їх сучасного обґрунтування.

Слід зазначити, що специфіка валютних союзів, які сформувались історично в епоху металевої основи обігу (Германський та Австро-Пруський валютний союз (1838-1867 рр.), Латинський валютний союз (1865-1914 рр.) об'єднував Бельгію, Болгарію, Францію, Грецію (приєдналась у 1868 р.), Італію та Швейцарію, Скандинавський валютний союз (1873-1913 рр.) включав до свого складу Данію, Швецію та Норвегію (приєдналась у 1875 р.)), 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-учасниках 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 металевих 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 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 М.Фрідменом 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 стабілізації [417, с. 7-9]. Можна додати, що внаслідок цього сам факт монетарної політики, зорієнтованої на забезпечення внутрішньої рівноваги, внаслідок чого виникає конфлікт з підтриманням 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.

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 проблеми вибору альтернативи [417, с. 7]. 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 ній [435, с. 657-658].

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. Перелік таких критеріїв, які впродовж розвитку теорії оптимальних валютних зон, пропонувались різними економістами та їх характеристика демонструє табл. Ж.1. додатку Ж. З аналізу згрупованих теоретичних уявлень про критерії оптимальної валютної зони, 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 тощо.

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. Ж.2. додатку Ж). 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” [417, с. 5], 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. Ж.2. додатку Ж, 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 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 відображає — країна не може вибирати 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. 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 посилило 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. 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 загальне посилення орієнтації центральних 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. Важливість монетарного аналізу валютної зони також спирається на проблему інтеграційної динаміки. Як видно з досвіду Європейського валютного союзу, реальна інтеграція на початку була більш швидкою, ніж номінальна, а потім ситуація змінюється: прискорення номінальної інтеграції може не позначатись на повній реальній інтеграції, що видно з досліджень Дорруци та Фірпо [289, с. 22] та табл. Ж.3. додатку Ж. Можна навести ще один приклад, прийнявши до уваги дисперсію рівнів інфляції та економічного зростання у розвинутих країнах. 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 дефіцитів — 0,38 та 4,11 (Обраховано за [520, с. 173, 184, 192]. Але, приймаючи до уваги спадаючий інфляційний тренд, така ситуація відображатиме 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. Такий висновок випливає з досліджень Говкінза та Мейссона [359] та аналізу табл. Ж.5.-Ж.8 додатку Ж.

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, що видно з аналізу табл. Ж. 5.-Ж.8 додатку Ж.

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 3.2. 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 криз [417, с. 1]. Наскільки актуальний розгляд питання про таку альтернативу плаванню як валютні союзи, видно з доповіді Е.Аніната на конференції, присвяченій викликам центральним банкам з боку глобалізації. Він стверджує: “Плаваючі курси не можуть бути застосовані у багатьох країнах, 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 популярним” [199, с. 1]. 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, занепад кейнсіанської парадигми управління попитом та переорієнтація на джерела економічного зростання, які пов'язані зі сферою пропозиції, так чи інакше зумовили потребу у лібералізації зовнішньоекономічних стосунків, які, відштовхуючись від лібералізації системи міжнародної торгівлі, 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 й 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 сформувати 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. Наприклад, Л.Зевін визначає, що саме пристосування до глобалізації повинно супроводжуватися поєднанням елементів обох моделей зростання, але за збереження орієнтації на зовнішні ринки, втім на основі формування життєздатної глобальної структури.

Оцінюючи емпіричні параметри такої структури, Зевін 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 ендogenous джерела росту робить такі великі структури достатньо стійкими навіть за високої відкритості зовнішньому світу” [44. с. 18-19].

З цього випливає, що ендogenous розвиток, який ототожнюється із закритістю, приречений; адоптація ендogenous 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.

Проте, одним з викликів формування таких структур на відтворювальному рівні є самі моделі ендogenous/екзogenous 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 сам факт імпортозаміщення виключав використання переваг регіональної спеціалізації. Наприклад, дані табл. Ж.6. додатку Ж 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 зовнішньоторгівельної. 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 відбуватись 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

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 торгівельні зв'язки є передумовою для кореляції валютних курсів різних країн впродовж кризових потрясінь на валютних ринках 344]. Подібної думки притримуються і фахівці МВФ, які вважають, що одним з головних джерел ризиків для пов'язаних валютних курсів є торгівля [312, с. 15]. 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 торгівельною 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 торгівельної 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 унеможливорюється [299, с. 2-5].

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 впливу капіталів 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 Гліком та Роузом. За рахунок цього створюються передумови для того, що альтернативою підтриманню стабільних курсів для стимулювання регіональної інтеграції, яка через канали торгівельних 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 паритетів [312, с. 10]. 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. Найімовірніше така розбіжність обумовлюється відмінною довірою ринків до центральних банків та їх сприйняттям факту обмежень на коливання валютного курсу. Попри відмінний азійський та європейський досвід, в світлі проблеми “страху перед плаванням” обмеження на коливання валютних курсів мають дуалістичний вплив на процеси валютної уніфікації: а) обмеження на коливання валютних курсів не дозволяє використовувати його як ефективний засіб стабілізаційної політики, отже відмова від нього не повина становити суттєвої проблеми; б) якщо кілька курсів відносно фіксовані по відношенню до третьої сильної валюти, то їхні крос-курси стають фіксованими між собою, створюючи стимули для розвитку внутрішньо інтеграційних процесів; в) така модель як “страх перед плаванням” не гарантує

гомогенності в реакції на шоки, внаслідок чого може бути не достатньо стабільності крос-курсів для створення інтеграційних стимулів, внаслідок чого потрібні більш формальні обмеження на курсові коливання, зокрема — формування валютного союзу.

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. 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 масштабі [237]. Наприклад, валютна уніфікація в Європі 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 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.Вернер 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 фінансів [498, с. 2]. Відповідно, 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 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, тенденція до чого має місце впродовж усього історичного розвитку центробанків. 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. Наприклад, реалізація монетарної політики ЄЦБ також відображає суттєві зміни у його поведінці, порівняно з реакцією його попередників, зокрема Бундесбанку. Наприклад, 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.

Згідно емпіричних досліджень згаданих економістів, на відміну від Бундесбанку, ЄЦБ більшою мірою реагує на показник ВВП-розриву [314]. 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 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 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. 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.

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. Відповідно, якщо на рівні національної економіки 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, Д.Веннер прямо стверджує, що формування валютних союзів повинно не обов'язково відображати

відповідність критеріям оптимальних валютних зон. Вони покликані втілювати принцип, що здійснення монетарної політики у відповідності до регіонального устрою, може бути більш ефективним, порівняно з національним устроєм [498, с. 5]. У свою чергу Г.Хогевег наголошує, що запровадження єдиної валюти в рамках інтеграційного об'єднання супроводжується широкомасштабними інституціональними трансформаціями, пов'язаними зі створенням нових органів грошової влади [364, с. 6]. Р.Купер та Х.Кемпф констатують, що централізація монетарної політики в рамках валютного союзу створює додаткові вигоди у вигляді стабільності цін [271, с. 3].

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 зазначає, що існує певний консенсус — валютний союз буде тоді ефективний, коли забезпечуватиметься незалежність центрального банку та фінансова дисципліна [498, с. 3], які мають безпосередній інституціональний вимір.

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. 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 гравців [68, с. 122-138].

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 юститабельних 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 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 погодились 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 переформатування 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 інституціональний 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. 3.7.).

Таблиця 3.7.

Варіанти розподілу голосів при ухваленні рішення про статус центрального банку

Розподіл голосів при розгляді питання у внутрішньонаціональному контексті	За 33 голоси		Проти 33 голоси		Не визначилися 33 голоси	
Розподіл голосів при розгляді питання в інтеграційному контексті	За 28	Проти 5	За 10	Проти 23	За 16	Проти 16

Як видно з табл. 3.7., 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 ЄЦБ [258, с. 9]. 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. Дана дилема пов'язана з тим, чим більшою мірою країни-члени зони інтеграції відповідають критеріям оптимальності, тим більше вони відповідають принципу єдності преференцій. Тобто тим більшою мірою вони відображають формування оптимальної коаліції, яка уможливорює ухвалення ефективних спільних рішень, що мінімізують їх екстерналії для усіх учасників.

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.

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. Тобто 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 проблемність 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 [364, с. 12-13]. 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: усуває циклічну дивергенцію, викликану асиметричним застосуванням дефіцитного фінансування; посилює симетричне значення фіскальної політики як автоматичного стабілізатора сукупного попиту; підвищує дисципліну національної макрополітики; усуває вірогідність курсової дестабілізації за рахунок припливів-відпливів капіталів на боргові ринки; усуває короткострокові зрушення в системі цін та інфляції у різних країнах, викликані фіскальною експансією; підвищує значення гнучкості економіки при адаптації до зовнішніх шоків усього союзу чи асиметричних шоків в розрізі його учасників тощо.

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.

3.4. 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 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.

3.4.1. 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 1971 р. П.Вернер виступив з доповіддю, в якій містився проект комплексної імплементації рішень з уніфікації валютно-курсових коливань та переходу до створення Європейського валютного союзу, в основі якого була б побудована система центральних банків на федеральних засадах. Як наріжний камінь уніфікації принципів макрополітики розглядалась система фіксації валютних курсів, а, отже, рішення національних центральних банків автоматично мали би підпорядковуватись принципам пріоритетності зовнішніх цілей монетарної 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 системи та посилення мобільності капіталів. Внаслідок цього фіксація курсів покликана була розв'язати проблему залежності від політики ФРС, створити стимули для внутрішньо регіональної інтеграції та розв'язати суттєві адміністративні труднощі, пов'язані з номінальним виразом реалізації спільних структурних програм.

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, які перетворили "Атлантику, попросту кажучи, в американське озеро" [102, с. 177].

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.

Отже, згідно логіки Манделла необхідність валютної уніфікації в Європі впливає 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 євроінтеграційну зону на достатньо потужну структуру, яка буде стійкою і яка не набагато менш вразливою до спекулятивних операцій на міжнародних фінансових ринках в силу масштабу монетарно об'єднаної європейської економіки [102, с. 156-163]. 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 Бретон-вудська система фіксованих, але коректованих валютних курсів, сама по собі передбачала стимули для розвитку міжнародної торгівлі. Фактично курси європейських валют були фіксовані між собою через крос-курси. Втім, 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 фіксації валютних курсів відображав, що внутрішньо-інтеграційні зобов'язання з підтримання курсової стабільності можуть бути більш ефективними, порівняно з тими, які впливають з міжнародних зобов'язань та рамкових 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.

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 домінування Німеччини та жорсткий антиінфляційний курс Бундесбанку позначились на тому, що прив'язка решти валют до марки означала своєрідний імпорт довіри і стабілізацію внутрішньої інфляції, тоді як курс щодо решти валют світу визначався політикою самого Бундесбанку щодо долара та інших провідних валют [90, с. 609]. Зокрема, Німеччина здійснювала коректування курсу марки щодо провідних валют світу, а заразом коректувались курси країн-партнерів по інтеграції, а останні коректували свої курси по відношенню до марки в рамках обмеженого діапазону допустимих коливань [16, с. 496-497]. Як наслідок, цінова стабільність у Європі почала розглядатись як функція грошової пропозиції Бундесбанку та його спроможності стерилізувати зростання грошової маси. На дану стабільність накладались обмеження у вигляді спроможності окремих країн дотримуватись взаємної фіксації курсів у випадку, коли її інфляційні преференції та Німеччини розходились. Втім, події 1990 р., коли відбулося надмірне розширення грошової пропозиції у ФРН (що ігнорувало циклічні процеси в інших країнах),

продемонстрували необхідність обмеження масштабів домінування Німеччини у ЄВС, хоча б у спосіб більш щільної монетарної інтеграції.

Щодо другого, то 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 $\pm 2,25\%$ одна щодо одної; межі коливань щодо долара встановлювались на рівні $\pm 4,5\%$; 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 флуктуацій. 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 означало 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 склались з трьох елементів: 1) система свопових кредитів між центральними банками, чиї 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 призначенням 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 преференцій 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.

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 валютних 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.. 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 резерви [90, с. 627-628]. Після цього діапазон коливання валют було розширено до $\pm 15\%$, 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'юнктурних 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 домовленостей вдалося суттєво мінімізувати волатильність внутрішньо європейських ефективних валютних курсів (див. табл. Ж.9. додатку Ж). Як видно з даних табл. Ж.9. додатку Ж, 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. Дану тенденцію також можна пояснювати в світлі того, що саме з другої половини

1990-х рр. номінальна конвергенція почала випереджати реальну (див. табл. Ж.3. додатку Ж).

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. Ж.1. додатку Ж). Це впливає з того, що формування валютного союзу у Європі виходить за межі постулатів теорії оптимальних валютних зон, що особливо важливо з огляду на ґносеологічну 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 Європі [308, с. 354]. Ф.Монгеллі стверджує, що Саме після 1980-х рр. проблема монетарної інтеграції у Європі вийшла за вузькі межі теорії оптимальних валютних зон і почала розглядатись у більш складному контексті [429, с. 14]. Звідси впливає, 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 передуює інтеграційним процесам у монетарній сфері [267, с. 20]. Звідси впливає, 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.Дорущі 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 напрямую визначають прогрес у сфері зближення господарств. Причому, таке значення стає особливо актуальним в світлі того, що номінальна конвергенція з певного порогу починає випереджати реальну [289, с. 22-23]. Даний емпіричний факт має інше принципове значення. Повної реальної інтеграції може не відбутись ніколи, внаслідок чого не існує підстав чекати повної відповідності інтеграційної 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 світі [90, с. 625]. 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; посиляться незалежність монетарної влади у країнах-членах [295, с. 12]. 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.

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. 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 найбіднішим 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.

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 центробанків, започаткованою саме у Європі; по-третє, з панівної ролі Німеччини у європейських структурах та її бачення монетарних проблем. 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, реалізуючи 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 ЄСЦБ 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.

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 наголошується, що саме мандат на забезпечення цінової стабільності і сильний автономний статус забезпечать довіру ринків до єдиної монетарної політики і зниження процентних ставок [295, с. 13]. 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, зокрема, як фундаментальний фактор запобігання інфляції та ефекту витіснення внаслідок публічних дефіцитів. Більше детальний аналіз інституціональних та технологічних засад монетарної політики Єцб здійснюємо нами у [75, с. 113-181].

Отже, макроекономічні та інституціональні засади побудови ЄВС та організації ЄЦБ відображають безпосереднє втілення принципу подолання викликів глобалізації за рахунок створення потужної глобально стійкої економічної структури, яка би була менш чутлива до волатильності валютних курсів і мобільності капіталів, ніж її складові, за реалізації політики з орієнтацією на забезпечення цінової стабільності.

3.4.2. Східно-карибський валютний союз

Становлення Східно-карибського валютного союзу суттєво відрізняється від випадку 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 [522, с. 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 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. 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. 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. Слід вважати принциповим

елементом те, що орієнтація на долар у сучасній термінології набагато більшою мірою відповідала 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.

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, Суринам, 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, унеможливаючи 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, Сурінам, 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. 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% [372]. Як стверджується у дослідженні МВФ, присвяченому Східно-карибському валютному союзу, стабільність цін у ньому є прямим результатом політики “сильного Східно-карибського долара”, що проводиться ЦБСК [490].

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 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 сектором [498, с. 5-6]. 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, 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.

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 підчас кризи Бреттон-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, кризи 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 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 інтра регіональної 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.

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) 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" [522, с. 30]. 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.

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. Ж.2. додатку Ж).

3.4.3. 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 казначейства [138, с. 62], що функціонують по типу операційних рахунків для міжнародних розрахунків зони франка з рештою світу і, по-суті, є елементом врівноваження платіжного балансу. 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 функціонування 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 підприємництва країн-учасниць з метою створення стимулів для розвитку інтрарегіональної 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 регіоні [447]. 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 інтрарегіональну 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*) [447, с. 140-141]. 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 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 конвергенції [414, с. 3-7; 373].

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. Аналізуючи досвід економічної кооперації та її перспектив, виконавчий директор Е.Ебі прямо вказує на те, що тенденції до регіоналізації на континенті безпосередньо зумовлюються глобалізацією [293, с. 145].

Сама ж валютна уніфікація повинна здійснюватись на більш високому інституціональному рівні, щоб формування валютного союзу у Західній Африці могло забезпечити досягнення макроекономічної сталості на тлі незначних втрат, пов'язаних із стабілізаційною політикою. 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.

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. 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 підтримується 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. Вузькі 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% [414, с. 14]. Більше детальний аналіз боргових проблем аналізованого регіону міститься у нашій праці [57].

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 єдиною 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 підтримання 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. Більш детальний аналіз даних критеріїв конвергенції та їх порівняння з аналогічними в інших валютних союзах див. у [57].

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 Європі [480]. 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 інтрарегіональної торгівлі у Західній Африці є достатньо низький (що видно з прикладу зони франка КФА; див. табл. Ж.6. додатку Ж), 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 окремої країни. 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. 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 — 0,17 [414, с. 10-11].

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, випливає 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 фінансових 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. 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. Ж.2 та Ж.3 додатку Ж).

Слід зазначити, що в Африці існують приклади валютної дивергенції, які пов'язані з розвалом валютних рад та переходом до системи центрального банку. 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" [447, с. 143].

Так, у 1999 р. Танзанія, Кенія та Уганда підписали угоду про формування економічного блоку, який має закласти підґрунтя для формування валютного союзу. 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. [359, с. 27]. 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 геоекономічної 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.

3.4.4. 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 інтрарегіональної 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 оприлюдненого 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, 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 затоці [193, с. 105]. 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 незмінними щодо долара США, за виключенням ОАЕ, де у 1998 р. відбулась

мінімальна девальвація, та Кувейту, курс валюти якого незначно коливається [195, с. 118].

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 позначаються 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-учасниками 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. 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, відповідно, 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%) [431].

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% ВВП [195, с. 117; 431]. 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 аналізовані країни не домовились про характер та структуру критеріїв конвергенції, фіскальні відмінності є одними із домінантних 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.

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. 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 в світлі реалізації стратегії структурної трансформації нафтовидобувних країн Перської затоки. 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%) [195, с. 120]. 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 місій, які вписуються у загальний алгоритм формування валютних союзів в умовах глобалізації (що схематично зображено на рис. Ж.4 додатку Ж).

3.4.5. Перспективи формування валютних союзів в Латинській Америці та АСЕАН

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 фінансовій 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), 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, 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 – регіональна 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 корельованості 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 Сальвадор і Гватемала запровадили офіційний обіг доларів США. 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 доларизації.

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. 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 Е.Дорруцці та С.Фіро, 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 номінальної [289, с. 23-26]. 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. Ж.10. додатку Ж). Як видно з табл. Ж.10. додатку Ж, 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 зазначає, що у випадку МЕРКОСУР мінімізація коливань валютних курсів позитивно впливає на розвиток інтрарегіональної 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-циклів [299, с. 18-20]. 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. У більш широкому контексті саме глобалізація є потужною детермінантою стимулювання процесу валютної уніфікації. По-перше, валютна інтеграція в МЕРКОСУР системно обумовлюватиме його перетворення на глобальну структуру, потенціал якої відповідатиме уявленню 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 3.2. розглядалось як теоретична передумова для запровадження повної доларизації. 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 її зовнішнім цілям формування валютного союзу буде мати суттєві макроекономічні переваги, оскільки втілюватиме ідею монетарної автономії, ізоляваності 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. Ж.6. додатку Ж) 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 інтра регіональної торгівлі. Тобто, глобалізаційний фактор неможливості здійснювати політику контролю за валютним курсом у випадку ЄВС та МЕРКОСУР може розглядатись як такий, що унеможливорює функціональну ефективність відповідного (мінімізація коливань валютних курсів) імплементаційного

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 унеможливорює 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. 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.

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 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 випадку МЕРКОСУР, тоді як проблеми монетарної уніфікації є більш відмінними, хоча і подібними (див. табл. Ж.11. додатку Ж).

Висновки до розділу 3.

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 та валютних резервів 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. Щодо валютних резервів, то їх співвідношення до масштабів фінансового ринку та волатильність у розвинутих країнах є мінімальною, відображаючи реальне послаблення їх ролі у монетарній політиці, тоді як у країнах, що розвиваються, простежується інша ситуація. При цьому, для розвинутих країн простежується суперечлива закономірність: частка резервів в активах центробанків корелює з рівнем торгівельної відкритості і не корелює з рівнем фінансової відкритості, підтверджуючи цим самим неефективність монетарної реакції на волатильні потоки капіталу. Якщо для розвинутих країн питання режиму валютного

курсу вирішено (його коливання відриваються від фундаментальних процесів і втрачають операційну роль при реалізації монетарної політики), то країни, що розвиваються, попри оголошення плаваючого курсу, тяжіють до його фіксованого значення. Це породжує 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 (система валютної ради як радикальний режим фіксації курсу на сьогодні повинна розглядатись як недостатньо дієва в цьому плані). 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. 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. Дана теорія вже не може вважатися ґносеологічним 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 зважається 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.

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 мета-принципами 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 триада “глобалізація – регіональна інтеграція – оптимальні валютні зони” визначає конкретику політичних рішень щодо процесів валютної уніфікації. Причому, в рамках даної триади 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 триади 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.

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. Поєднання відмінних гносеологічних та функціональних одиниць — міжнародної валютної системи та міжнародної фінансової архітектури — спирається на факт здійснення монетарної політики в умовах мобільності капіталу та пристосування першої до такої мобільності. Оскільки поняття архітектури виходить за межі валютної системи, відображаючи складну систему пристосування до глобалізації та запобігання її негативним наслідкам задля забезпечення глобальної макростабільності, то з'являється необхідність аналізу монетарних аспектів функціонування такої архітектури, оскільки остання багато в чому формується відповідно до вже актуалізованого монетарного вибору в рамках “трилеми”. Можна виявити наступні системні риси сучасної глобальної фінансової архітеткри.

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 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. 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 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 хартальних 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.

В сукупності, конкурентний принцип перетворення національної валюти на світову з виконанням ролі резервного активу на тлі функціонування системи дискретної емісії 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 загальновизнаного 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% [155, с. 59]. В основі занепаду СДР знаходиться той же самий принцип конкурентного відбору, підсилений експансією міжнародних ринків приватного капіталу; і така офіційна структура валютного регулювання глобального масштабу як МВФ виявилась неспроможною запобігти поділу світу за принципом силової тріади. 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.

Як видно з даних табл. 4.1., на США, ЄС та Японію разом припадає 71,8% світового ВВП, 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.

Як видно з табл. 4.2А., 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 фінансового 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).

Таблиця 4.2.А.

Глобальні потоки капіталу за валютною структурою [346, с. 143]

	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	-

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).

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% [28, с. 50], а на кінець 2000 р. — 72,4%, 13,8% (євро або 17,5% євро + фунт), 11,2% та 97,4% [156, с. 36].

Таблиця 4.2.Б.

Валютна композиція міжнародних резервів [371, с.103]

	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	-	-

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 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 лесеферизму, 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 обслуговуванні глобальних фінансових потоків та формуванні зовнішніх активів центральних банків світу.

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.

Втім, 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”, а про економіку, що інтернаціоналізована у своїй залежності від “тріади” [28, с. 52]. Незважаючи на те, що “повністю інтегрована” глобальна економіка може функціонувати і за тріадного поділу світу (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 фрагментації 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 витоки 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, на чому, наприклад, наголошує Дж.Сорос [158, с. 144]. 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 її монетарний формат. 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. 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 користь. 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, відзначає стійкіший характер золотого стандарту з огляду на спільність загального еквіваленту [158, с. 18]. 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 міжнародну валюту” не знімається. Наприклад, П.Волкер прямо зазначає: “... якщо ми хочемо мати по-справжньому глобалізовану економіку, то єдина світова валюта мала би сенс” [492, с. 20]. Волкер констатує, що така тенденція вже корініться 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 Бретон-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).

Сучасний поділ світу на валютні блоки. Так, тенденція до формування валютних блоків бере свій початок з середини XIX 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. Бретон-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 Бретон 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 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 інтервенцій) — більш складний феномен, який демонструє характер політичного вибору щодо геоекономічних 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 Л.Абалкін прямо стверджує, що формування такого резервного активу покликане обмежити “ринковий фундаменталізм” у сфері функціонування міжнародної валютної системи [1, с. 24-26]. Однак, відповідно до ринкових імпульсів світ демонструє іншу тенденцію, що не передбачає обтяженість жодними формальними рисами, наявність яких би говорила про трансформацію існуючого устрою. Наприклад, Д. Сміслов 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” [156, с. 34]. 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 курсів та фінансових потоків. 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 юаня.

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.

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. 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 основою модифікації 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. [330]. 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 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 [332, с. 5]. 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 перестрахувати 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 геоекономічного 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. 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).

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 світового 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 (так званий ефект “гігантської корпорації” [34, с. 18-19]). 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. 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 [13, с. 50]. 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. 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 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 тягара 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 рамок 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;

утворення доларової вісі взаємозалежності у глобальній економіці з перекосом у бік підвищення залежності монетарних політик окремих країн від дій ФРС. 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 шоків. 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. 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.

Підвищення корельованості процентних ставок у різних країнах світу та ставок у США, навіть попри відмінні за ступенем гнучкості курсові режими, є набагато більш складним явищем. З одного боку, орієнтація ФРС на підтримання цінової стабільності створює сприятливе підґрунтя для потенційного експорту стабільності. З іншого боку, 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 (роль процентної ставки у каналах взаємозалежності між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються, див. у табл. 3.1. додатку 3, а зв’язок між ставками перших та ринками капіталів других у табл. 3.2. додатку 3, а також теоретичні та емпіричні роботи з цього питання [288; 328; 248; 456]).

Глобальні платіжні дисбаланси. 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 [328, с. 4; 520, с. 208]

Регіон	1977-1982	1983-1990	1991-1996	1997-1999	2000-2004
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

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 зростав 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. США [520, с. 208]. 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 обернулась посиленням залежності таких країн від зовнішніх ринків. 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 загальне 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. З одного боку, гонитва за резервами може перерости в погіршення інфляційної ситуації, 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 полегшує тягар обслуговування зовнішніх боргів. Для розвинутих країн ця тенденція є небажаною, оскільки від неї може напряду залежати ефективність внутрішнього контролю за інфляцією.

Слід відмітити, що в кількості 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. [520, с. 208]. 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. [520, с. 208].

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. 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 шоків [28, с. 174]. 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 наближатись 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 [520, с. 208, 210]

	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

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 волатильними, 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-курсових 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 пожвавленням 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, недовіра 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-курсowego 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, спрямовані 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 пропозицію 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 попиті на валюту означатиме також і відновлення симетрії між внутрішнім попитом та пропозицією. Поява конкурента долару бачиться у посиленні значення євро у глобальній економіці, на чому, наприклад, наполягав Манделл ще наприкінці минулого століття [101, с. 313].

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 глобальних ринків. Таку тенденцію, порівняно з феноменом “страху перед плаванням” можна охарактеризувати як “страх за нестачу резервів безвідносно до режиму валютного курсу”.

Емпіричний аналіз динаміки валютних резервів у світі дозволяє виділити ряд тенденцій, які демонструють незвичне підвищення їх значення та обсягів. Так, рис. 3. 1. додатку 3 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 убезпечення 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. 3. 1. додатку 3, 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.

В світлі історичного досвіду наявності зв'язку між прискореним зростанням резервів та грошовою пропозицією ФРС можна припустити наявність обумовленості динаміки резервів станом зовнішньої рівноваги Сполучених Штатів. Таке припущення природно випливає 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. 3.2. додатку 3 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. 3.3. додатку 3) 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. 3.4. та рис. 3.1. додатку 3). 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 макроекономічною 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. 3.5. додатку 3): 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. 3.6. додатку 3) Лінійна апроксимація зменшує статистичну значимість зв'язку (R^2 зменшується з 0,9 до, приблизно, 0,86), але висока статистична значимість все одно очевидна).

Подібна ситуація демонструє, що на тлі посилення зовнішнього дисбалансу американської економіки відбувається акселерація нагромадження валютних резервів. 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. 3.7. та 3.8. додатку 3. 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. 3.8. додатку 3) 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.

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 [300; 390]. 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 перешкоджання 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 М.Найта, вже перейшло всі уявні межі [390]. 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% імпорту [223, с. 14-16] (детальніше див. табл. 3.3. додатку 3).

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 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. 3.9. додатку 3) 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” [158, с. 18]). У площині глобальних ринків він стосується вільного курсоутворення та свободи переливу капіталів. 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. 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. 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 принципових 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 факторів [158, с. 259]. З.Луцишин вважає, що системний вимір проблеми базується на гіпертрофії глобального фінансового сектора, порівняно з розвитком фізичної економіки [96, с. 224-248]. С.Афонцев найбільш значимою вважає проблему того, що в умовах глобалізації та взаємозалежності валютно-фінансові кризи мають здатність мігрувати від однієї країни до іншої [4, с. 66]. 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 актуалізації проблеми функціонування глобальної архітектури [221, с. 1-5]. У дослідженні МВФ 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-курсового 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 капіталів [386]. 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 плавання [101, с. 297-298]. 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. 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” [4, с. 66]. 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 фінансовий 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. 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. 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 реалізації 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.

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 пропозицію глобальних суспільних благ. 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.

Ще одним важливим аспектом прояву глобальних суспільних благ є протидія сучасним валютно-фінансовим кризам [498, с. 1]. 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.

Так, в цьому плані доречні 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
[298, с. 41]

	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

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 раніше [298].

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 країн [231]. 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 убезпечення 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 крихкістю 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 3.2.) стають рушійним механізмом рознесення фінансової інфекції. Природно, що за таких обставин виникає проблема екстерналій, які глобалізуються відповідно 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 рамкових умов розвитку глобалізації, такого регулювання не існує. Таку регулятивну модель у сучасній економіці можна описати наступним чином: макроекономічне підґрунті глобалізації, яке водночас забезпечує рамкові 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. 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").

Однак, на міжнародному рівні "глобального уряду" не існує, а отже апелювати до нього як до інстанції, дія якої вирішує проблему, неможливо. Дане явище, згідно Дж.Сороса, відображає фундаментальну проблему глобалізації: наявність глобальної економіки та відсутність глобального суспільства, що і визначає передумови для відсутності глобального уряду [158, с. 17, с. 27]. 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 усієї 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. В сучасних умовах США самі по собі не спроможні подолати глобальну рецесію, забезпечуючи стабільне зростання глобального ВВП [142, с. 22]. Л.Мейєр, Б.Дойл, Дж.Гагнон, Д.Гендерсон стверджують, що країни Великої Сімки на сьогодні залишаються основою глобального росту, але ріст у таких країнах за рахунок інших вже неможливий [425, с. 35]. 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 та важливим елементом фінансових диверсифікаційних стратегій. 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. [68, с. 36-39]). 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 механізмом 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” [328, с. 27].

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, 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 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 геоекономічному 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” [4, с. 67]. За рахунок цього, “глобальне урядування” базуватиметься на мета-принципах 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 загальновизнаних 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, внаслідок 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 економіці [1, с. 24-26]. На думку Д.Смислова, подібні варіанти мають прокейнсіанську основу, спрямовану на те, щоб відновлення рівноваги платіжного балансу відбувалось автоматично та симетрично за одночасної стабілізації валютних курсів [157, с. 57].

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, 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 механізми, 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.МакКінноном [420]. Згодом, починаючи з 1985 р., вона розвинулась у більш м'якому варіанті Дж.Вільямсоном [512]. 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 аспекти 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.

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 праць [510; 511]. 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 (тобто, мається на увазі, що паритети визначаються відповідно до доктрини фундаментально рівноважних валютних курсів (ФРВК), а не доктрини паритету купівельної спроможності (ПКС)). 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 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.

Те, що фіксовані паритети визначаються на основі доктрини ФРВК, а не ПКС, 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. Важливою складовою доктрини ФРВК є те, що згідно неї рівноважний платіжний баланс не обов'язково повинен дорівнювати нулю.

На сьогодні доктрина цільових валютних зон (з різними варіаціями) залишається найбільш проробленою альтернативою плаваючим валютним курсам, яка зорієнтована на реформування монетарного устрою світу. Те, що даний концепт не реалізований на практиці, обумовлено процесами глобалізації. Масштаб потоків капіталу, їх волатильність та плинність тенденцій на валютних ринках роблять неможливим прямий перехід до цільових валютних зон як основи реформування 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.Жакє, згідно якої виходу на систему фіксації курсів по типу цільових зон між провідними країнами повинні передувати кілька етапів (етап посиленого нагляду, запровадження м'яких зон курсових коливань, перехід до більш жорсткої фіксації) за збереження принципу стабільності цін та реалізації стерилізованих інтервенцій [221].

Підхід до реформування міжнародного монетарного устрою на основі імплементації курсових режимів, наближених до фіксованих, повинен бути об'єктом концептуальної критики і 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” та враховуючи еволюцію центральних банків та монетарної політики, що орієнтується на внутрішню рівновагу. 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.

По-друге, фіксація валютних курсів всередині тріади неодмінно позначиться на підвищенні волатильності процентних ставок. 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 плаваючим курсам долара, євро та єни не є однозначно позитивною. 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 ФРС також інколи позначається на послабленні посткризового шоку. Це особливо яскраво проявилось у послідуючі після кризи роки у Мексиці, Азії та Бразилії; хоча подібне зниження ставок у період, що слідував за кризами у Туреччині та Аргентині, не призвело до суттєвого покращення ситуації у таких країнах [328, с. 10-11].

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.

Б) 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 сфери [456, с. 20-28]. Більше того, за період 1970-1999 рр. середні темпи зростання в нових індустріальних 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 тріади [456, tabl. 9].

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-третє, 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 інституціональним 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 відображатись 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 валютами 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 елементу 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, що доводиться ними на прикладі ФРС, Бундесбанку та Банку Японії [396].

По-четверте, 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, висновки 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.Вейланда [270], А.Сазерленда [482] та Г.Беніно та П.Беніно [219]), 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 вагомою 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 [312, с. 8-9].

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, що емпірично доводять М.Айхан Коуз, Е.Прасад та М.Терронеза [202; 204].

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 агрегованою Європою, Канадою та Японією, відповідно, склала 0,76, 0,66 та 0,63, за 1986-2000 рр., відповідно, 0,26, 0,03 та -0,07 [360].

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 ендогенним фактором десинхронізації ділової активності в тому розумінні, в якому в основу такої кореляції покладено принцип поширення шоку від однієї країни до іншої. Також важливим фактором десинхронізації бізнес-циклів є відмінний характер їхнього розгортання, на чому наголошує П.МакАдам [416, с. 17-19], а основна причина цього — відмінності в структурі економіки, переш за все, розвиток "нової економіки" більшою мірою покращив циклічну ситуацію в Америці.

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.

Таблиця. 4.6.

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 [520, с. 173, с. 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-п'яте, 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.

Третя група пропозицій — створення передумов за контролем над грошовою масою глобального рівня — з самого початку виникла як передумова реалізації моделі фіксації валютних курсів в рамках досліджень МакКіннона [420]. 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.

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 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 і переходу до фіксованих курсів. Подальший розвиток поглядів на необхідність контролю за грошовою пропозицією у світі в цілому відображено у дослідженнях Дж.Мюллера [433]. 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 (технічна зручність, врахування фактичної ролі економіки США щодо формування глобальних цінових трендів тощо) перед аналогічною пропозицією МакКіннона, зокрема, він передбачає, хоч і опосередкований, але контроль за платіжним дефіцитом США.

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. 3.9. додатку 3 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. 3.10. додатку 3 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. 3.11. додатку 3), та на прикладі країн, що розвиваються, за регіональними групами (див. вище — рис. 3.12. додатку 3), 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. 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 розвинутим 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 сповідують інші теоретико-методологічні засади свого функціонування.

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 фінансової та монетарної політики за внутрішню та зовнішню рівновагу (так зване правило Суона), на практиці виявляються нереалістичними [210].

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:

$$r_t = \alpha + \pi_t + \lambda(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma(Y_t - Y_t^*) + \beta(Y_t^{wd} - Y_t^{wd*}), \quad (4.1.)$$

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 відображатимуть 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 ґатунку 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 реакцій 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 наслідок, 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. Втім, таке явище має свої переваги. Структурні відмінності економік геоекономічних 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, залишаючи можливою міжнародну координацію політики. Остання внутрішньо вміщує можливість створення системного виміру реакцій на глобальні проблеми без радикальної трансформації 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.

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. Реальність екстерналій є мета-принципом, на який спирається необхідність координації монетарної політики [425, с. 1].

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 розхитуватиме 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 неї [269, с. 50-60].

Втім, емпіричний аналіз вигод від координації монетарної політики відображає те, що вони є незначними. Кількісний вираз таких вигод на рівні окремої країни згідно оцінюється від 0,4 до 4% ВВП [425, с. 11-12]. 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” [269, с. 52]. 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.

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.

Так, у 1973 р. нафтовий шок та тенденція до підвищення цін в усіх розвинутих країнах загрожувала рестрикційною макроекономічної 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 Р.Рейгана та М.Тетчер, які не були схильними до координації політики. 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 перекис на користь долара актуалізував ризик відновлення глобальних торговельних обмежень, внаслідок яких були би підірвані фундаментальні передумови економічного зростання. Основний зміст Плазівських та Луврських домовленостей див. у табл. 3.4. додатку 3.

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 неможливо 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 неможливо було реалізувати.

Основна причина того, що фіскальні та структурні реформи або не реалізовувались повною мірою, або реалізовувались так, що не можливо простежити їх відповідність ухваленим, обумовлюється їх перерозподільчим характером та інституціональною залежністю від політико-економічних процесів в країні. Тільки відповідність погоджених дій внутрішній політичній кон'юктурі 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.

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 витоки своїх монетарний дій. У випадку Луврських домовленостей, намагаючись запобігти подальшій девальвації долара, 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 ФРС. 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 рішення зберігати 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, в умовах високої мобільності капіталів стерилізовані інтервенції є неефективними.

По-друге, М.Бордо та А.Шварц ще у 1991 р., фактично одразу після того як погоджені інтервенції досягли свого піку у 1989 р., довели наступне. 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 фінансові наслідки, оскільки обертаються значними збитками для центральних банків, що перекладаються на бюджет відповідної країни [234]. 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.

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 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.

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 [287]. Більш пізні

дослідження спростовують таке оптимістичне бачення відомих наперед інтервенцій. 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 [340]. 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.

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, демонструє поступове усунення центральних банків з даної сфери.

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. 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 напряду 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. 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.

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.Мейєр, 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 десятилітті [425, с. 26]. Згідно Р.Манделла, така трансформація структури механізму макроекономічної політики розвинутих країн, у свою чергу, є наслідком усвідомлення переваг низької інфляції і контролю за бюджетними дефіцитами, які, в сукупності, створюють кращі стимули для економічного

прогресу, ніж висока інфляція та значне навантаження держави на економіку [103, с. 346-348]. 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 зі спроможністю органів грошової влади забезпечити стабільність цін; б) ревне плекання власної незалежності може унеможливити процес міжнародної координації, оскільки це може сприйматися як послаблення автономії ухвалення рішень в рамках визначеної інституціональної структури; 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.

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. 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 країни на інші і навпаки. 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. 4.7.)

Таблиця 4.7.

**Регулярні зустрічі з міжнародної координації макроекономічної політики
глобального рівня [425, с. 41]**

Учасники	Періодичність зустрічей
Лідери країн Великої Сімки	Раз на рік
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	-

Як видно з табл. 4.7., 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.Рoubіні, створення даного Комітету не позначилося на якісній трансформації системи міжнародної монетарної політики [328, с. 69-84]. 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 напряду 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-20.

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 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. 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. На рівні монетарних проблем спроможність забезпечити вищу стабільність у валютній сфері знаходиться 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. Це може закласти сприятливе підґрунтя для виникнення якісно нового характеру глобальної стабільності: стабільність з курсовими коливаннями, які будуть поступово затухати з огляду на те, що виникнуть нові можливості 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 функціонування МВФ в світлі трансформації монетарної політики у дедалі більш відкритій економіці.

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 маніпулювання обсягами сукупного попиту; б) коректування валютних курсів для забезпечення зовнішньої рівноваги, яка би не позначилася 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, впливало зі статичної моделі економіки, репрезентованої такими кейнсіанськими постулатами як негнучкість цін та заробітних плат. Відповідно, засадні принципи створення МВФ ігнорували цілей спектр монетарних аспектів функціонування національної та міжнародної економіки [441, с. 4]. 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 Бреттон-вудській системі, стала джерелом антагоністичних процесів у міжнародній економіці.

Як наслідок, вже у 1960-х рр. роль МВФ у міжнародних валютних відносинах в світі зазнала суттєвої деформації.

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.

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. 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. Природно, що за системи плаваючих курсів роль МВФ як ключового елемента, що ув’язував міжнародний монетарний устрій 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 кейнсіанськоорієнтований 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.Джіанніні, МВФ втратив свою легітимність з переходом до системи плаваючи 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 курсів [343, с. 43].

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 інфляцію. 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. Монетарний характер зв'язків між структурними проблемами економіки, зовнішньою нерівновагою і валютними курсами 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 останньої). На думку І.Карагодіна, 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 оберталось підвищенням тиску на макроекономічні органи для послаблення політики, а у випадку гетеродоксальних — з того, що спроможність контролювати інфляцію знижувалась [49]. Розгортання подій за циклічним алгоритмом від кризи до кризи через реалізацію стабілізаційної програми суттєво позначився на недовірі до МВФ та його рецептах.

На думку Джіанніні, середина 1980-х рр. стала нижньою 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 міжнародної економіки. 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. 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 нестандартні підходи маскуються за традиційними кредитними механізмами Stand-by та EFF [343, с. 43-45].

Аналіз динаміки та структури кредитної активності МВФ, починаючи з 1953 р. (див. табл. К.1. додатку К), також дозволяє виділити характерні риси трансформації ролі МВФ у міжнародній економіці. 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 змінється 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 макрофінансових 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 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 на пряму 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

(детальніше див. [66]). 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. 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. Зокрема, це видно з характеру еволюції теоретичної інтерпретації валютних криз. Якщо, наприклад, дослідження П.Кругмана [394], Р.Флуда та П.Гарбера [324], Дж.Сакса, А.Торнелла та А.Веласко [465] тощо канонізують монетарні фактори валютно-курсових дестабілізацій, то перехід до аналізу валютних криз на основі моделей другого покоління (які передбачають: зміщення балансу втрат і вигод центробанків при кожному наступному підвищенні процентних ставок для захисту курсу, що інтерпретується ринками як передумова відмови від курсу; наявність кілька рівноважних станів спекулянта) та моделей самовідтворювальних криз (*models of self-fulfilled crises*) і фінансової інфекції

відображає вихід за межі традиційного сприйняття детермінант валютно-курсових потрясінь як монетарних, чи боргових [331; 432].

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 при реалізації стабілізаційної програми суттєво змінити характер та напрямок монетарної політики руйнується. З одного боку, це особливо яскраво простежується на прикладі структури реалізації програми. Якщо кредитна активність МВФ на пряму 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 резервів 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 впливу 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.

Як наслідок, 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 економіці.

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. 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, 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. 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. За таких обставин МВФ відіграватиме роль арбітра, або незалежного експерта. 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, оскільки відображає інституціоналізацію 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.

Забезпечення стабільності в глобальній економіці наразі можна вважати домінуючим напрямком трансформації ролі МВФ. 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 на пряму 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 є формою 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.

Така якість простежується, виходячи з аналізу наступних тенденцій. Так, згідно К.Коттареллі та К.Джінніні 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 страхування [274]. Основна причина такої поведінки криється в усвідомленні факту недовіри до центробанку, зокрема, внаслідок браку фактичної його незалежності. 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 капіталів 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.

Втім, основна причина необхідності системи міжнародного кредитування останньої інстанції наряду впливає зі специфіки переростання валютних криз у фінансово-банківські в умовах глобалізації. Таку специфіку відзначають, наприклад, Б.Ейченгрін та М.Бордо [298]. 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 вимірнику [383]. Якщо такі проблеми, з одного боку, є передумовою потенційної затребуваності повної доларизації, то з іншого, 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.

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 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 впливу 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 впливу ресурсів.

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.Джіанніні, 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 формальних обставин до процесу антикризового збільшення резервів центральних банків [343, с. 39-50].

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 устрою для запозичень — GAB (General Arrangements to Borrow); запровадження Нового устрою для запозичень — NAB (New Arrangements to Borrow).

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% [345, с. 93]. 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.

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. 4.8.).

Таблиця 4.8.

**Обіцяні та фактично перераховані кошти кризовим країнам (1997-1999 рр.),
млрд. дол. США [345, с. 91]**

Країна	Обіцяні 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

Як видно з табл. 4.8., якщо обіцяні 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. 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 проявляється у короткостроковому періоді, що зумовлюється торгівельним аспектом взаємозалежності, тоді як у довгостроковому періоді більш значимими можуть виявитися монетарні аспекти, що видно з характеру нерівноваги платіжних балансів в розрізі країн і значення цього для глобальної економіки.

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. К.3. додатку К). Як видно з даної табл., 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, 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 відображатиме 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. К.4. додатку К). Як видно з табл. 4.11. та зауваг Х.Кьолера щодо ролі МВФ у глобальній економіці [391], 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, 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.

Висновки до розділу 4.

Можна виділити наступні принципові риси сучасної глобальної фінансової архітектури та монетарної системи: 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. 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 та відтворення глобальних платіжних дисбалансів у світі. В глобальній економіці формуються своєрідні широкі оптимальні 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 є те, що в сучасних умовах глобальної інтеграції проблеми “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 торговельні, фінансові, валютні та монетарні аспекти глобальної взаємозалежності можуть не співпадати, внаслідок чого відсутність інтрарегіональної компоненти розвитку робить такі країни надзвичайно вразливими до коливання валютних курсів, переш за все, між долларом та євро.

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 міркувань підтримання глобальної стабільності будуть неефективними як з міркувань того, що провідні центральні банки не відступлять від пріоритету 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. 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. З іншого боку, простежується тенденція до послаблення участі центральних банків в процесах міжнародної координації макрополітики, з огляду на те, що монетарна політика здійснюється з орієнтацією на цінову стабільність і це інституціонально формалізовано, тоді як індикатором застосування макроорддинаційних рішень на міжнародному рівні є валютні курси та платіжні баланси. 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.

Функціонування МВФ зазнає суттєвих змін. Формується тенденція нав'язування МВФ ролі міжнародного 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. 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.

РОЗДІЛ 5. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ПОСТСОЦІАЛІСТИЧНИХ КРАЇН У ГЛОБАЛІЗАЦІЙНОМУ РАКУРСІ

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. 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.

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 досі. 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 рамкових 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. Л.1. - Л.1.1. додатку Л) 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.

Етап гіперінфляції та макростабілізації демонструє вищий рівень варіативності цінової динаміки в розрізі постсоціалістичних країн. Це обумовлено тим, що на даному етапі почали яскраво 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, тоді як перший імпульс зростання цін пов’язаний з лібералізацією, що доводиться емпірично [361].

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 ЄБРР [408]. 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 для України в період гіперінфляції, 1992-1994 рр. [37, с. 170, 174, 175]

	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
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

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) [466, с. 615-640], набуває специфічних форм підтвердження у трансформаційних економіках (див. табл. Л.3. додатку Л). Як видно з табл. Л.3. додатку Л, 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 підвищило 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 переваг [413, с. 6]. 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 макроекономічної 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) [60, с. 125-135]. Щодо вітчизняної економіки, то у ній домінуюче 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 зовнішньоторгівельного обміну; інфляційної інерції, яка зберігається в результаті змін принципів індексації, а також повільної приватизації та демонополізації...” [83, с.

81]. 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.

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 інфляційних 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. 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 зростає 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 ринок [60, с. 91, 107]. З цього випливає, що приплив міжнародного капіталу на вітчизняний борговий ринок супроводжувався зниженням інфляції, а відплив внаслідок валютно-фінансової дестабілізації у наступному році — двократним підвищенням. Таке явище можна пояснити тим, наскільки присутність нерезидентів на фінансовому ринку України асоціювалася із відносною 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 відплив капіталів відбувся на тлі макродестабілізації, 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.

Четвертий етап (з 2001 р.) розвитку інфляційних процесів пов'язаний з активізацією сукупності макроекономічних та інституціональних детермінант реалізації 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 (див. дані табл. Л.1.1, Л.1.2. додатку Л та індекси незалежності центробанків рис. М.1. додатку М). Підвищення уваги до проблеми подальшої мінімізації інфляції, незалежно від євроінтеграційних чинників цього явища, має дві важливих 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 випливає 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 припливі 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 [182, 15-75], і зовнішня розбалансованість є прикметною рисою ринкової трансформації (див. табл. Н.1.-Н.2. додатку Н).

В більшості випадків значна зовнішня нерівновага обумовлюється певним набором факторів, серед яких можна виділити загально-макроекономічні, монетарні та 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. Монетарні 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 [253]. 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 Словенії [318, с. 92-95]. 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. Н.2. додатку Н). 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 ставленні 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.

Слід зазначити, що для припливу капіталів (його динаміку та структуру демонструє табл. Н.2. додатку Н) існує цілий ряд об'єктивних передумов (лібералізація, відкриття внутрішніх споживчих та фінансових ринків, приватизація, вища доходність порівняно з середньосвітовою 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 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 випливає з монетарних умов (наприклад, страхування активів від інфляції тощо), з її пропозицією, яка випливає 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. Н.2. додатку Н, в групі трансформаційних економік впродовж 1995-2004 рр. спостерігається в середньому щорічне збільшення резервних активів центральних банків на 17,5 млрд. дол. США. Причому, вищі 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:

$$Y = 1,04X1 + 1,42X2 + 0,7X3 + 1,16X4 + 0,46 \quad (5.1.)$$

$R^2 = 0,97$; F-критерій = 51,43; F-теоретичне = 5,19 (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 вплив 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. [318, с. 96]. 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 інфляціогенні 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), 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 є безпосереднім фактором валютно-фінансової дестабілізації, або обов'язковою складовою кризи платіжного балансу першого покоління. 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 підходу Баласси-Самуельсона реальна ревальвація є результатом зростання продуктивності у секторі, що виробляє товари, які є предметами міжнародної торгівлі. Ф.Наталацці та Ф.Равенна при аналізі постсоціалістичних країн 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 секторах [436]. М. Де Брок 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 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. При цьому, один процент зближення рівня ВВП на душу населення пов'язаний з 0,4% реальної ревальвації [284]. 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, згідно яких тенденція до реальної ревальвації впливає з завищеного рівня інвестицій у ВВП впродовж естатичного періоду, нерозвинутого третинного сектора, внаслідок чого ринкова трансформація призводить до збільшення рівноважного рівня споживання, підтримання якого потребує реальної ревальвації. Як наслідок, 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 курсу [356; 350].

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 постсоціалістичні економіки був привнесений МВФ). 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 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% [134, с. 109]. 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 рази [436, с. 38].

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. Можна 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.

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, що в процесі ринкової трансформації додатково посилюється за рахунок факторів, які впливають з нееластичності сукупної пропозиції та нерозвинутого конкурентного середовища. Емпірично такий зв'язок для України доводять, наприклад, В. Шевчук [181] та О.Петрик і Ю.Половнєв [130], Росії — Б.Гранвілл [33], Польщі — П.Бофінгер, Г.

Флассбек, Л.Хоффманн [14, с. 30]. 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 єдино можливим рішенням в умовах трансформації. ... Фіксований валютний курс виконував роль ефективного стабілізуючого номінального якоря економіки. ...таргетування грошової маси робить можливим прямо реагувати на специфіку економічного розвитку” [376]. 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” [475].

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 ПІІ, бюджетний дефіцит та пропозиція короткострокових боргових цінних паперів уряду під достатньо високі процентні ставки, з'являється конфлікт цілей монетарної політики. Так, розширення грошової бази, через нагромадження, в даному випадку, зовнішніх активів, через грошовий мультиплікатор призводить до збільшення грошової маси. Зростання грошової пропозиції посилить 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 [75, с. 254-256]. Подібні кризи на прикладі Росії описані Б.Гранвіллом [33], Польщі — А.Славінські [473], Чехії — в ґрунтуванні переходу до таргетування інфляції [376].

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. Мобільність капіталу, асоційована з глобалізацією, унеможливорює 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-курсових режимів пов'язана з двома факторами: дезінфляція та мобільність капіталу [273, с. 5]. 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 платіжного 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 інфляційного 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. Рада з монетарної політики польського центрального банку описує умови, за яких ефективність таргетування грошової маси знижується: 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 еластичність його реакцій на зміни у структурі балансу Національного банку Польщі спотворюють дію трансмісійного механізму [475]. Щодо 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 [376].

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.

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 та 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, впливає з того, що чим більшою мірою зближуватиметься їх економіки з ЄС, тим більшою мірою слід очікувати припливу ПІІ 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 ЄС [413, с. 16-22]. Так, К. Тіманн зауважує, що виконання конвергенційних критеріїв з 1993 р. розглядаються як тест на можливість приєднання до ЄС [164, с. 252]. 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. Зокрема, перехід до інфляційного таргетування є одним з елементів адаптації 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, 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. 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, на чому наголошує, наприклад, О.Буторіна [17, с. 50]. При цьому, тривалість процесу вступу у зону євро для нових членів ЄС буде коротшою, ніж сам процес розвитку ЄВС 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 ЄВС та відповідної трансформації їх макроекономічної політики та її інституціонального каркасу, що, в підсумку, і уможливорює створення об'єктивного економічного підґрунтя для відповідного політичного вибору.

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. 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, на чому наголошують у Національному банку Польщі (НБП) [192, с. 87]. Однак затребуваність запровадження євро 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, а не просто вихід на якісно новий рівень інтеграції.

Можна констатувати, що процес інтеграції постсоціалістичних країн із зоною євро відбувається на основі дещо специфічного гносеологічного підґрунтя.

По-перше, факторам відповідності оптимальній валютній зоні не надається значення наріжного каменя в обґрунтуванні характеру та швидкості процесу зближення з євро зоною. Наприклад, 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” [17, с. 52]. 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 Британії 0,45 [481, с. 17]. 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 країнах, 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, відносно макроекономічну сталість, глибокі внутрішні структурні зрушення та становлення демократичних інституцій тощо. За рахунок цього, фактори глобалізації актуалізують вищу значимість валютної інтеграції для постсоціалістичних країн. Відповідно, інші засади, аніж традиційні теоретичні принципи 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 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. 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 не є достатньо глибокими для абсорбування асиметричних шоків тощо) та кристалізації (наприклад, визначення суспільно оптимального рівня інфляції та прийняттого рівня бюджетних дефіцитів і боргового тягара 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, зокрема, Естонії [296], Литви [448], Словаччини [474]. 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 макropolітики та конкуренції повинні перетворитися на фактор внутрішніх структурних реформ. Саме за рахунок цього, в сукупності, створюватимуться рамкові передумови для реалізації політики наздогону розвинутих європейських країн [489, с. 3].

Наголос на тому, що саме із запровадженням євро пов'язаний процес подальшого поглиблення структурних реформ, робить Л.Бальцерович, який відзначає, що затримка із запровадженням євро є більш шкідливою, ніж передчасне запровадження, що впливає з адаптації постсоціалістичної економіки до виконання критеріїв євроконвергенції [209].

При цьому, підхід Банку Словенії суттєво відрізняється. Він більшою мірою спирається на концепт оптимальних валютних зон: низька ймовірність асиметричних шоків між словенською економікою і євролендом та перебування першої у гравітаційному полі другої [454, с. 8-18].

Більш складне бачення втрат і вигод від євроінтеграції демонструють фахівці НБП. 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 інфляції [192, с. 15-41]. 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) [192, с. 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, напряду пов'язано з двома закономірностями. По-перше, створення сприятливих стимулів для торгівлі з ЄС. По-друге, орієнтація на теорію оптимальних валютних зон є недоречна, оскільки вона перебільшує значення втрати автономної монетарної політики. В даному випадку, це впливає з того, що в умовах високого рівня відкритості економіки плаваючі курси не можуть ефективно виконати роль стабілізатора, що впливає з проблеми високої мобільності капіталів. Якщо прийняти до уваги, що плаваючі курси можуть суттєво і на тривалий термін відхилятися від фундаментально рівноважних значень, то це створює підґрунтя для тих чи інших економічних потрясінь внаслідок шокового або кризового пристосування до нових рівноважних умов [192, с. 87].

Як видно з проведеного аналізу ґносеологічних 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. 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 [489, с. 3]. 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 [192, с. 88].

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 найбільшimi 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.

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 нами 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 додержання 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 $\pm 15\%$) та фінансові (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. 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-курсний 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 нейтралізуватимуться 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 щодо 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 країнах випливає 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. Внаслідок 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. 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.

Б) Інтеграція з фінансовим простором, об'єднаним функціонуванням євро, 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% [17, с. 56]. 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. 3.4 (параграф 3.1.) 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 інфляцію та ВВП-розрив [428, с. 11]. Те, що у Чехії та Польщі така реакція є менш вираженою, ніж в Угорщині, зокрема, впливає 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. 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, 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% [2, с. 80].

Втім, ефективною таку пріоритетність 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 коливань. 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. Це особливо актуально в світлі досвіду валютно-фінансових потрясінь 1996-1999 рр. 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 напряду 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 боргу [457, с. 57-59]. Монетарна політика стикається з проблемою того, що значні коливання валютного курсу можуть негативно позначатися на стані фінансового сектора з подальшою негативною екстраполяцією на процеси внутрішнього фінансування інвестицій та підтримання споживання. Слід також прийняти до уваги, що, відповідно до теоретичних моделей імперфекцій глобальних ринків капіталу, згідно яких волатильність глобального ринку підвищується мірою зростання кількості інструментів, що обертаються на ньому, подальша інтеграція постсоціалістичних економік з міжнародними фінансовими ринками створює принципове ендегенне 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 інтрарегіональної фінансової інтеграції, спостерігається достатньо високий рівень зв'язку між динамікою валютних резервів указаних країн у відповідь на коливання валютних курсів та потоки капіталу [318, с. 96]. 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

трансмисійний 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 випливає 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 випливає з акселерації внутрішнього попиту за рахунок номінальної ревальвації), то вразливість країни різко підвищується, а можливий маневр центрального банку у 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 впливає 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 збитків [294, с. 25]).

Так, необхідність забезпечення монетарної автономії в процесі євроінтеграції розглядається і з формальної точки зору (вимоги ЄС), і з технічної (можливість функціонування в ЄСЦБ). 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 ERM 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 ERM I. При цьому, відхилення від ERM 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 Греції [309, с. 3-4; 385, с. 3-4]. Якщо ERM II передбачає діапазон коливань 15%, то ERM I — 2,5%, що суттєво змінює спектр можливостей центральних банків 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 проблем [309, с. 5].

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 з тим, які впливають з формальних приписів Маастрихтської угоди [385, с. 4-16]. З одного боку, така ситуація не відображає відмінності між процесом конвергенції, який мав місце при створенні 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 ПІІ, 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%). 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 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 звужує 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. Також, така потреба випливає 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 інфляціогенним 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 ендogenous 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 курсової стабільності повною мірою забезпечити і так не вдасться (принаймні в межах діапазону $\pm 2,5\%$), а критеріальний рівень інфляції з вищою ймовірністю може опускатися.

По-четверте, із запровадженням обмежень на коливання валютних курсів в рамках ERM II актуалізується проблема спекулятивних атак.

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 коридорів, 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, Й.Старка, нові кандидати на вступ до зони євро не зможуть підтримувати вузький коридор коливання валютних курсів, передбачений ERM I (тобто у 2,5%) [476]. Ф.Наталацці та Ф.Равенна ще більш песимістичні: нові потенційні члени зони євро 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 ситуацію [436].

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 рік [385, с. 6]. 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 набагато важче виконувати монетарні нормативи, порівняно, наприклад, зі Швецією, чи порівняно з фіскальними нормативами (див. табл. Н.3. додатку Н).

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. Згідно нього, перехід на систему валютної ради з прив'язкою до євро і буде найкоротшим шляхом до переходу на дану валюту [101, с. 325]. 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.

Більш сучасні дослідження сформулювали інше ставлення до валютної ради. Згідно них, механічне запровадження даного монетарного режиму 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 пристосування 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 фіксація [413, с. 12-17].

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 Д.Бегга, Б.Ейченґріна, Л.Халперна, Й. вон Хагена, Ч.Виплоша 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 Баласси-Самуельсона, орієнтація монетарної політики на мінімізацію інфляції за одночасного підтримання обмеженого діапазону коливань валютних курсів, що випливає з необхідності приєднання до системи ERM 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. [218].

Однак, найбільших заперечень процес односторонньої євроізації викликає з формальної точки зору (до інших, зокрема, належать: втрата сенйоражу та участі в ухваленні монетарних рішень в Раді ЄЦБ тощо). Наприклад, І.Костов та Й.Костова на прикладі Болгарії 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 корисності [392].

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. Н.3. додатку Н) 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 порушувати. 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. Н.3. додатку Н, 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 зайвою [309, с. 6]. 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 випливає, 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 випливає з ряду причин. А) Це створює передумови для більш значного досвіду плавання, внаслідок чого згладжене значення номінального курсу за триваліший період буде більшою 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 дестабілізацію [493, с. 22-23]. 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.

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-курсових 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 випливає з дослідженні Р.Саппела [481], синхронізація ділових циклів в зоні євро та нових членах ЄС не кореспондує з характером валютно-курсового 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-курсових 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 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 на пряму 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 виявилися набагато вищими, ніж аналогічні у розвинутих країнах [63]. 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 інфляційних 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 країн [493, с. 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 резервуванню [75, с. 176]. Однак, можливість підтримання такого ліберального режиму обов'язкового резервування детермінується структурною відмінністю економік єврозони і кандидатів на вступ до неї. 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 розглядались як стратегічні завдання з реформування монетарної політики взагалі та у контексті євроінтеграції зокрема [75, с. 264-265].

Фіскальна політика. Необхідність випереджуючих та послідуєчих 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 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. Н.3. додатку Н, критерій стосовно державного боргу дотримується усіма новими членами ЄС. Втім, по показниках бюджетного дефіциту Чехія, Польща, Угорщина, Словенія на загал 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*). 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 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. 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.

По-четверте, приплив капіталів на ринок державного боргу може підвищити нестабільність внутрішньої грошової пропозиції. Це обумовлено тим, що коливання 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.

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 еластичну реакцію фіскальної політики на коливання ділового циклу. Відповідно, для того щоб вийти на траєкторію циклічної бюджетної збалансованості необхідне початкове зменшення автономних бюджетних витрат, яке, окрім цього, виступить додатковим сприятливим підґрунтям для ефективнішого виконання центральними банками монетарних критеріїв конвергенції.

По-сьоме, випереджаюча реакція на євроінтеграцію у вигляді забезпечення бюджетного балансу також впливає з характерного послідуєчого 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. Н.3. додатку Н, 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 монетарної 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 плановірність даного процесу. Зокрема, необхідність плановірності 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 євростандартів 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 макроекономічної політики; макроекономічної, зокрема, монетарної однорідності; технологічної (технічної) сумісності (характеристику даних принципів див. у табл. 5.2.).

Таблиця 5.2.

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 мікроодиниць. Внаслідок цього повинно відбутись наближення до системної цілісності засад, принципів та характеру операційного функціонування ЄЦБ та національних центральних банків країн-кандидатів.	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 плаваючих 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	Реформування системи монетарних інструментів: стандартизація відповідно до методології ЄЦБ операцій відкритого ринку 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.	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. 5.2., 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 переключасться 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 в кандидатах на приєднання до зони євро відповідно до маастрихтських стандартів щодо автономії центробанків 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 приєднання [294, с. 23-32]. При цьому, як наголошується в даному аналізі, перехід на мандат забезпечення стабільності цін є умовою вступу до ЄС, який передуює 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 сумісності 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 макропріоритети, 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 країни-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 фінансової 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 фінансова 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 більша, 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 фінансової, 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 імплементативного шоку в процесі інтеграції теоретично повинна відбуватись за рахунок застосування інших монетарних інструментів. Втім, в умовах невизначеності та відсутності нових знань про характер монетарної трансмісії 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 принципових 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 2003-2005 рр. внаслідок прискореного нагромадження валютних резервів в умовах платіжного профіциту (детальніше макроситуацію в Україні презентує табл. Н.4. додатку Н). 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 ціллю вітчизняної політики вступ 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 якраз 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 Беларуссю [354]. 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. 5.3.

Таблиця 5.3.

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 усуватиме 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 перемішатимуться 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 ємних глобальних ринків товарів, капіталів та технологій, 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 геоекономічному 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 впливає 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 впливає 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 до розділу 5.

Основний вплив глобалізації на монетарну політику перехідних суспільств справляється через канал високої торговельної відкритості, волатильності короткострокових капіталів, припливу ПІІ та ефекту Баласи-Самуельсона. Дані канали виступили і інфляціогенними факторами, і факторами стримання інфляції, і факторами реальної ревальвації валютного курсу, але в сукупності вони відображають суперечливий вплив на центробанки, понад усе — загострюють конфлікт цілей щодо контролю за внутрішньою інфляцією і намаганнями обмежити коливання валютних курсів, зокрема, послаблюючи тенденцію до його переоцінки. 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. Але, чим більш глибоко реформованою стає трансформаційна економіка, тим більшим пріоритетом стає політика підтримання цінової стабільності, порівняно з обмеженням коливань валютних курсів і створення стимулів для зовнішньої конкурентоспроможності.

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 підвищення мобільності капіталів; 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 зробити такі висновки для України: 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.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведене узагальнення і нове вирішення проблеми теоретичних підходів до дослідження закономірностей трансформації центральних банків в умовах глобалізації, 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). 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.

На основі розробленого методологічного підходу до етапізації розвитку центральних банків виявлено їх п'ять історичних типів та на основі всебічного аналізу сучасних процесів трансформації монетарних органів стверджується, що утвердження сучасного історичного типу стає загальною закономірністю такої

еволюції, яка співпадає у часі з розвитком процесів глобалізації. Крім того, глобалізація створює передумови для того, що саме сучасний історичний тип центральних банків є найбільш ефективним інституціональним та функціональним фактором забезпечення проведення стабільної монетарної політики та підтримання макрофінансової стабільності в країні.

Із глобалізацією пов'язані фундаментальні зміни у зовнішньому оточенні центральних банків, макроекономічних процесах, характері реалізації монетарної політики. Зокрема, найбільш фундаментальним явищем є те, що глобалізація створює ендогенні передумови для зниження інфляції, водночас ризик інфляційної дестабілізації зростає, а економічні наслідки для країни від послаблення контролю за інфляцією є пропорційними до того, наскільки інтегрована країна з глобальною економікою. Глобалізація стає безпосереднім фактором підвищення нейтральності монетарної політики (що видно з аналізу зв'язку між інфляцією і безробіттям на прикладі розвинутих країн), втім, характер такої нейтральності суттєво відрізняється в розрізі великих та малих економік. Також із глобалізацією пов'язані відмінності в характері зв'язків між такими факторами монетарного вибору як інфляція, динаміка ВВП і безробіття та ступенем відкритості економіки, який для великих економік є нижчим, ніж для малих. Із глобалізацією фінансових ринків пов'язана закономірність, коли довгострокові ставки починають вирівнюватися швидше, ніж короткострокові. З одного боку, це свідчить про те, що центральні банки зіткнулися з проблемою суттєвого послаблення своєї спроможності проводити політику стабілізації ВВП, але з іншого боку, з огляду на збереження кореляції між такими ставками, можна констатувати відсутність повної інтеграції фінансових ринків.

На тлі глобалізації актуалізується така закономірність як трансформація інституціонального каркасу центральних банків. Зокрема, найбільш яскравим проявом цього є делегування центробанкам мандату на здійснення політики стабільності цін, оскільки це є відображенням адаптації до зростання затребуваності ринкового саморегулювання та інноваційності в умовах загострення глобальної конкуренції. Макроекономічний вимір цього напряму впливає з забезпечення жорсткого інституціонального захисту незалежності монетарних органів, а останній

слугує засобом запобігання макроекономічній дестабілізації, викликаній неконтрольованою інфляцією, втрати від якої мультиплікуються рівнем розвитку глобалізаційних процесів.

Лібералізація руху капіталу та перехід до плаваючих курсів створили передумови для швидкого розвитку міжнародних валютних та фінансових ринків. При цьому, глобалізація детермінує складне переплетення затребуваності 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 на користь плавання, то країни, що розвиваються, попри оголошення плаваючого курсу, тяжіють до його фіксованого значення, породжуючи фундаментальні ризики для макрофінансової стабільності в умовах глобалізації, оскільки остання конфліктує 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 та імперфекцій міжнародних фінансових ринків і збереження недовіри ринків до монетарної політики в країнах, що розвиваються, навіть попри кардинальну дезінфляцію і ряд позитивних інституціональних змін у сфері функціонування центральних банків.

В умовах глобалізації традиційні уявлення про передумови та детермінанти формування валютних союзів, представлені в основному теорією оптимальних валютних зон, потребують перегляду. Дана теорія вже не може вважатися ґносеологічним підґрунтям формування валютних союзів в умовах глобалізації, оскільки остання породжує цілий комплекс передумов для монетарної уніфікації, серед яких слід виділити три зрізи: відтворювальний (формування 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); макроекономічний

(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; усуваються передумови для регіонального поширення валютних криз та створюються передумови для розвитку інtrarегіональної торгівлі; зона єдиної валюти є потужним фактором розвитку та поглиблення фінансових ринків, внаслідок чого послаблюється залежність від зовнішніх потоків капіталу); інституціональний (створення монетарних інституцій валютного союзу забезпечує вищий рівень стабільності макроекономічної політики (незалежність центрального банку та мандат на проведення політики стабільності цін; фінансова 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 зважається 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 роллю 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. Платіжний дефіцит Сполучених Штатів 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 та відтворення платіжних дисбалансів у світі.

У 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. 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 торговельні, фінансові, валютні та монетарні аспекти глобальної взаємозалежності можуть не співпадати, внаслідок чого відсутність інтрарегіональної компоненти розвитку робить такі країни надзвичайно вразливими до коливання валютних курсів, переш за все, між доларом та євро.

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 пріоритету 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'язується реалізація міжнародної координації макрополітики 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 макрополітики, 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 міжнародного 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 сприяють 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 справляється 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 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. 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. 195-214.
7. Бегт Д., Джавацци Ф., Выпловш 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 экономике. — М.: Таурус; Просперус, 1994. — 472 с.
16. Бурда М., Виплош 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. Дзюблук О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. — К.: Поліграфкнига, 2000. — 512 с.
38. Дзюблук 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., Фишер С. Макроекономіка: 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 ТАНУ. — 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 ТАНУ. — 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. Еволюция западных концепций глобализации (статья первая) // МЭиМО. — 2002. — №1. — С. 24-30.
80. Коллонтай В. Еволюция западных концепций глобализации (статья вторая) // МЭиМО. — 2002. — №2. — С. 32-39.
81. Колодко Г. 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 Г. Ж. Польша 2000. Новая экономическая стратегия. — Варшава: Польтекст, 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. Политэкономика 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., Половнєв 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., Мастропаскуа 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 відносин. — 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. Рогащ, 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 європейський 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., Мусієнко 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., Eijffinger 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. 1.
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 Economics 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 Polismakers' 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. 2004. — BIS., 2004. — P. 72-75.
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. Danbrovsky M., Gortat R. Political Determinants of Economic Reforms in Former Communist Countries. — Warsaw: CSER, 2002. — P. 40.
281. Debelles G. Central Bank Independence: A Free Lunch? // IMF Working Paper. — 1996. — WP/96/1 // www.imf.org
282. Debelles G., Masson P., Savastano M., Sharma S. Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy // IMF Economic Issues. — 1998. // www.imf.org.
283. Debelles 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., Slock 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, ed. 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 stabilizacji długu 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. — Washington (D.C.): IMF, 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 Annual Report. 2004. — Wash., D.C.: IMF, 2004. — P. 102-104.
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 P., Milesi-Ferretti G.-M. Financial Globalization and Exchange Rates // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/3. — P. 1-45.
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 Theoty: 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. Sredniokresowa strategia polityki pienieznej na lata 1999-2003. Rada Polityki Pienieoxnej // 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.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Таблиця А.1.

Відношення зовнішньої торгівлі до ВВП

[28, с. 24; 151, с. 57; 183, с. 19; 516, с. 332-334; 5; 322-324]

	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

Таблиця А.2.

Поточний рахунок платіжного балансу як % ВВП з 1870 р. [487]

	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

	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.	Затребуваність екзогенного чинника, з одного боку, продовжувала відповідати уявленням про засоби забезпечення грошової	Прив'язка валют до долара, а долара до золота розглядалась як засіб збереження контролю за монетарною експансією. Можливість	В системі плаваючих валютних курсів така затребуваність відсутня в принципі, що теоретично не повинно накладати жодних екзогенних

	Через це мінімізувалось втручання держави в економічні процеси через емісійну компетенцію створюваних центральних банків.	стабільності, з іншого, — виступала засобом стабілізації обігу.	проведення девальвацій відображала послаблення дії екзогенного чинника макрополітики у чистому вигляді.	обмежень на внутрішню макрополітику.
1) Наслідки для цілісності системи міжнародної економіки	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 фіксованих курсів та конвертованості долара у золото 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) Імплементаційний аспект в системі "трилеми"	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) Стимули для розвитку глобалізації	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 відображалось 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 девальзації. 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 унеможливає 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 ізоляціоністських 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>Імплементацийний аспект в системі "трилеми"</i>	Відповідно, те саме.	Ізоляціонізм забезпечувався або за рахунок відмови від фіксованих курсів та їх прив'язки до золота, або за рахунок введення обмежень на рух товарів та капіталів.	Можливість послаблення симетрії досягалась через засоби девальвації/ревальвації та обмеження на рух капіталів. Коли контроль за мобільністю капіталів ускладнився, роль коректування валютного курсу підвищилась.	Відповідно, те саме.
3) <i>Стимули для розвитку глобалізації</i>	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 цією системи.	Стимулює розвиток глобалізації цих 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 макрополітики 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. А.1. Еволюція міжнародного валютного устрою і його значення для глобалізації та цілісності міжнародної економіки

Елементи системи			Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
Емісійна компетенція та характер рестрикцій	Головне завдання та характер його формалізації	Незалежність	<i>laissez faire</i> та кількісна теорія класичної школи	Епоха золотого стандарту (1880-1914 рр.)
Емісія прив'язується до зміни в обсягах резервного активу (золота)	Забезпечення розмінності банкнот на золото та збереження резервів, внаслідок чого монетарна політика орієнтується на дотримання зовнішньої рівноваги	Забезпечується механічно через функціонування золотого стандарту і не потребує додаткової політико-інституціональної формалізації		
Елементи підсистеми				
Монетарні інструменти				
В основному застосовуються через проведення операцій на відкритих ринках та переобліку векселів для захисту від впливу резервів та нейтралізації впливу коливання грошової маси внаслідок коливання обсягу резервів				

Рис. А.2. Тип центрального банку епохи золотого стандарту

Елементи системи			Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
Емісійна компетенція та характер рестрикцій	Головне завдання та характер його формалізації	Незалежність	Кейнсіанські та неокейнсіанські теорії економічного зростання, автоматичних стабілізаторів, циклічного згладжування	Після Другої світової війни до середини 1970-х, окремих країнах (першу чергу Латинської Америки та Африки) до 1980-1990-х рр. й по даний час.
Монопольна емісія, частково не пов'язана зі зміною обсягів резервних активів в рамках функціонування Бреттон-вудської системи	Орієнтація на економічне зростання та/або стабільність грошей, що легітимізується у юридичній формалізації	Має відносний характер з огляду на те, що монетарна політика стає акomodативною щодо фіскальної чи структурної		
Елементи підсистеми				
Монетарні інструменти	Запровадження трирівневої ієрархії цілей монетарної політики (таргетування)			

В основному застосовуються операції відкритого ринку, але підвищується роль мінімальних обов'язкових резервів для стабілізації істотних зсувів грошової маси.	Досягнення поставлених завдань забезпечується через досягнення монетарних цілей як грошових величин. З огляду на кейнсіанську доктрину, домінуюча проміжна ціль — процентна ставка. Але з огляду на дихотомію “інфляція-безробіття” в рамках макроекономічного вибору, зміна монетарних цілей відображає реакції на циклічні коливання економіки.		

Рис. А.3. Акомодативний тип центральних банків

Елементи системи			Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
Емісійна компетенція та характер рестрикцій	Головне завдання та характер його формалізації	Незалежність	Монетаризм	З другої половини 1970-х до середини 1980-х рр., а в окремих країнах по даний час
Монопольна емісія необмежена екзогенними зобов'язаннями	Визначення повинно чітко окреслювати антиінфляційний характер дефініції, проте з огляду на політичний процес їх легітимізації можуть визначатись як у попередньому випадку	Забезпечення її високого рівня є невід'ємним елементом успішності контролю за грошовою масою		
Елементи підсистеми				
Монетарні інструменти	Трирівнева ієрархія монетарних цілей	Орієнтація на емпіричні правила політики		
В основному застосовуються операції відкритого ринку, але підвищується роль мінімальних обов'язкових резервів з метою контролю за інфляціогенним приростом грошових агрегатів	Роль такої проміжної цілі як грошова маса стає домінуючою, а її кількісний вираз не повинен реагувати на циклічні зрушення	В окремих випадках емпіричне правило, легітимізоване у певний спосіб, ефективніше за таргетування з огляду на його ні до чого не зобов'язуючий характер. Однак з огляду на політичну та функціональну складність імплементації, не набуло широкого поширення.		

Рис. А.4. Монетаристський тип центрального банку

Елементи системи			Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
Емісійна компетенція та характер рестрикцій	Головне завдання та характер його формалізації	Незалежність	Радянська політекономія	Період існування СРСР та соціалістичного табору
Монополія на емісію без екзогенних обмежень.	Забезпечення господарського обороту грошми*	Відсутня в принципі		
Елементи підсистеми				
Касове та кредитне планування		Кредитні операції на мікрорівні		
Привнесення елементів планування в грошовий обіг з метою доведення ефективності його функціонування при соціалізмі та вирішення “капіталістичної” проблеми безробіття та інфляції.		Кредитування господарських суб’єктів в рамках функціонування монобанківської структури.		

* Як показує дослідження А.Бузгаліна, гроші за соціалізму виконували роль облікових одиниць і не були грошми в економічному розумінні [15, с. 275-280].

Рис. А.5. Етатичний тип центрального банку

Елементи системи					Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
Емісійна компетенція та характер рестрикцій		Головне завдання та характер його формалізації		Незалежність	Нова макро-економіка та неокласика (школа раціональних очікувань)	З початку 1990-х
Монопольна емісія необмежена екзогенними зобов'язаннями		Забезпечення стабільності цін, або подібні дефініції з чітко окресленим антиінфляційним мандатом		Забезпечення її високого рівня є невід'ємним елементом успішної політики стабільних цін та запобігання інфляційному зміщенню		
Елементи підсистеми						
Монетарні інструменти	Таргетування інфляції	Відповідальність (accountability)	Формування довіри (credibility)	Транспарентність та прозорість		

Домінування операцій на відкритих ринках та послаблення ролі обов'язкових резервів	Послаблення трирівневої ієрархії монетарних цілей та запровадження прямого таргетування інфляції як емпірично орієнтованого правила політики	Формування системи відповідальності за недосягнення легітимізованих інфляційних цілей	Формування довіри до політики є невід'ємним елементом впливу на ринкові очікування ринків. Довіра полегшує досягнення цілей та запобігає інфляційному зміщенню	Забезпечує контроль з боку ринків за політикою центрального банку та формує довіру до нього з огляду на інтерпретацію його рішень та поведінки за того чи іншого рівня інформаційної асиметрії		

Рис. А.6. Сучасний тин центрального банку

ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1.

Відкритість у світовій економіці, % ВВП [516, с. 332-334; 517, с. 322-324]

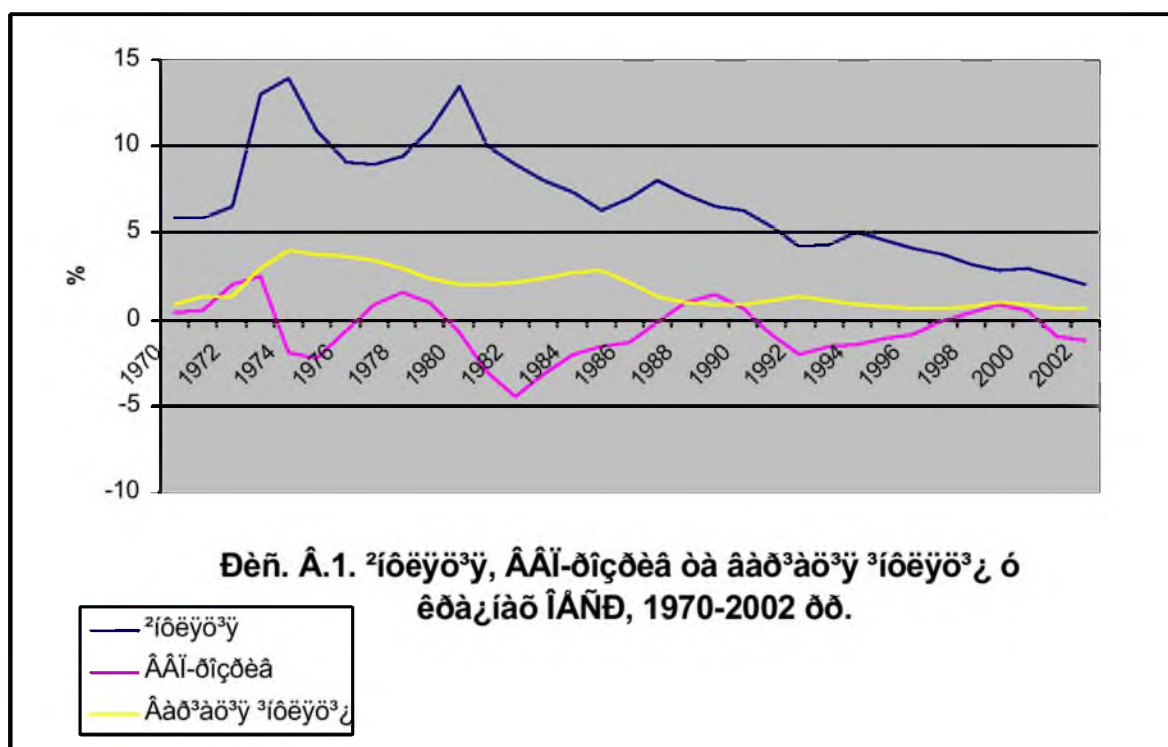
	Зовнішня торгівля			Валові потоки приватного капіталу	
	1990	2000	2003	1990	2000
Афганістан	-	-	28,1	-	-
Албанія	29,0	35,7	37,8	18,0	6,5
Алжир	36,6	53,8	56,6	2,6	-
Ангола	53,5	127,5	98,0	10,1	44,9
Аргентина	11,6	18,1	33,3	8,2	10,9
Вірменія	-	61,9	69,4	-	17,8
Австралія	26,4	34,7	30,7	9,3	17,4
Австрія	55,9	70,1	76,7	9,8	49,7
Азербайджан	-	59,6	73,1	-	3,0
Бангладеш	17,6	31,5	31,6	0,9	3,6
Беларусь	-	53,0	122,7	-	2,0
Бельгія	120,3	138,1	172,3	18,5	120,5
Бенін	30,0	45,1	37,4	10,7	13,4
Болівія	33,1	35,9	40,5	3,1	14,2
Боснія і Герцеговина	-	87,4	83,7	-	-
Ботсвана	99,0	92,9	70,6	9,1	6,9
Бразилія	11,6	19,1	25,1	1,9	10,9
Болгарія	48,9	93,1	92,8	39,2	20,7
Буркіна Фасо	24,9	35,3	28,0	1,1	-
Бурунді	27,0	28,6	32,7	3,7	6,4
Камбоджа	22,4	40,2	80,5	3,2	6,8
Камерун	30,5	36,5	36,6	15,5	-
Канада	43,8	75,8	60,4	8,1	30,0
Центрально Африканська республіка	18,4	29,1	20,4	2,2	-
Чад	27,2	33,6	42,6	5,6	-
Чилі	52,9	51,4	55,9	15,0	24,1
Китай	32,5	43,9	60,1	2,5	12,7
Гон Конг	223,5	256,2	294,8	-	188,8
Колумбія	30,7	30,2	33,8	3,1	12,3
Конго (дем. респ.)	20,2	14,7	45,2	-	-
Конго (респ.)	57,2	105,4	119,4	6,6	-
Коста Ріка	60,2	77,2	78,9	7,0	10,2
Котд'івуар	47,9	75,9	75,3	3,5	6,5
Хорватія	89,3	64,6	70,5	-	19,8
Куба	-	-	-	-	-
Чехія	84,0	120,5	-	-	23,7
Данія	52,6	57,9	144,1	15,1	54,9
Домініканська республіка	73,2	78,6	163,2	5,0	9,3
Екватор	42,8	61,1	-	10,7	31,5
Єгипет	27,4	18,9	72,9	6,8	6,7
Сальвадор	38,4	59,2	87,6	2,0	9,3
Естонія	-	-	148,9	4,0	-
Фінляндія	39,2	65,5	58,7	17,4	88,6
Франція	37,1	46,6	44,2	20,5	36,1
Габон	52,5	88,8	59,7	18,0	24,5
Гамбія	75,4	49,1	50,1	0,9	-
Грузія	-	34,8	37,7	-	4,9

ФРН	46,0	56,3	56,2	9,8	40,8
Гана	35,7	91,4	75,4	2,7	4,5
Греція	33,2	32,5	33,0	3,9	16,1
Гватемала	36,8	39,1	37,8	2,9	22,4
Гвінея	26,3	40,2	45,3	3,9	4,0
Гвінея-Бісау	55,7	83,5	87,6	23,0	1,3
Гаїті	16,5	29,6	52,5	1,0	4,1
Гондурас	57,9	70,9	66,0	7,2	9,5
Угорщина	61,5	131,9	108,9	4,6	25,0
Індія	13,1	20,3	21,1	0,8	3,0
Індонезія	41,5	62,4	44,9	4,1	8,5
Іран	27,1	43,1	45,0	2,6	2,3
Ірак	41,2	-	-	-	-
Ірландія	93,9	139,3	95,0	22,2	299,9
Ізраїль	55,0	62,9	61,6	6,2	19,5
Італія	32,0	44,2	39,7	10,6	23,6
Ямайка	70,6	60,9	59,2	9,1	15,7
Японія	17,1	17,7	19,9	5,4	10,3
Йорданія	91,1	77,2	88,6	6,3	5,9
Казахстан	-	77,8	71,4	-	12,3
Кенія	37,0	46,7	42,7	3,6	6,6
Південна Корея	53,4	72,8	61,6	6,2	11,5
Кувейт	59,8	71,9	72,3	19,3	43,0
Киргизія	-	81,3	68,1	-	10,4
Лаос	32,3	52,7	42,5	3,7	8,7
Латвія	-	70,7	73,5	1,7	32,0
Ліван	106,5	42,1	45,8	-	-
Лесото	118,8	100,1	131,5	9,4	15,6
Ліберія	374,1	-	178,1	-	-
Лівія	64,2	-	85,2	7,3	-
Литва	-	81,9	93,8	-	14,3
Македонія	103,8	100,3	77,0	-	17,4
Мадагаскар	28,9	24,8	33,7	1,8	5,0
Малаві	53,1	55,4	68,0	3,2	-
Малайзія	133,3	201,3	174,8	10,3	16,8
Малі	40,4	54,0	50,4	2,0	-
Мавританія	84,1	68,5	84,1	48,8	40,6
Маврикій	106,4	81,6	82,7	7,2	26,2
Мексика	32,1	60,8	54,9	9,2	6,3
Молдова	-	96,8	111,5	-	34,6
Монголія	-	93,4	102,2	-	10,1
Марокко	42,9	56,7	52,3	5,5	3,0
Мозамбік	40,8	35,6	52,0	0,4	15,6
Намібія	88,9	85,2	76,4	17,0	11,4
Непал	24,7	43,2	41,3	3,5	4,8
Нідерланди	87,3	112,5	108,9	29,7	103,6
Нова Зеландія	44,1	54,5	44,0	18,0	19,2
Нікарагуа	95,9	100,9	61,0	9,0	22,1
Нігер	27,0	40,3	32,6	2,8	-
Нігерія	67,8	80,3	53,3	5,9	13,0
Норвегія	53,1	58,4	48,4	11,9	39,4
Оман	77,7	74,8	84,6	3,8	10,2
Пакистан	32,8	32,8	30,3	4,2	2,5
Панама	35,4	42,9	30,4	106,6	49,2
Папуа Нова Гвінея	72,6	81,2	109,1	5,7	27,0
Парагвай	43,9	40,5	55,9	5,4	8,9
Перу	25,5	29,5	28,8	3,2	5,1
Філіппіни	47,6	98,5	94,3	4,4	48,4
Польща	43,9	51,1	58,0	11,0	13,3

Португалія	58,8	58,6	51,7	11,5	53,4	
Румунія	32,8	63,8	73,1	2,9	7,7	
Росія	16,5	60,0	48,2	-	13,3	
Руанда	15,4	14,8	18,3	2,8	2,0	
Саудівська Аравія	65,4	66,0	58,1	9,8	10,8	
Сенегал	34,7	56,8	56,9	4,8	8,8	
Сьєра Леоне	32,0	25,5	49,8	8,0	-	
Сінгапур	309,9	295,3	297,8	54,6	48,5	
Словаччина	110,8	128,5	136,7	-	30,6	
Словенія	102,4	103,9	95,9	3,4	12,5	
ПАР	37,5	47,4	48,5	2,2	13,1	
Іспанія	27,9	47,8	42,1	11,3	47,9	
Шрі Ланка	58,1	73,3	64,7	13,1	7,6	
Судан	7,5	28,7	28,3	0,3	4,6	
Свазіленд	144,7	131,2	104,9	11,2	17,3	
Швеція	46,9	70,3	61,0	34,2	77,0	
Швейцарія	58,4	68,9	60,8	15,9	113,4	
Сирія	53,7	47,8	48,6	18,0	17,6	
Таджикистан	-	146,8	108,1	-	-	
Танзанія	33,9	24,2	33,2	0,2	3,3	
Таїланд	66,1	107,2	109,4	13,5	11,3	
Того	52,1	73,0	57,3	9,6	12,6	
Тринідад і Тобаго	65,9	107,4	78,2	11,4	13,6	
Туніс	73,8	74,0	75,6	9,5	9,3	
Туреччина	23,4	40,0	48,2	4,3	9,3	
Туркменістан	-	93,1	98,9	-	-	
Уганда	8,4	32,9	28,8	1,1	5,0	
Україна	-	89,7	93,1	-	9,5	
ОАР	93,5	119,9	119,4	-	-	
Велика Британія	41,3	43,9	38,7	35,4	125,1	
США	15,8	20,7	18,5	5,7	16,9	
Уругвай	32,7	29,2	39,2	12,7	14,7	
Узбекистан	-	75,9	58,6	-	-	
Венесуела	51,1	39,7	38,6	49,9	12,3	
В'єтнам	79,7	96,0	115,0	-	10,8	
Йемен	46,9	83,0	66,4	16,2	6,9	
Замбія	76,9	54,3	56,4	64,7	-	
Зімбабве	40,7	44,9	20,1	1,7	-	
Світ в цілому	32,4	40,0	20,1	10,3	29,1	
Країни з низьким доходом	26,7	41,3	34,9	3,0	4,8	
Країни з середнім доходом	36,6	53,5	58,3	7,6	12,0	
Східна Азія та країни Тихоокеанського басейну	48,8	65,5	70,5	5,3	13,3	
Європа та Центральна Азія	28,7	65,6	66,7	-	13,6	
Латинська Америка та Кариби	23,2	37,7	42,2	7,9	10,5	
Центрально Східна та Північна Африка	45,4	51,6	50,4	11,5	7,5	
Південна Азія	16,5	24,3	24,1	1,4	3,1	
Африка	41,2	56,8	52,7	5,1	11,0	

Південніше Сахари						
Країни з високим доходом	32,0	37,1	38,3	11,0	33,6	
Країни Європейського валютного союзу	44,9	56,3	-	14,1	49,3	

ДОДАТОК В



Джерело: [405, с. 28].

Таблица В.1.

Фактори зниження волатильності ділового циклу

Фактори	Підфактор	Характеристика
Мікроекономічні	Трансформація зв'язку між інвестиціями та інноваціями	Інновації затребують перманентного оновлення капіталу. Останнє набуває безперервного характеру, формуючи підґрунтя для послаблення залежності між довгостроковою віддачею виробничих факторів і одномоментними інвестиціями в основний капітал
	Совтизація	Розвиток третинного сектора позначився на тенденції до “полегшенні” економічної структури ВВП розвинутих країн. Послуги мають нематеріальний характер і не потребують властивого для матеріального виробництва масштабного нарощування перенесеної вартості, яке має спорадичний характер в світлі концепції довгих хвиль
	Зниження частки запасів в структурі оборотного капіталу та зниження запасів до обороту	Дана тенденція спостерігається з середини 1980-х рр. Реакція бізнес-одиниць на шоки попиту стає більш згладженою та адаптивною [419]. Внаслідок цього створюються мікроекономічні передумови для підвищення гнучкості усієї економіки. Дана тенденція також є свідченням посилення інноваційності економіки, а також наслідком пристосування до більш жорсткої монетарної політики, яка демонструє нижчу акомодацию шокам, порівняно з кейнсіанської добою.

Макроекономічні	Послаблення реакції на циклічні коливання	Намагання згладжувати циклічні коливання може призводити до протилежних наслідків. Відповідно, тенденція до дерегуляції економічної діяльності та послаблення ролі держави в економіці позитивно позначається на стабілізації ділових циклів, оскільки державне втручання перестає бути всеосяжним.
	Зниження інфляції	Циклічні зміни інфляції та безробіття, зумовлюючи контр-дію макроекономічних органів, насправді тільки посилюють проблему інфляції. Стабілізація останньої в рамках відповідної політики впродовж практично усіх 1980-х рр. усунула такий фактор циклічної дестабілізації як вихід цінової динаміки з під контролю та боротьба з цим.
Глобалізаційні	Підвищення торгівельної відкритості	У випадку, коли підвищення торгівельної відкритості пов'язане з розвитком міжсекторної торгівлі, то це може призвести до посилення циклічності, оскільки країна стає вразливою до специфічних шоків [395]. Також зростання торгівельної відкритості позначається на підвищенні вразливості до коливань умов торгівлі. Втім, підвищення відкритості за рахунок зростання інтрасекторної торгівлі має ендогенний вплив на стабілізацію коливань ВВП, оскільки зростає частка проміжного споживання у кінцевому продукті [455]. Також, зростання частки зовнішньої торгівлі у ВВП може означати посилення конкурентоспроможності та внутрішньої гнучкості мікро одиниць. Відкритість також може позитивно позначатись на зниженні волатильності ділової активності через те, що фактори зростання глобального рівня виявляються більш стабільними, ніж національного.
	Підвищення фінансової відкритості	Основними каналами позитивного впливу зростання фінансової відкритості на зниження коливань ВВП є підвищення можливостей для міжчасового згладжування споживання, деконцентрація ризиків за рахунок глобальної диверсифікації, загальне розширення джерел фінансування бізнесу, покращення можливостей у сфері фінансування дефіцитів платіжних балансів за рахунок припливу приватного капіталу, що не потребує вжиття жорстких дефляційних заходів, які могли би позначитись на стисканні внутрішнього попиту, отже, підвищенні циклічних коливань. Фінансова відкритість може справляти позитивний дисциплінуючий ефект щодо макроекономічної політики.

Таблиця В.2.

Волатильність макроекономічних параметрів, 1960-2000 рр. [203, с. 16]

		1960-2000	1960-ті	1970-ті	1980-ті	1990-ті
ВВП	Індустріальні країни*	2,18	1,91	2,46	2,3	1,61
	MFIE**	3,84	3,31	3,22	4,05	3,59
	LFIE***	4,67	3,36	4,88	4,53	2,70
Споживання (приватне)	Індустріальні країни	2,37	1,47	2,16	1,98	1,72
	MFIE	5,18	4,57	4,52	4,09	4,66
	LFIE	6,61	5,36	7,07	7,25	5,72
Дохід	Індустріальні країни	2,73	2,18	2,99	2,54	1,91
	MFIE	5,44	3,60	5,43	5,45	4,78
	LFIE	7,25	4,42	9,64	7,56	4,59
Загальне споживання (приватне + урядове)	Індустріальні країни	1,86	1,38	1,84	1,58	1,38
	MFIE	4,34	3,95	4,19	3,43	4,10
	LFIE	6,40	4,85	6,50	6,34	4,79

* — 21 розвинута країна; ** — країни, більшою мірою інтегровані у міжнародні фінансові ринки, (22 країни); *** Країни, меншою мірою інтегровані у міжнародні фінансові ринки, (33 країни).

Таблиця В.3.

Інфляція у країнах ОЕСР, 1990-2004 рр. [374, Table 1.; 520, с. 185]

Країна	1990-2001	1990-1994	1995-2001	2004
Австралія	7,1	2,64	2,66	2,0
Австрія	3,4	3,41	1,64	1,2
Бельгія	4,1	2,70	1,79	1,6
Канада	5,1	2,52	1,80	1,8
Фінляндія	5,3	2,85	1,58	0,6
Франція	5,5	2,42	1,34	1,6
Німеччина	3,3	3,27	1,49	0,9
Греція	12,6	15,61	4,83	2,8
Ірландія	7,0	2,47	2,99	2,9
Італія	6,7	5,09	2,76	2,1
Японія	3,6	1,77	0,09	-2,0
Нідерланди	3,9	2,91	2,49	1,9
Нова Зеландія	7,1	2,27	1,86	1,9
Норвегія	4,5	2,60	2,33	-0,9
Португалія	10,9	8,40	3,09	2,4
Іспанія	7,6	5,32	2,96	2,8
Швеція	6,3	5,41	1,02	2,0
Швейцарія	3,2	3,56	0,90	0,6
Велика Британія	7,3	4,71	2,49	2,7
США	4,75	3,53	2,45	1,2

Таблиця В.4.

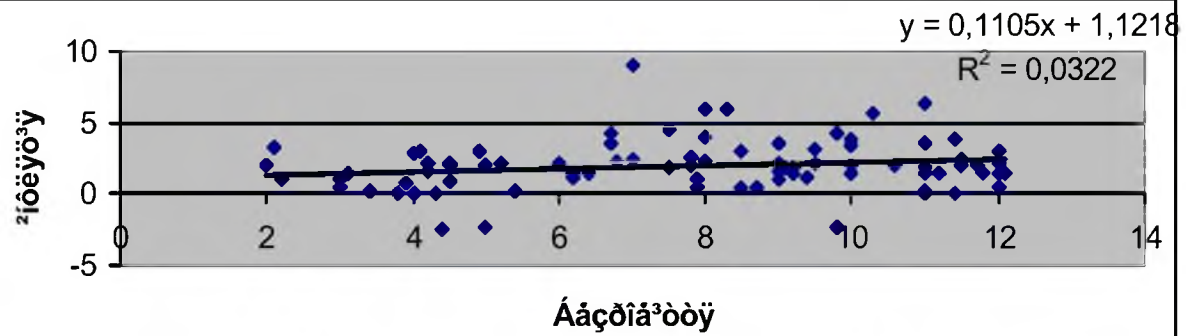
Інфляція у країнах Латинської Америки [382, с. 22; 520, с. 190]

Країна	1980-1989	1990-1995	1996-2000	2004
Аргентина	318,9	421,7	-0,1	7,7
Болівія	230,2	12,9	6,3	3,1
Бразилія	237,3	1374,17	7,6	6,2
Чилі	21,2	15,9	5,1	3,0
Колумбія	23,3	25,5	15,6	5,3
Коста Ріка	24,1	19,3	12,8	10,0
Домініканська Республіка	21,7	21,3	6,5	20,1
Еквадор	32,1	41,1	47,9	4,4
Сальвадор	18,4	14,8	4,0	2,7
Гватемала	12,4	21,1	7,8	4,0
Гондурас	7,5	19,1	16,0	7,9
Мексика	65,9	19,5	19,4	3,4
Парагвай	20,3	21,7	8,9	12,1
Перу	193,6	1341,3	6,9	2,5
Уругвай	56,5	70,6	13,9	18,9
Венесуела	21,5	44,2	45,1	40,8

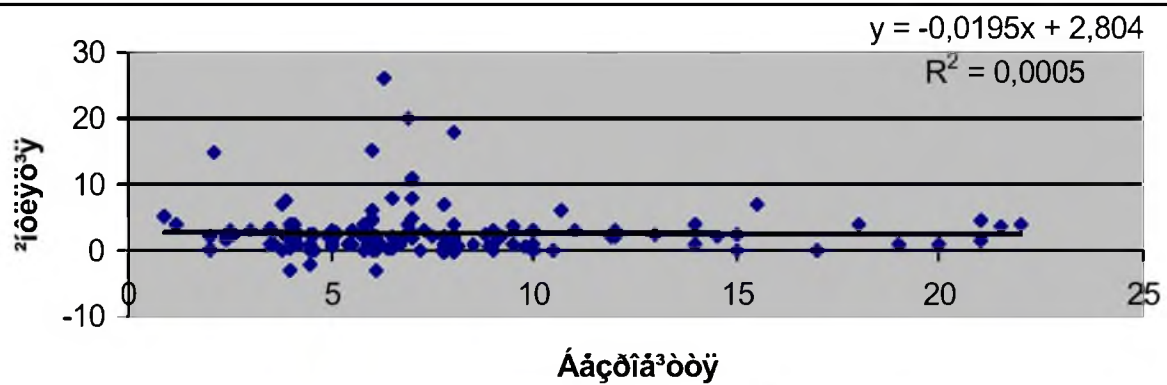
Таблиця В.5.

Параметр переваги реагування на варіацію інфляції у функції реакції центральних банків [261, с. 18]

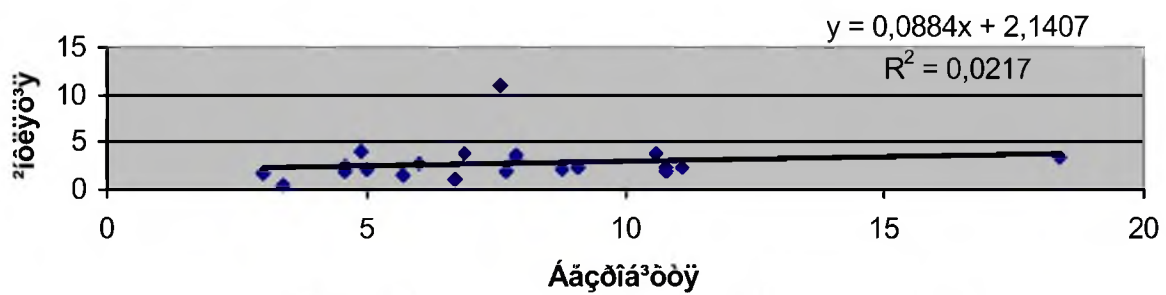
Країни	Перевага реагування на варіацію інфляції, α	
	цільова інфляція у функції втрат = 0	цільова інфляція у функції втрат = 2%
Австралія	0,81	0,78
Канада	0,75	0,72
Чилі	0,55	0,49
Фінляндія	0,96	0,96
Ізраїль	0,72	0,56
Нова Зеландія	0,53	0,49
Іспанія	0,67	0,55
Швеція	0,86	0,84
Велика Британія	0,97	0,96
Австрія	0,50	0,49
Бельгія	0,83	0,83
Данія	0,61	0,59
Франція	0,95	0,94
Німеччина	0,94	0,93
Ірландія	0,94	0,93
Італія	0,91	0,85
Японія	0,84	0,83
Південна Корея	0,79	0,71
Мексика	0,12	0,08
Нідерланди	0,84	0,84
Португалія	0,99	0,99



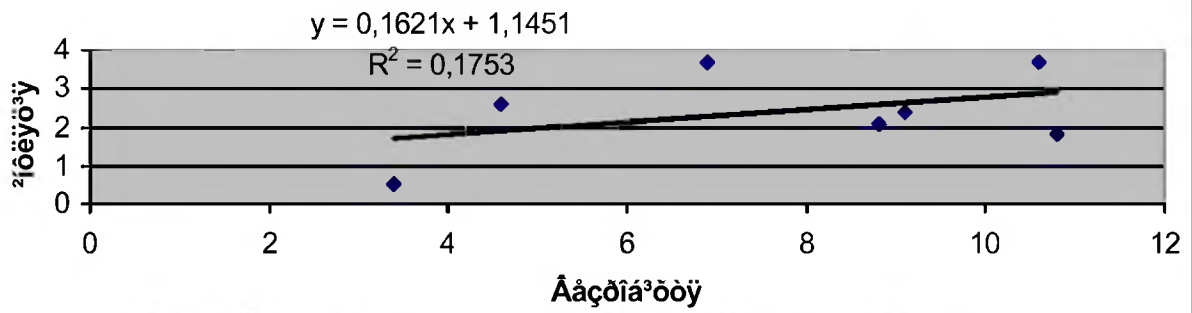
Ðèñ. Á.5. ²íöëŸö³Ÿ ³ áäçðíä³òöŸ ó èðàçíàð áäëëëíç ñ³íèè, 1991-2004 ðð.



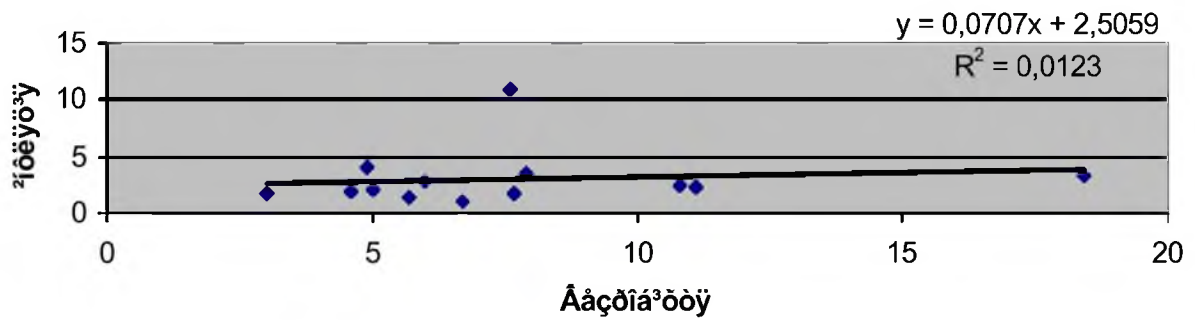
Ðèñ. Á.6. ²íöëŸö³Ÿ ³ áäçðíä³òöŸ ó ðàðòèè ÍÄÑÐ, 1991-2004 ðð.



Ðèñ. Á.7. Ñàðääí³ ²íöëŸö³Ÿ òà ñàðääí³ áäçðíä³òöŸ á èðàçíàð ÍÄÑÐ, 1991-2004 ðð.



Δεñ. Á.8. Νάðääĩ³ ³íöëýö³ý³ ³ áâçðĩä³ðöý ó êðàç íàð Áäëëêĩç ñ³íëë, 1991-2004 ðð.



Δεñ. Á.9. Νάðääĩ³ ³íöëýö³ç òà áâçðĩä³ðöý ð ðäðòë ÍÃÐ, 1991-2004 ðð.

Таблиця В.6.

Дисперсія інфляції і безробіття у країнах ОЕСР, 1971-2004 рр.

	1971-1980		1981-1990		1991-2004		1971-2004	
	ДІ	ДБ	ДІ	ДБ	ДІ	ДБ	ДІ	ДБ
Австралія	45,1	3,5	3,7	2,0	19,4	1,4	32,3	4,6
Австрія	10,4	0,05	2,6	1,2	1,0	0,4	8,4	3,1
Бельгія	12,2	2,8	9,5	2,7	2,1	1,7	12,2	4,3
Канада	1,9	1,6	9,4	2,7	3,9	1,5	14,2	2,9
Фінляндія	27,8	2,6	13,6	0,5	3,6	14,7	22,4	19,5
Франція	8,6	1,6	16,1	1,2	0,8	1,2	18,7	9,4
ФРН	1,9	1,8	4,0	1,2	6,2	2,9	5,3	10,1
Греція	146,3	0,3	48,4	1,96	66,3	2,4	97,9	8,3
Ірландія	55,3	1,3	61,7	9,4	1,8	15,1	51,7	18,0
Італія	27,5	0,9	26,6	1,6	2,2	2,8	37,6	5,9
Японія	37,2	0,1	1,9	0,1	1,3	0,9	27,7	0,9
Нідерланди	8,4	0,4	4,6	2,1	0,4	14,4	10,96	5,5
Нова Зеландія	23,4	-	101,98	1,2	3,6	2,9	84,8	3,8
Норвегія	17,1	0,2	6,4	0,9	2,5	1,8	12,9	3,4
Португалія	133,7	-	74,6	2,3	6,2	2,6	96,7	3,4
Іспанія	20,9	-	22,7	7,9	3,6	8,8	27,5	28,6
Швеція	17,95	0,03	10,1	0,3	24,7	5,9	29,5	5,7
Швейцарія	22,1	0,1	9,8	0,3	3,5	2,6	13,0	2,5
Велика Британія	31,9	1,7	7,6	4,8	2,3	3,9	33,2	9,4
США	11,1	1,2	5,3	2,5	0,8	1,3	10,8	2,2

Примітка: ДІ — дисперсія інфляції; ДБ — дисперсія безробіття. Розрахунки автора за: [374, Table 1.; 520, с. 185].

Таблиця В.7.

Результати емпіричного аналізу впливу відкритості на монетарну політику

Параметри, що співставляються	Рівняння регресії	R ²	Характер зв'язку
Середні показники відкритості, інфляції, безробіття та середньорічного зростання ВВП			
СВППК* та інфляція	$Y = -0,0506x + 3,365$	0,03	Обернений, достатньо чітко простежуваний
СЗЗТ** та інфляція	$Y = -0,0167x + 3,7528$	0,05	Обернений, достатньо чітко простежуваний
СВППК та безробіття	$Y = 0,0525x + 7,1136$	0,01	Прямий, достатньо чітко простежуваний
СЗЗТ та безробіття	$Y = 0,0012x + 7,6104$	0,0001	Лінія, майже паралельна осі ОХ
СВППК та середньорічне зростання ВВП	$Y = 0,0716x + 1,9685$	0,15	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та середньорічне зростання ВВП	$Y = 0,0181x + 1,7288$	0,14	Прямий, добре простежуваний
СВППК та дисперсія інфляції	$Y = -0,4816x + 12,946$	0,06	Обернений, достатньо чітко простежуваний, але за

			виключенням трьох випадків — лінія майже паралельна осі OX
СЗЗТ та дисперсія інфляції	$Y = -0,118x + 14,348$	0,05	Те саме
СВППК та дисперсія безробіття	$Y = 0,4356x - 0,3447$	0,5	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та дисперсія безробіття	$Y = 0,0692x + 0,4838$	0,19	Прямий, не зовсім добре простежуваний
Абсолютні зміни показників відкритості, інфляції, безробіття та середньорічного зростання ВВП			
Зростання ВППК та зменшення інфляції	$Y = 0,0097x - 2,5431$	0,1	Прямий, добре простежуваний
Зростання ЗЗТ та зменшення інфляції	$Y = 0,0867x - 3,2553$	0,17	Те саме
Зростання ВППК та зменшення безробіття	$Y = -0,0314x + 0,1132$	0,42	Обернений, добре простежуваний
Зростання ЗЗТ та зменшення безробіття	$Y = -0,1634x + 0,7923$	0,41	Те саме
Зростання ВППК та збільшення середньорічного зростання ВВП	$Y = 0,0149x + 1,9803$	0,44	Прямий, добре простежуваний
Зростання ЗЗТ та збільшення середньорічного зростання ВВП	$Y = 0,0668x + 1,8074$	0,32	Те саме
Зростання ВППК та дисперсія інфляції	$Y = -0,0501x + 10,312$	0,04	Обернений, не чітко простежуваний
Зростання ЗЗТ та дисперсія інфляції	$Y = -0,2989x + 11,926$	0,06	Обернений, добре простежуваний
Зростання ВППК та дисперсія безробіття	$Y = 0,0455x + 2,0316$	0,36	Прямий, добре простежуваний
Зростання ЗЗТ та дисперсія безробіття	$Y = 0,4722x + 1,2763$	0,47	Те саме
Середні показники відкритості, інфляції та безробіття. Групування країн			
СВППК та інфляція для G-7	$Y = 0,0658x + 1,8596$	0,19	Прямий, не чітко простежуваний
СВППК та інфляція для решти ОЕСР	$Y = -0,128x + 4,6019$	0,15	Обернений, добре простежуваний
СВППК та інфляція для країн, де СВППК більше 10%	$Y = 0,072x + 0,9822$	0,28	Прямий, добре простежуваний
СВППК та інфляція для країн, де СВППК менше 10%	$Y = -0,1454x + 3,955$	0,03	Обернений, добре простежуваний
СЗЗТ та інфляція у G-7	$Y = 0,0217x + 1,5664$	0,09	Прямий, не чітко простежуваний
СЗЗТ та інфляція для решти ОЕСР	$Y = -0,0332x + 5,2106$	0,17	Обернений, добре простежуваний
СЗЗТ та інфляція для країн, де СЗЗТ менше 50%	$Y = 0,0082x + 3,1958$	0,0009	Лінія, майже паралельно осі OX, погано простежуваний
СЗЗТ та інфляція для країн, де СЗЗТ більше 50%	$Y = -0,0074x + 2,9156$	0,11	Обернений, добре простежуваний
СВППК та безробіття для G-7	$Y = 0,2576x + 7,2695$	0,02	Прямий, добре простежуваний
СВППК та безробіття для	$Y = 0,1208x + 7,0936$	0,07	Те саме

решти ОЕСР			
СВППК та безробіття для країн, де СВППК більше 10%	$Y = -0,1722x + 12,36$	0,22	Обернений, добре простежуваний
СВППК та безробіття для країн, де СВППК менше 10%	$Y = 0,507x + 4,884$	0,16	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та безробіття у G-7	$Y = 0,1341x + 2,585$	0,53	Те саме
СЗЗТ та безробіття для решти ОЕСР	$Y = -0,0143x + 9,4525$	0,02	Обернений, не чітко простежуваний
СЗЗТ та безробіття для країн, де СЗЗТ менше 50%	$Y = 0,1842x + 2,2303$	0,20	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та безробіття для країн, де СЗЗТ більше 50%	$Y = 0,0181x + 5,752$	0,04	Прямий, погано простежуваний
Відкритість і факторна продуктивність			
СВППК та середнє зростання продуктивності праці	$Y = 0,0467x + 1,8015$	0,23	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та середнє зростання продуктивності праці	$Y = 0,0142x + 1,6114$	0,24	Те саме
СВППК та середнє зростання загальної продуктивності факторів	$Y = 0,0764x + 0,649$	0,35	Те саме
СЗЗТ середнє зростання загальної продуктивності факторів	$Y = 0,0236x + 0,321$	0,37	Те саме

Примітка: * СВППК — Середні валові потоки приватного капіталу у % ВВП; ** — Середнє значення зовнішньої торгівлі щодо ВВП, %. Обраховано за [516, с. 332-334; 517, с. 322-324; 520, с. 174, с. 185]

Таблиця В.8.

Динаміка коротко- та довгострокових ставок у розвинутих країнах, 2000-2004 рр.

	Короткострокові ставки			Довгострокові ставки		
	2000	2002	2004	2000	2002	2004
Канада	5,78	2,61	2,5	5,89	5,29	4,7
США	6,46	1,73	1,5	6,12	5,32	4,3
Австралія	6,18	4,75	5,5	6,26	5,83	5,7
Японія	0,25	0,06	0,0	1,74	1,26	1,5
Корея	7,1	4,8	3,8	8,5	6,5	4,8
Нова Зеландія	6,52	5,67	6,1	6,85	6,53	6,1
Данія	4,90	3,49	2,1	5,66	5,06	4,3
Ісландія	11,2	8,0	6,2	11,2	8,0	7,5
Норвегія	6,75	6,91	2,0	6,22	6,38	4,5
Швеція	3,95	4,07	2,1	5,37	5,30	4,5
Швейцарія	3,00	1,05	0,5	3,93	3,20	2,8
Велика Британія	6,11	3,99	4,6	5,31	4,91	5,0
Зона євро	4,39	3,32	2,1	5,44	4,92	4,1

Джерело: OECD Economic Outlook. 76 database. — 2004. — Annex Tab. 34-35.

Таблиця В.9.

Вплив макрополітики у великих економіках на фінансову та монетарну політику у країнах третього світу

Зміни у макро-політиці великих країн	Прояв в світі функціонування механізму глобальної рівноваги	Наслідки для фінансової політики країн третього світу	Наслідки для монетарної політики країн третього світу	Загальний ефект
Фінансова експансія	Зростання світових процентних ставок, підвищення курсу провідних валют (ефект подвійних дефіцитів), підвищення надбавок за ризик для решти світу.	Зовнішні запозичення стають більш дорогими через підвищення світових ставок та надбавок за ризик, а внутрішні — через корельованість ставок. Міжчасове згладжування суттєво ускладнюється. Витрати на обслуговування та погашення зовнішніх зобов'язань зростають.	Екзогенний підвищувальний тиск на процентні ставки автоматично робить монетарну політику більш рестриктивною незалежно від її адекватності щодо внутрішнього ділового циклу. Труднощі фінансового характеру можуть спонукати до послаблення монетарного курсу та створення інфляційних стимулів для економіки. Погіршення платіжного балансу внаслідок боргового дії фактору може похитнути довіру до курсової політики.	Негативний.
Фінансова рестрикція	Зниження світових процентних ставок, покращення платіжного балансу провідних країн внаслідок зниження внутрішнього попиту.	Формуються сприятливі наслідки для боргової політики з огляду на зниження процентних ставок. Але зниження попиту у провідних країнах може послабити фінансовий баланс через уповільнення росту ВВП та зменшення експортних надходжень, що також може позначитись на погіршенні платіжного балансу.	Зниження зовнішніх ставок може послабити тиск на центральні банки в напрямку створення монетарних стимулів для економічного зростання (зокрема через покращення можливостей боргового згладжування споживання та інвестицій). Але ймовірно погіршення платіжного балансу може вимагати рестриктивних заходів з метою захисту валютного курсу. Може постати проблеми вибору між ціною стабільністю та девальвацією, індукованою потребою створення цінових стимулів для експорту.	Невизначений
Монетарна експансія	Зростання світової грошової маси, зниження процентних ставок.	Зниження ставок — як в попередньому випадку. Монетарна експансія, в загальному, може створювати стимули для збільшення внутрішнього попиту і погіршення платіжного балансу у великих економіках, через що вплив на фінансовий баланс країн третього світу може бути позитивний. Але підвищення нейтральності монетарної політики в умовах глобалізації скоріше не буде справляти суттєвого ефекту на реальні змінні.	Зниження ставок — як у попередньому випадку. Зростання світової грошової маси може створити екзогенний тиск на цінову динаміку країн третього світу, що особливо важливо, оскільки найтісніше з нею пов'язані ціни на продовольство та енергоносії. Як наслідок, контроль за внутрішньою інфляцією потребуватиме додаткових рестриктивних кроків, які можуть йти врозріз з фазою ділового циклу.	Невизначений
Монетарна рестрикція	Підвищення світових процентних ставок, ревальвація провідних валют.	Як в першому випадку.	Як в першому випадку.	Негативний.

ДОДАТОК Д

Таблиця Д.1.

Інституціональні реформи центральних банків

Країна	Рік	Основні зміни в інституціональному забезпеченні центральних банків
Канада	1990	Запровадження системи орієнтації монетарної політики на експліцитно встановлюваний рівень інфляції.
Франція	1993	Ухвалення нового статуту, який визначив основним завданням забезпечення стабільності цін, підвищив рівень незалежності, зокрема було чітко зафіксовано, що Банк Франції має виключне право на застосування монетарних інструментів для досягнення основного завдання.
Італія	1992	Реформа Банку Італії забезпечила підвищення економічної незалежності: операції відкритого ринку та політика рефінансування повністю перейшли до його компетенції.
	1993	Відмінено обов'язковий викуп Банком Італії нерозміщених державних облігацій та скасовано прямий овердрафт для уряду в розмірі 14% запланованих бюджетних видатків.
Австралія	1997	Підвищення прозорості роботи Резервного банку Австралії через обов'язковість оприлюднення щорічного звіту про результати монетарної політики.
ЄЦБ	1998	Визначено, що основним завданням Європейського центрального банку буде забезпечення стабільності цін у інтеграційній зоні. Гарантується політична, економічна та фінансова незалежність ЄЦБ та прозорість його діяльності.
Японія	1998	Забезпечення цінової стабільності стає експліцитним завданням Банку Японії. Він отримує незалежність щодо формулювання та реалізації монетарної політики. Його керівні органи не можуть бути зміщені внаслідок конфлікту з урядом. Орган, що здійснює політику — Рада з питань монетарної політики, на роботу якої уряд не має права впливати, а рішення її членів підлягають оприлюдненню. Кожні пів року Банк Японії публічно звітує про свою діяльність.
Південна Корея	1998	Головним завданням Банку Кореї стає забезпечення стабільності цін. Керівник Банку стає головуючим в Комітеті з питань монетарної політики, з якого виводяться представники уряду. Члени Комітету не можуть бути звільнені внаслідок конфлікту з урядом. Протоколи засідань Комітету підлягають оприлюдненню впродовж 3 місяців. Щороку Банк Кореї звітує про свою діяльність перед парламентом.
Нова Зеландія	1989	Запровадження прямої відповідальності центрального банку за результати монетарної політики. Його основним завданням визнається досягнення експліцитно встановленого рівня інфляції. Керуючий Банком несе майнову відповідальність за недосягнення інфляційної цілі.
	1996	Офіційне визнання інфляційної цілі на рівні 0-3%.
	2002	1-3% — показник, який в середньому повинен досягатись впродовж середньострокового періоду.
Швеція	1993	Надання Ріксбанку права встановлювати інфляційну ціль. Запровадження системи обов'язкових звітів про тенденції щодо інфляції.

	1998	Забезпечення цінової стабільності визнається головним завданням Ріксбанку. Встановлено термін перебування при владі членів Виконавчої Ради на рівні 6 років, що перевищує тривалість електорального циклу в країні. Ріксбанк не може консультувати уряд, а може тільки інформувати з питань монетарної політики. Керівник Ріксбанку не може бути звільнений внаслідок конфлікту з урядом.
Швейцарія	2000	Стабільність цін визнається головним завданням Банку Швейцарії, згідно якого він повинен запобігати і інфляції і дефляції. Запроваджується система оприлюднення прогнозів розвитку макроекономічної ситуації на три роки вперед та моделей, на базі яких дані прогнози будуються.
Туреччина	2000	Компетенція здійснювати банківський нагляд переходить до спеціалізованого органу.
	2001	Забезпечення цінової стабільності стає головним завданням Банку Туреччини. Здійснення монетарної політики делегується Комітету з питань монетарної політики, вплив на який з боку уряду послаблюється через заборону права голосу його представника. Забороняється здійснення кредитування уряду з боку центрального банку у будь-якій формі.
	2002	Встановлення інфляційної цілі стає експліцитним. Запроваджується системи незалежної оцінки виконання інфляційного завдання.
Велика Британія	1992	Інфляційна ціль Банку Англії встановлюється ним разом з Казначейством. Банку Англії гарантується незалежність для досягнення погодженої інфляційної цілі.
	1993	Банк Англії отримує право на рекомендації щодо здійснення процентної політики.
	1994	Запровадження системи оприлюднення офіційних зустрічей Керівництва банку та Канцлера Казначейства.
	1997	Реформування статуту Банку Англії. Банк здобуває монопольне право на здійснення процентної політики. Керівництво передається Комітету з питань монетарної політики, члени якого призначаються Керуючим Банком та Міністром фінансів, але представництво уряду з правом голосу у Комітеті виключається. Уряд не може інструктувати Комітет. Управління державним боргом повністю передається Казначейству, а банківський нагляд — спеціалізованій установі.
Аргентина	1992	Реформування законодавства про центральний банк, визнання його основним завданням забезпечення стабільності курсового співвідношення. Гарантування Банку Аргентини політичної, економічної та фінансової незалежності. Запровадження системи транспарентності та відповідальності.
	2003	Перехід до здійснення монетарної політики на основі експліцитної інфляційної цілі.
Бразилія	1995	Підвищення незалежності Банку Бразилії через посилення його антиінфляційного мандату, гарантування політичної незалежності, введення обмежень на кредитування уряду.
Болівія	1995	Те саме.
Чилі	1989	Підвищення незалежності та заборона на кредитування уряду.
Перу	1993	Делегування мандату на здійснення політики цінової стабільності, підвищення політичної та економічної незалежності.
Мексика	1993	Прийняття нового законодавства про Банк Мексики, що підвищує його автономію

	1994	Стабільність цін визначається головним завданням. Члени керівного органу Банку Мексики призначатимуться на строк 6 років. Банк визнається незалежним щодо формулювання та реалізації монетарної політики.
	1995	Банк Мексики зобов'язаний оголошувати цільовий рівень інфляції на рік та траєкторію руху грошової бази як проміжної цілі.
	1999	Інфляційною ціллю визнається зниження інфляції нижче 3% впродовж тривалого періоду.
	2000	Підвищення вимог до транспарентності Банку через обов'язковість щомісячного оприлюднення інфляційних звітів.
Гондурас	1996	Делегування мандату на забезпечення грошової стабільності, для чого центральному банку гарантується автономія прийняття політичних рішень.
Колумбія	1991	Те саме

Таблиця Д.2.

Місії МВФ щодо реалізації програм консультування технічної допомоги у сфері реформування національного законодавства про центральні банки [382, с. 33]

Країна	Рік	Країна	Рік
Африка		Латинська Америка	
Алжир	1990	Аргентина	1992
Ботсвана	1996	Болівія	1993
Капо Верде	2001	Колумбія	1991
Еритрея	1997	Костра Ріка	1995
Гамбія	1998	Домініканська Республіка	1999
Гана	2000	Еквадор	1992
Кенія	1996	Гватемала	2000
Лесото	1997	Гайана	1997
Ліберія	1998	Гаїті	1999
Маврикій	1999	Гондурас	1996
Мозамбік	1991	Нікарагуа	1998
Намібія	1995	Парагвай	1997
Сейшельські острови	2000	Перу	1992
Сьєра Леоне	2000	Сурінам	1998
Судан	2000	Уругвай	1991
Свазіленд	1997	Венесуела	1992
Танзанія	1993		
Замбія	1995	Країни Центрально-Східної Європи	
Зімбабве	1995	Боснія і Герцеговина	1997
		Болгарія	1997
Країни колишнього СРСР		Хорватія	2000
Вірменія	1995	Косово	1999
Азербайджан	1995	Польща	1995
Беларусь	1997	Румунія	1997
Естонія	1997	Македонія	2001
Грузія	1995	Словаччина	1997
Казахстан	1995	Словенія	2001
Латвія	1991		
Литва	1994	Азія та Тихоокеанський регіон	

Молдова	1995	Індія	
Росія	1999	Індонезія	1999
Таджикистан	1996	Монголія	1997
Україна	1998	Таїланд	1998
Узбекистан	1994	Бангладеш	1997
		Непал	2000
Близький Схід		В'єтнам	1998
Йорданія	1997	Камбоджа	1993
Іран	1999	Корея	1997
Туреччина	2000	Бруней	1997
Йемен	1997		

Таблиця Д.3.

Позитивний приклад практики організації центральних банків та їх незалежності згідно МВФ

Критерій	Позитивний приклад
Визначення основного завдання	Визначення одного завдання у термінах забезпечення стабільності цін. Якщо мають місце декілька цілей (наприклад, забезпечення стабільності цін та стабільності фінансової системи) конфлікт цілей повинен розв'язуватись на користь забезпечення стабільності цін.
Політична автономія	Рада директорів (або відповідний орган) центрального банку повинна призначатись обома гілками влади згідно двокрокової процедури. Перебування представників уряду чи приватного сектора у складі такого органу не допускається. Члени такого органу повинні призначатись на термін, що перевищує тривалість виборчого циклу в країні, а умови звільнення повинні бути чітко прописані у законі та передбачати, що звільнення може мати місце саме за невиконання основного завдання. Остаточне схвалення звільнення має бути делеговане законодавчому органу країни, хоча ініціювати його можуть інші гілки влади.
Економічна автономія	Економічна незалежність передбачає забезпечення центрального банку незалежністю щодо вибору інструментів, зокрема свобода застосовувати усі засоби для досягнення інфляційної цілі. Процентна політика повинна повністю перебувати у компетенції центрального банку, хоча вибір валютно курсової політики може здійснюватись разом з урядом, який, однак, не повинен втручатись у процес досягнення цілей політики монетарного органу. Незалежність щодо вибору цілей повинна враховувати неможливість короткострокового вибору на користь інших, ніж стабілізація цін, цілей, що релевантні кривій Філіпса. Пряме кредитування уряду повинно бути заборонено, або обережно лімітоване відповідно до необхідності забезпечення стабільності цін.
Фінансова автономія	Стосунки між урядом та центральним банком у сфері розподілу прибутків та збитків останнього повинні бути чітко окреслені. Уряд повинен зобов'язуватись підтримувати капітал центрального банку для того, щоб монетарна політика могла здійснюватись без фінансових рестрикцій, тоді як прибутки центрального банку повинні повністю перераховуватись уряду після формування та поповнення спеціальних резервів, існування яких передбачено законодавством.
Відповідальність та підзвітність	Центральний банк повинен інформувати (звітувати) законодавчу та виконавчу владу щодо здійснюваної монетарної політики, зокрема щодо досягнення довгострокових інфляційних цілей. Такі звіти повинні бути

	доступні широкій громадськості. Фінансові звіти центрального банку повинні публікуватись не рідше, ніж раз на рік, після проведення процедури незалежного аудиту. Підсумкові балансові звіти повинні публікуватись більш часто після здійснення подібних аудиторських процедур та містити зауваги щодо роз'яснення змісту термінів.

Джерело: Згруповано згідно [409].

ДОДАТОК Е

Таблиця Е.1.

**Окремі країни з плаваючими курсами: волатильність валютних курсів,
процентних ставок та валютних резервів у другій половині 1990-х рр.**

[312, с. 30]

	Волатильність			Співвідношення волатильності		Валютні резерви		
	ВК	ПС	ВР	ВК/ПС	ВК/ВР	В місяцях імпорту	В % ВВП	В % до широких грошей
Болівія	0,3	1,2	6,7	0,3	0,0	5,2	10,9	25,1
Чилі	1,6	3,6	3,0	0,4	0,5	8,9	22,2	55,5
Колумбія	2,5	6,5	3,0	0,4	0,8	6,0	9,9	49,1
Гамбія	0,8	0,1	3,7	6,6	0,2	5,7	25,7	103,1
Гана	1,8	1,5	11,0	1,2	0,2	2,9	9,5	57,7
Індія	1,8	0,4	3,9	4,2	0,5	6,8	5,5	12,5
Маврикій	1,8	0,6	4,4	3,2	0,4	3,6	18,7	25,4
Мексика	4,6	9,1	19,7	0,5	0,2	2,5	6,1	23,5
Перу	1,0	4,2	3,4	0,2	0,3	14,2	15,8	73,5
Сінгапур	2,4	1,0	2,6	2,4	0,9	7,1	81,3	95,2
ПАР	3,2	0,9	20,2	3,6	0,2	1,1	2,4	3,9
Шрі Ланка	0,5	13,6	4,7	0,0	0,1	4,3	14,4	45,6
Танзанія	2,4	5,2	19,9	0,5	0,1	3,3	5,5	29,4
Туреччина	2,0	9,1	8,1	0,2	0,3	4,7	9,3	36,8
Уругвай	0,7	9,7	6,2	0,1	0,1	3,7	7,1	18,0
Замбія	4,0	2,7	113,1	1,5	0,0	1,9	6,8	42,8
Зімбабве	5,2	3,9	28,9	1,3	0,2	1,7	5,7	23,6
Німеччина	2,6	0,1	2,3	22,4	1,1	2,1	3,6	6,3
Японія	4,3	0,1	3,0	35,9	1,4	7,5	4,7	4,2
США	1,5	0,1	3,6	11,2	0,4	0,9	0,8	1,5
Австралія	2,5	0,2	6,8	15,9	0,4	2,5	3,7	5,8
Канада	1,4	0,4	7,2	3,3	0,2	1,2	3,1	5,2
Ізраїль	2,2	0,6	5,5	3,5	0,4	2,8	15,9	19,2
Нова Зеландія	2,7	0,7	6,5	4,0	0,4	3,9	7,7	9,2
Велика Британія	1,9	0,3	3,5	5,5	0,5	1,5	3,0	3,0

Примітка 1.: ВК — валютний курс; ПС — процентні ставки; ВР — валютні резерви.

Таблиця Е.2.

Валютні резерви і масштаби фінансового сектора. 2002 р., млрд. дол. США

[346, с. 143]

	Валютні резерви за мінусом золота	Капіталізація ринків акцій	Боргові папери			Банківська активи	Сума банківських активів, капіталізації ринків акцій та боргових паперів
			Урядові	Приватного сектору	Разом		
Світ в цілому	2513,9	22077,4	16531,2	26826,4	43357,6	85002,5	150437,5
СС	289,1	5524,0	4941,3	7662,0	12603,3	34712,8	52840,1
Зона євро	207,9	3467,5	4235,3	5836,2	10071,5	25899,2	39438,2
Канада	37,0	570,2	499,1	315,8	814,9	1200,0	2585,1
США	68,0	11055,6	4544,5	14470,2	19014,7	23129,1	53199,4
Японія	461,2	2069,3	4841,9	2163,2	7005,1	15348,6	24423,0
Австрія	9,7	33,6	156,3	152,5	308,8	564,1	906,5
Бельгія	11,9	127,5	303,3	252,6	555,9	2352,9	3036,3
Данія	27,0	76,7	99,8	234,6	334,4	646,3	1057,4
Фінляндія	9,3	138,8	82,1	48,3	130,4	360,9	630,1
Франція	28,4	905,0	790,8	998,5	1789,3	6420,9	9115,2
Німеччина	51,2	686,0	860,0	2344,6	3204,6	8391,6	12282,2
Греція	8,1	66,0	161,2	11,8	173,0	181,4	420,4
Ірландія	5,4	59,9	30,7	76,3	107,0	422,1	589,0
Італія	28,6	477,1	1208,3	818,3	2026,6	2538,7	5042,4
Люксембург	0,2	24,6	-	29,4	29,4	592,2	646,2
Нідерланди	9,6	442,6	198,4	672,5	870,9	2350,6	3664,1
Португалія	11,2	44,8	79,7	79,7	159,4	340,5	544,7
Іспанія	34,5	461,6	364,5	351,7	716,2	1383,3	2561,1
Швеція	14,9	179,1	132,1	206,9	339,0	769,3	1287,4
Велика Британія	39,4	1800,7	474,1	1384,3	1858,4	7398,0	11057,1
Країни з ринками, що виникають:	1415,8	1806,1	1467,0	1057,1	2524,1	10612,0	14942,2
Азія	902,1	1259,8	657,8	814,9	1472,7	6997,8	9730,3
Латинська Америка	148,7	308,5	472,5	179,6	652,1	1667,0	2627,6
Близький Схід	122,9	52,5	5,4	13,5	18,9	840,8	912,2
Африка	67,4	116,5	47,7	20,8	68,5	589,1	774,1
Європа	174,7	68,6	283,6	28,3	311,9	517,3	897,8

	Готівка	Депозити			Цінні папери центрального банку	Інші статті (нетто)	Разом
		Фінансових інститутів	Уряду	Інше			
Австралія	47	1	27	1	0	24	100
Канада	96	5	0	1	0	-1	100
Данія	20	20	17	3	23	16	100
ЕЦБ	43	30	6	0	0	21	100
Ісландія	12	34	15	6	0	32	100
Японія	60	6	23	0	5	6	100
Нова Зеландія	46	1	42	1	0	9	100
Норвегія	8	4	80	0	0	9	100
Швеція	45	2	0	0	0	53	100
Швейцарія	30	5	9	0	0	56	100
Велика Британія	78	6	1	13	0	2	100
США	95	3	1	0	0	1	100

ДОДАТОК Є

Таблиця Є.1.

Зовнішня нерівновага і валютні кризи в окремих розвинутих країнах за 1980-2000 рр. [333, с. 24]

Країна	Дефіцит поточного рахунку / ВВП	Рік найбільшого зовнішнього дефіциту	Режим валютного курсу	Дата валютної кризи
Австралія	-6,2	1989	Вільне плавання	04.1985 11.1985 7.1986
Австрія	-4,92	1980	ЄВМ	-
Бельгія	-4,23	1981	ЄВМ	-
Канада	-4,21 -3,94	1981 1993	Вільне плавання	-
Данія	-5,33	1986	ЄВМ	-
Фінляндія	-5,52	1991	ЄВМ	2.1993
Франція	-2,18	1992	ЄВМ	-
Греція	-8,09	1985	Кероване плавання	1.1983 11.1983
Гон-Конг	-5,03	1980	Прив'язка	-
Ірландія	-13,63	1981	ЄВМ	-
Ізраїль	-8,66	1982	Кероване плавання	6.1980 3.1981 10.1983 5.1984 12.1984
Італія	-2,58 -2,47	1981 1992	ЄВМ	3.1993
Корея	-8,46	1980	Кероване плавання	8.1980
Нова Зеландія	-13,59	1984	Вільне плавання	1.1985
Норвегія	-6,02	1986	Кероване плавання	-
Португалія	-16,78	1981	ЄВМ	10.1982 5.1983 7.1993
Сінгапур	-13,34	1980	Вільне плавання	-
Іспанія	-2,28 -3,75	1981 1991	ЄВМ	7.1983 5.1993
Швеція	-3,45 -3,56	1980 1992	Вільне плавання	3.1993 9.1993
Велика Британія	-4,36	1989	ЄВМ	-
США	-3,72	1987	Вільне плавання	-
Німеччина	-	-	ЄВМ	-
Японія	-	-	Вільне плавання	-
Нідерланди	-	-	ЄВМ	-
Швейцарія	-	-	Вільне плавання	-

Примітка: 1. ЄВМ — Європейський валютний механізм; валютна криза ідентифікується як девальвація, що перевищує 25% від попереднього трендового паритету, сформованого за останні 6 місяців.

Таблиця Є.2.

**Поточний рахунок платіжного балансу в окремих країнах та групах країн,
% ВВП [520, с. 208, с. 219, с. 220].**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Розвинуті країни	0,2	0,1	0,4	0,2	-0,4	-0,9	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8
США	-1,4	-1,5	-1,5	-2,3	-3,2	-4,2	-3,9	-4,6	-5,1	-4,7
Зона євро	0,7	1,1	1,5	0,9	0,4	-0,5	0,2	0,9	0,8	0,8
ФРН	-1,1	-0,6	-0,4	-0,6	-1,1	-1,4	-	2,3	2,4	2,1
Франція	0,7	1,3	2,8	2,7	2,9	1,4	1,7	1,8	1,2	1,6
Італія	2,3	3,2	2,8	1,7	0,7	-0,5	-0,1	-0,6	-1,1	-0,9
Іспанія	-	0,1	0,5	-0,5	-2,3	-3,4	-2,8	-2,4	-2,7	-2,7
Нідерланди	6,2	5,2	6,6	3,3	3,9	2,1	2,1	1,3	3,8	3,3
Бельгія	5,6	5,1	5,6	5,3	5,1	4,1	4,0	4,7	4,0	4,4
Австрія	-2,6	-2,3	-3,2	-2,5	-3,2	-2,6	-2,2	0,7	0,1	-0,2
Фінляндія	4,1	4,0	5,6	5,6	6,0	7,6	7,1	6,9	6,1	5,8
Греція	-2,4	-3,7	-4,0	-3,0	-4,0	-6,8	-6,2	-6,1	-6,6	-6,6
Португалія	-0,1	-3,6	-5,7	-7,0	-8,5	-10,4	-9,6	-7,3	-4,9	-4,2
Ірландія	2,8	3,3	3,1	0,8	0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-1,7	-1,1
Люксембург	13,4	12,1	11,3	8,8	8,9	14,0	9,3	10,4	10,0	9,8
Японія	2,1	1,4	2,2	3,0	2,6	2,5	2,1	2,8	2,9	2,9
Велика Британія	-1,3	-1,1	-0,2	-0,6	-2,2	-2,0	-1,3	-0,9	-1,0	-0,9
Канада	-0,8	0,5	-1,3	-1,2	0,3	2,9	2,4	2,0	1,6	1,6
Корея	-1,7	-4,4	-1,7	12,7	6,0	2,7	1,9	1,3	1,6	1,8
Австралія	-5,3	-3,9	-3,1	-4,9	-5,7	-4,0	-2,4	-4,4	-5,2	-4,8
Тайвань	2,1	3,9	2,4	1,3	2,9	2,9	6,4	9,1	8,5	8,8
Швеція	3,4	3,6	4,2	3,9	4,2	4,0	3,9	4,5	4,5	3,6
Швейцарія	6,8	7,4	9,9	10,0	11,8	12,9	9,1	12,3	10,5	10,5
Гон-Конг	-6,4	-2,6	-3,1	2,7	7,5	5,5	7,5	10,8	13,9	14,3
Данія	1,0	1,8	0,4	-0,9	1,7	1,6	2,6	2,7	4,2	4,2
Норвегія	3,5	6,9	6,3	-	5,4	15,6	15,6	13,2	12,5	11,4
Ізраїль	-5,7	-5,5	-3,9	-1,3	-1,5	-0,6	-1,6	-1,2	-0,7	-0,8
Сінгапур	17,6	15,2	15,6	22,6	18,7	14,5	19,0	21,5	23,7	23,0
Нова Зеландія	-5,2	-5,9	-6,5	-4,0	-6,3	-4,8	-2,6	-3,7	-3,7	-4,1
Кіпр	-1,8	-5,2	-4,0	-6,7	-1,7	-4,0	-4,3	-5,6	-4,9	-4,7
Ісландія	0,8	-1,8	-1,8	-7,0	-7,0	-10,2	-4,0	-0,1	-0,9	-2,1
Найбільш розвинуті країни	-	-0,1	0,1	-0,3	-0,9	-1,5	-1,4	-1,4	-1,6	-1,5
Нові індустріальні країни Азії	0,3	-0,2	0,8	8,0	6,4	4,2	5,7	6,8	7,2	7,3
Усі країни, що розвиваються	-1,3	-0,8	-0,5	-0,9	0,8	2,1	1,3	2,0	1,7	1,1
Трансформаційні країни	-0,7	-1,6	-2,4	-2,9	0,4	3,8	1,6	1,2	0,9	-0,2

Примітка: 1. “-” — дефіцит.

Таблиця Є.3.

Найменші економіки: валютний устрій та окремі показники [312, с. 42-43]

Найменші економіки: валютний устрій та окремі показники					
Країна	ВВП, млрд. дол. США	Зовнішня торгівля, % ВВП	Найбільший партнер по експорту		Доходи від туризму, % експорту
			Частка	Країна	
Прив'язка до дол. США					
Антигуа і Барбудос	0,61	87,0	18,8	Іспанія	-
Багами	4,12	52,0	22,7	США	80,0
Барбадос	2,33	58,4	14,3	Велика Британія	-
Беліз	0,67	53,0	28,9	США	27,8
Джибутті	0,53	51,4	38,3	Сомалі	1,7
Домініканська республіка	0,25	56,8	22,5	Велика Британія	31,4
Гренада	2,30	10,3	30,0	США	-
Ліберія	3,07	30,4	27,4	Сінгапур	-
Мальдіви	0,40	117,0	32,4	США	68,7
Маршалові острови	0,10	-	-	-	-
Федеральні штати Мікронезії	0,21	-	-	-	0,0
Нідерландські Антильські острови	2,51	66,5	17,5	США	-
Св.Кітс і Невіс	0,29	60,9	60,3	США	50,7
Св.Люсія	0,68	70,1	51,9	Велика Британія	-
Св.Вінсент і Гренадіни	0,30	57,9	31,3	Велика Британія	-
Сурінам	0,82	83,7	16,2	США	-
Прив'язка до євро (колишня прив'язка до французького франка)					
Бенін	2,32	27,8	23,4	Бразилія	5,5
Буркіна Фасо	2,54	38,4	67,2	Кот д'Івуар	7,8
ЦАР	1,06	27,2	42,5	Бельгія	2,3
Чад	1,67	25,8	24,4	ФРН	3,3
Комори	0,19	28,6	62,1	Франція	46,0
Республіка Конго	1,99	96,2	86,7	США	0,2
Екваторіальна Гвінея	0,46	88,7	87,6	США	0,5
Габон	4,57	70,6	75,0	США	0,2
Гвінея-Бісау	0,20	62,5	85,0	Індія	-
Малі	2,65	28,7	21,8	Італія	3,3
Нігер	2,01	18,9	68,3	Франція	6,0
Сенегал	4,86	34,5	21,5	Франція	10,8
Того	1,51	37,1	11,3	Канада	2,1
Прив'язка до іншої валюти					

Бутан	0,36	53,7	-	-	4,9
Бруней	4,86	50,2	51,4	Японія	-
Капо Верде	0,50	46,7	89,3	Португалія	11,4
Кірібаті	0,06	72,6	21,3	Японія	15,4
Лесото	0,83	116,1	-	-	10,9
Намібія	2,99	60,0	-	-	11,1
Сан Маріно	-	-	-	-	-
Свазеленд	1,18	99,8	12,8	ПАР	3,4
Прив'язка до корзини валют					
Ботсвана	5,11	40,3	-	-	-
Бурунді	0,98	10,2	34,9	ФРН	1,0
Фіджі	2,33	58,5	32,1	Австралія	25,6
Мальта	3,99	96,3	18,0	США	23,2
Самоа	0,21	43,0	51,1	Австралія	50,3
Сейшели	0,56	69,5	22,1	Велика Британія	34,2
Тонга	0,17	49,4	50,3	Індія	28,6
Вануату	0,25	53,6	30,5	Японія	39,5
Плаваючі курсові режими					
Азербайджан	4,10	42,5	23,7	Іран	13,8
Киргизія	1,87	48,8	25,0	ФРН	0,6
Лаос	1,11	51,5	13,0	Таїланд	12,9
Македонія	3,25	52,0	20,5	ФРН	-
Малаві	1,69	40,2	14,4	ПАР	1,1
Мавританія	0,90	71,9	18,2	Японія	2,4
Маврикій	4,03	62,4	30,5	Велика Британія	18,0
Нікарагуа	2,07	30,2	54,5	США	9,3
Соломонові острови	0,32	82,4	36,0	Японія	5,4
Таджикистан	0,98	83,8	46,4	Узбекистан	-
Туркменістан	1,64	201,2	22,0	Іран	0,9
Албанія	3,94	20,1	59,4	Італія	4,5
Вірменія	1,86	37,1	23,2	Бельгія	3,6
Еритрея	0,65	34,1	-	-	37,2
Гамбія	0,41	54,5	72,8	Бельгія	9,6
Гвінея	3,83	21,5	14,9	США	0,7
Гайана	0,74	103,4	25,2	Канада	-
Гаїті	3,89	15,3	86,3	США	36,6
Мадагаскар	3,75	25,0	45,7	Франція	8,7
Молдова	2,25	55,6	50,5	Росія	3,3
Монголія	1,06	52,2	49,5	Китай	4,4
Мозамбік	3,89	28,7	17,1	Іспанія	-
Папуа Нова Гвінея	3,70	63,7	18,7	Австралія	2,9
Руанда	2,08	13,8	32,9	Бельгія	0,7
Сен Томе і Принсіпі	0,04	66,6	85,9	Нідерланди	32,3
С'єра Леоне	0,65	26,7	33,5	Бельгія	10,9
Сомалі	2,16	16,4	59,8	Саудівська Аравія	-

Замбія	3,35	33,8	10,3	Саудівська Аравія	5,1

Примітка: 1. Найменші економіки — ВВП до 5 млрд. дол. США.

Таблиця Є.5.

Сучасні валютні ради: основні характеристики [359, с. 19]

Країна	Рік запровадження	Валюта прив'язки	ВВП, млрд. дол. США	Імпорт в % ВВП	Імпорт в % з країни валюти прив'язки
Багами	1916	Долар США	5	75	44
Бермуди	1915	Долар США	1	-	11
Боснія	1997	Євро	20	70	41
Бруней	1967	Сінгапурський долар	7	-	34
Болгарія	1997	Євро	45	63	45
Кайманові острови	1972	Долар США	*	-	-
Джибутті	1949	Долар США	1	-	3
Східні Кариби*	1950	Долар США	4	72	39
Естонія	1992	Євро	13	94	39
Острови Фаро	1949	Датська крона	*	-	49
Фолклендські острови	1899	Британський фунт	*	-	-
Гібралтар	1927	Британський фунт	*	-	-
Гвімсей	1945	Британський фунт	*	-	-
Гонконг	1983	Долар США	174	136	7
Острів Мен	1961	Британський фунт	*	-	-
Джерсі	1963	Британський фунт	*	-	-
Лесото	1980	Ренд ПАР	5	100	80
Литва	1994	Євро	26	56	35
Макао	1983	Гонконгівський долар	8	62	14
Намібія	1993	Ренд ПАР	11	53	81
Св. Гелена	1917	Британський фунт	*	-	-

Примітка: 1. * — ВВП менше 1 млрд. дол. США.

Таблиця Є.6.

Окремі характеристики сучасних валютних рад [359, с. 20; 75, с. 214]

	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% банкнот 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.

Таблиця Є.7.

Зовнішні запозичення у власній валюті: ринки, що виникають, та розвинуті країни, % [363, с. 42]

	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

Таблиця Є.8.

Країни, де має місце офіційна доларизація [359, с. 22; 113, с. 81-82]

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	Дол. США	1944	0,1	71	Незалежна країна

острови					
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

ДОДАТОК Ж

Таблиця Ж.1.

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-учасниками 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 капіталу, 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 вартості 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 за: [429, с. 8-10].

Таблиця Ж.2.

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-учасниках 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 амортизації 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 за: [429, с. 11-14].

Таблиця Ж.3.

Динаміка економічної інтеграції в Європі: кількісна оцінка [289, с. 22]

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 торгівельну 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 і та країни j.

Таблиця Ж.4.

Кореляція ВВП в розрізі країн та регіонів, 1976-2002 [359, с. 8]

	Кореляція річного зростання ВВП				
	Західна Європа	США	Японія	Азія без Японії	Латинська Америка
Гонконг	-0,06	0,27	0,47	-0,24	0,53
Індонезія	-0,28	-0,4	0,51	0,02	0,31
Корея	0,05	0,27	0,48	-0,05	-0,10
Малайзія	-0,24	0,03	0,40	-0,13	0,19
Сінгапур	-0,12	0,11	0,31	-0,02	0,17
Таїланд	-0,34	0,03	0,65	0,04	0,03
Аргентина	-0,27	0,06	-0,23	0,13	0,43
Бразилія	0,07	0,23	0,12	-0,01	0,78
Мексика	0,21	0,11	0,22	-0,27	0,54
Перу	0,14	0,04	-0,29	0,13	0,58
Саудівська Аравія	0,48	0,16	0,32	-0,52	0,49
Ботсвана	0,62	0,25	0,56	-0,28	0,06
Камерун	0,51	0,11	-0,04	-0,09	0,04
Гана	-0,54	0,33	-0,07	0,53	0,05
Нігерія	-0,17	-0,09	0,24	-0,20	0,25
ПАР	0,42	0,16	0,14	-0,10	0,34
Австрія, Бельгія, Нідерланди, Португалія (в середньому)	0,76	0,20	0,31	-0,39	0,23
Канада	0,69	0,83	0,06	0,12	0,31

Таблиця Ж.5.

Частка експорту (імпорту) в загальних обсягах, що припадає на відповідну країну чи регіон, 2002 [359, с. 9]

Країна	Режим валютного курсу	Зона євро	США	Японія	Азія без Японії	Африка	Близький Схід
Боснія	Валютна рада	65 (44)	2 (2)	0 (0)	1 (0)	0 (0)	2 (0)
Болгарія	Валютна рада	52 (45)	4 (3)	0 (1)	2 (3)	1 (1)	3 (1)
Хорватія	Плаваючий	55 (56)	2 (3)	0 (2)	0 (4)	5 (1)	1 (4)
Латвія	Плаваючий	31 (39)	4 (2)	0 (0)	0 (2)	2 (0)	1(0)
Мальта	Прив'язка	33 (60)	27 (11)	4 (2)	18 (20)	1 (0)	3 (2)
Україна	Плаваючий	16 (21)	5 (3)	0 (1)	11 (3)	3 (1)	6 (1)
Аргентина	Плаваючий	17 (24)	11 (20)	2 (3)	11 (10)	3 (1)	4 (1)
Болівія	Прив'язка	21 (12)	16 (17)	3 (2)	2 (2)	0 (0)	0 (0)
Бразилія	Плаваючий	27 (27)	24 (23)	4 (5)	7 (10)	2 (5)	3 (3)
Еквадор	Доларизація	14 (13)	40 (28)	4 (6)	7 (8)	0 (1)	1 (1)
Сальвадор	Доларизація	5 (14)	60 (42)	1 (2)	0 (8)	0 (0)	1 (0)
Мексика	Плаваючий	3 (9)	89 (73)	1 (4)	1 (8)	0 (0)	0 (0)
Панама	Доларизації	22 (5)	46 (33)	2 (6)	3 (5)	0 (0)	0 (0)
Гана	Плаваючий	43 (41)	11 (7)	2 (1)	3 (13)	24 (29)	1 (1)
Нігерія	Плаваючий	25 (44)	44 (9)	1 (4)	11 (27)	9 (5)	0 (1)
ПАР	Плаваючий	39 (43)	11 (17)	6 (8)	11 (17)	19 (4)	4 (6)
Бахрейн	Прив'язка	5 (25)	4 (13)	3 (4)	19 (15)	2 (1)	7 (34)
Катар	Прив'язка	1 (36)	3 (10)	45 (11)	32 (18)	1 (0)	6 (17)
Саудівська Аравія	Прив'язка	18 (33)	17 (21)	17 (9)	33 (18)	3 (2)	7 (7)
ОАЕ	Прив'язка	30 (31)	2 (6)	33 (7)	33 (33)	2 (1)	13 (14)
Гонконг	Валютна рада	15 (9)	23 (7)	6 (12)	47 (68)	1 (0)	1 (1)
Корея	Плаваючий	14 (10)	22 (18)	12 (20)	35 (24)	2 (2)	4 (16)
Малайзія	Прив'язка	14 (11)	21 (17)	13 (21)	44 (42)	1 (0)	2 (2)
Бельгія	Євро	75 (68)	6 (8)	1 (3)	5 (7)	2 (3)	3 (2)
Франція	Євро	66 (65)	9 (7)	2 (2)	5 (6)	5 (4)	3 (3)
Канада	Плаваючий	4 (10)	87 (64)	2 (5)	3 (9)	0 (1)	0 (1)

Таблиця Ж.6.

Динаміка інтрарегіональної торгівлі, в % до регіональної торгівлі всього, 1980-2000 рр. [312, с. 19]

	1980		1990		2000	
	Експорт	Імпорт	Експорт	Імпорт	Експорт	Імпорт
МЕРКОСУР*						
Всередині МЕРКОСУР	15,8	11,3	11,6	17,5	26,8	22,7
США	14,7	20,3	20,4	19,3	15,1	21,6
зона євро	27,4	17,8	28,8	20,1	21,3	22,0
Інші індустриальні	13,3	14,7	14,6	15,4	10,6	13,3

країни						
Інші країни, що розвиваються	27,1	35,2	23,2	26,6	25,0	19,5
Індонезія, Корея, Малайзія, Філіппіни, Таїланд (Азія-5)						
Всередині Азія-5	4,9	6,0	6,7	6,6	10,2	12,5
Японія	29,9	25,1	22,2	26,1	11,6	17,8
США	20,8	18,3	23,9	18,2	20,2	14,4
зона євро	11,8	8,7	11,8	11,3	10,7	8,6
Інші індустриальні країни	5,8	9,7	8,3	10,6	8,1	7,4
Інші країни, що розвиваються	25,6	31,0	25,0	24,1	36,5	36,6
АСЕАН**						
Всередині АСЕАН	17,4	14,6	19,0	15,2	22,1	24,1
Японія	29,6	22,3	18,9	23,1	11,1	16,9
США	16,3	15,3	19,4	14,4	20,6	13,8
зона євро	10,4	9,6	11,7	11,2	11,9	8,9
Інші індустриальні країни	6,1	10,3	7,6	9,8	8,6	6,7
Інші країни, що розвиваються	20,2	28,6	23,1	25,2	25,2	28,5
Зона франка КФА***						
Всередині зони КФА	6,6	6,1	8,1	9,3	8,5	8,5
зона євро	56,7	57,6	50,9	52,0	40,7	45,6
Інші індустриальні країни	18,1	14,7	20,9	14,3	21,1	12,5
Інші країни, що розвиваються	18,9	21,2	18,0	21,1	26,2	29,6
Зона євро						
Всередині зони євро	50,6	44,2	54,1	52,8	48,7	48,5
Японія	0,9	2,3	2,0	4,1	1,6	3,8
США	4,7	7,8	6,1	6,7	7,6	7,8
Інші індустриальні країни	18,5	15,6	19,5	16,7	18,9	16,6
Інші країни, що розвиваються	23,5	29,7	17,2	19,1	22,0	22,4
НАФТА						
Всередині	33,6	32,8	41,4	33,9	51,0	40,4

НАФТА						
Японія	8,3	10,6	10,5	15,2	6,4	10,9
Зона євро	17,4	10,3	15,6	13,2	11,3	12,4
Інші індустріальні країни	10,1	7,9	9,4	7,8	7,6	6,2
Інші країни, що розвиваються	28,8	37,0	23,0	29,1	23,6	29,7
ЦСС-5 (Чехія, Естонія, Угорщина, Польща, Словенія)						
Всередині ЦСС-5	-	-	5,9****	4,7****	6,5	4,7
Зона євро	-	-	56,7****	54,5****	57,4	60,4
Інші індустріальні країни	-	-	11,9****	16,3****	14,2	12,9
Інші країни, що розвиваються	-	-	23,7****	23,9****	21,7	21,6

Примітка: 1. * Аргентина, Бразилія, Парагвай, Уругвай та асоційовані члени Болівія та Чилі; ** Камбоджа, Індонезія, Лаос, Малайзія, Бірма, Філіппіни, Сінгапур, Таїланд, В'єтнам (без Брунею); *** Бенін, Буркіна Фасо, Камерун, ЦАР, Чад, Республіка Конго, Кот д'Івуар, Екваторіальна Гвінея, Габон, Гвінея-Бісау, Малі, Нігер, Сенегал, Того. **** Дані за 1995 р.

Таблиця Ж.7.

Кореляція умов торгівлі між окремими країнами, 1995-2002 рр. [359, с. 10]

Країни	Зона євро	США	Японія	Інші
Аргентина	-0,5	-0,5	-0,4	0,5 (Бразилія)
Болівія	-0,1	0,0	-0,0	0,6 (Бразилія)
Бразилія	0,3	0,2	-0,1	0,5 (Аргентина)
Еквадор	-0,8	-0,9	-0,5	-0,3 (Бразилія)
Сальвадор	0,7	0,7	0,2	-0,6 (Мексика)
Мексика	-0,7	-0,8	-0,1	-0,2 (Бразилія)
Панама	0,3	0,4	-0,7	-0,7 (Мексика)
ПАР	0,6	0,5	0,2	-
Кувейт	-0,9	-1,0	-0,3	1,0 (Саудівська Аравія)
Катар	-0,9	-0,9	-0,4	0,9 (Саудівська Аравія)
Саудівська Аравія	-0,9	-0,9	-0,4	-
ОАЕ	-0,9	-0,9	-0,4	1,0 (Саудівська Аравія)
Гонконг	0,2	0,4	-0,6	0,8 (Китай)
Корея	0,6	0,5	0,6	-0,3 (Китай)
Малайзія	-0,1	0,0	-0,8	0,3 (Китай)
Бельгія	0,8	0,7	0,3	-0,2 (Швейцарія)
Франція	0,7	0,6	0,6	-0,3 (Швейцарія)
Канада	-0,8	-0,9	-0,3	0,5 (Австралія)
Австралія	-0,8	-0,4	-0,6	-0,7 (Корея)
Нова Зеландія	-0,4	-0,1	0,0	0,5 (Австралія)

Таблиця Ж.8.

Співвідношення між найбільшим та найменшим ВВП на душу населення у валютних зонах [359, с. 12]

Валютні зони	Рік	Країни: Найвищий/найнижчий ВВП на душу населення	Співвідношення
Регіональні валютні зони			
Скандинавський валютний союз	1870	Данія / Норвегія	1,4
Скандинавський валютний союз	1913	Данія / Норвегія	1,6
Латинський валютний союз	1870	Бельгія / Греція	3,0
Латинський валютний союз	1913	Швейцарія / Греція	2,7
Центральна Африка	1950	Габон / Чад	6,2
Центральна Африка	2000	Габон / Чад	6,2
Західна Африка	1950	Бенін / Малі	2,2
Західна Африка	2000	Кот-д'Івуар / Гвінея-Бісау	2,1
Східні Кариби	2000	Св.Кітс та Невіс / Св.Вінсент та Гренадіни	2,1
Зона євро	2000	Бельгія / Греція	1,6
Гіпотетичні регіональні валютні зони			
Розширена зона євро	2000	Бельгія / Болгарія	4,9
Північна Америка	2000	США / Мексика	3,9
МЕРКОСУР	2000	Аргентина / Парагвай	2,7
Арабські країни Перської Затоки	2000	Катар / Оман	3,5
Адська спільнота	2000	Колумбія / Еквадор	2,1
Кариби (CARICOM)	2000	Багами / Гаїті	11,2
Східна Африка	2000	Уганда / Танзанія	2,3
Західна Африка (ECOWAS)	2000	Гвінея / Сьєра Леоне	4,0
Індонезія, Малайзія, Філіппіни, Таїланд	2000	Малайзія / Індонезія	2,9
Країни АСЕАН	2000	Сінгапур / Камбоджа	17,3
Китай, Гонконг, Індонезія, Корея, Малайзія, Філіппіни, Сінгапур, Таїланд	2000	Гонконг / Індонезія	9,0
Валютні ради			
Прив'язка до євро	2000	Зона євро / Боснія Герцеговина	4,5
Прив'язка до долара США	2000	США / Джибутті	13,0
Доларизація			
Використання долара США	2000	США / Еквадор	11,7

Таблиця Ж.9.

Волатильність реальних ефективних валютних курсів країн, що утворюють зону євро [267, с. 17]

	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

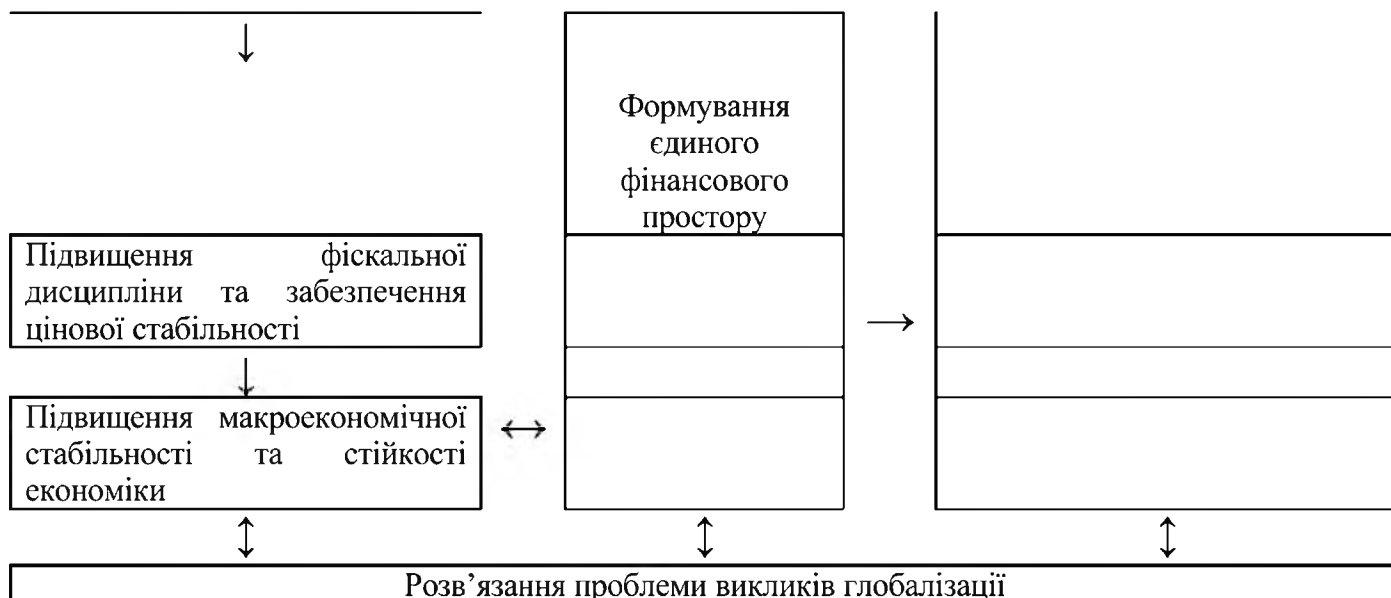


Рис. Ж.2. Структурна характеристика формування валютного союзу на Східних Карибах

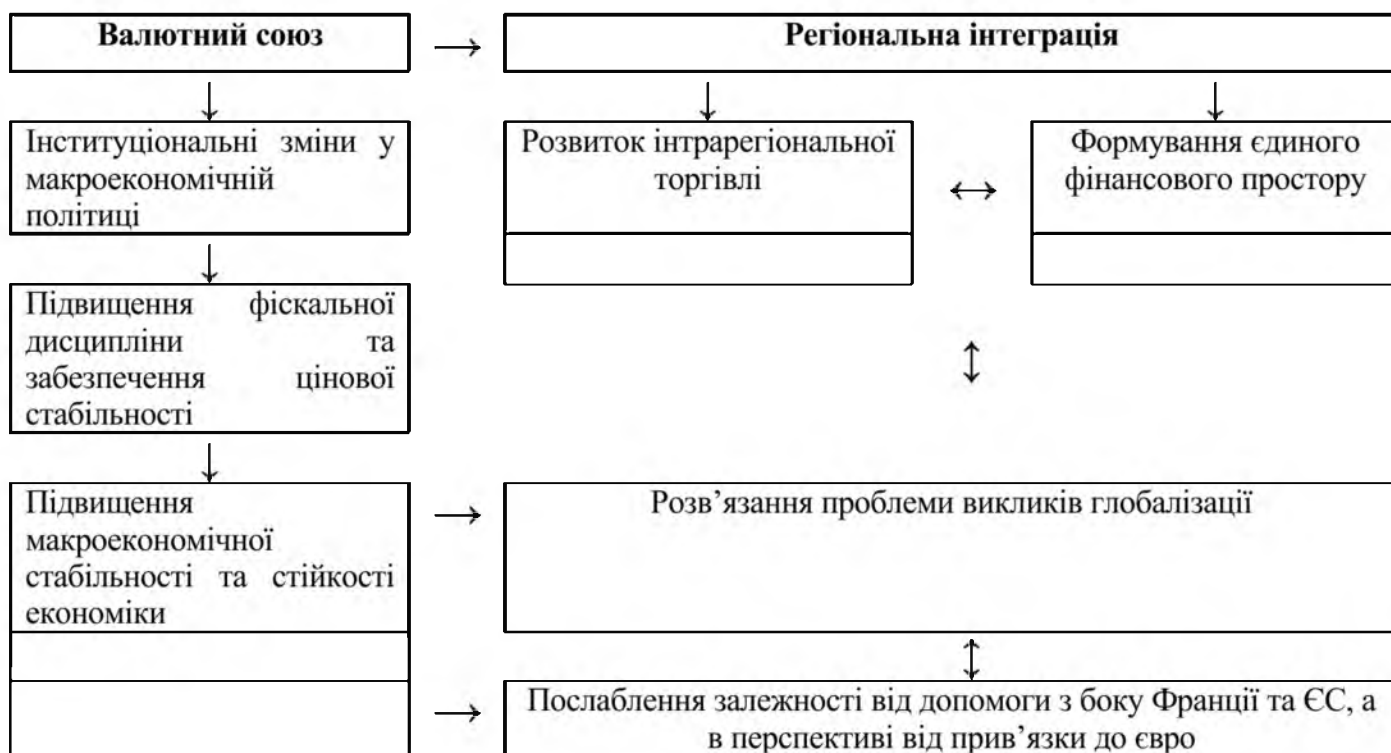
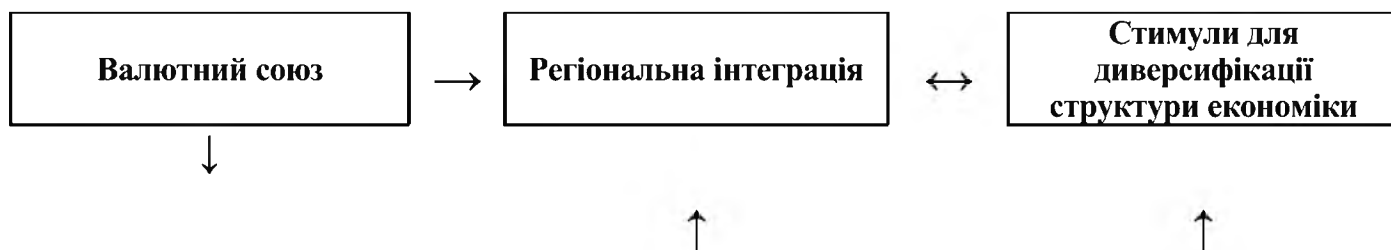


Рис. Ж.3. Структурна характеристика формування валютного союзу у Західній Африці



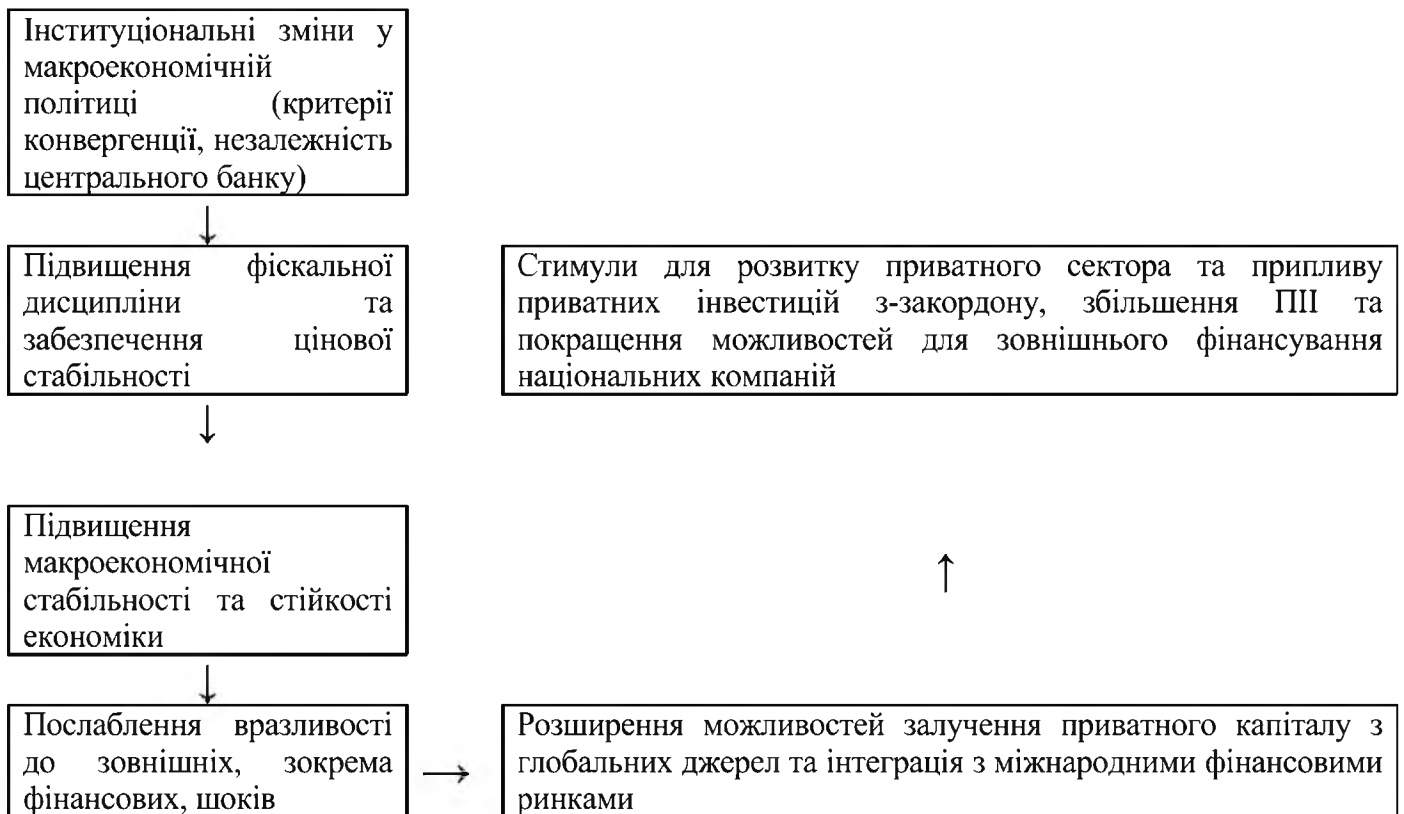


Рис. Ж.4. Місце валютної уніфікації в процесах економічного розвитку країн Перської затоки

Таблиця Ж.10.

Економічна інтеграція у Латинській Америці* [289, с. 24]

	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
Номинальна інтеграція		
1980-1986	1,86	1,63
1987-1993	1,86	1,66
1994-2000	1,28	0,98

Примітка 1. * Методологія обчислення та інтерпретація показників аналогічна до тих, які містяться у табл. Ж.3. додатку Ж. ** Латинська Америка-11: Аргентина, Болівія, Бразилія, Чилі, Колумбія, Еквадор, Мексика, Парагвай, Перу, Уругвай, Венесуела.

Таблиця Ж.11.

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, фінансова 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 економіка АСЕАН достатньо експортоорієнтована 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.

ДОДАТОК 3

Таблиця 3.1.

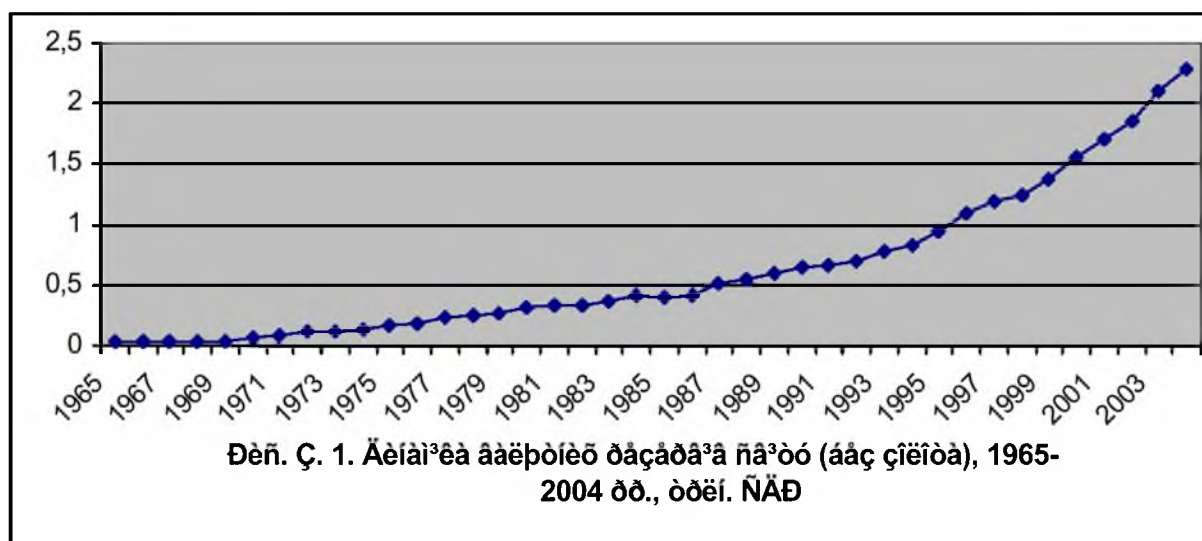
Канали зв'язку між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються [456, table 1]

Тип шоків	Трансмісійний канал	Підсилювач ефекту трансмісії	Очікування наслідки для економічного зростання
Діловий цикл: рецесія в G-3			
Ефект доходу	Торгівля: Зменшення експорту до G-3.	Висока торгівельна залежність. Висока еластичність торгівлі по доходу в G-3	Негативні
Ефект відносних цін	Торгівля: Зниження умов торгівля країн, що розвиваються.	Висока частка товарів з низьким ступенем обробки в структурі експорту. Виска циклічна складова попиту розвинутих країн на такий експорт.	Негативний.
Міжнародні потоки капіталу	Фінанси: Високі потоки капіталу (банківське кредитування переважно).	Значне зниження внутрішнього попиту на банківські позики.	Позитивний
Цикл процентних ставок: пом'якшення монетарної політики			
Міжнародні потоки капіталу	Фінанси: Значний приплив портфельних інвестицій.	Розвинуті ринки акцій та облігацій. Висока чутливість потоків до коливання процентних ставок.	Позитивний
Обслуговування боргу	Фінанси: Зменшення вартості.	Високий рівень заборгованості. Висока чутливість надбавок за ризик до світової процентної ставки.	Позитивний
Процентні доходи	Фінанси: Зменшення процентних доходів.	Високий рівень резервів відносно боргу	Не визначений
Висока волатильність у країнах G-3:			
Процентних ставок	Фінанси: Ускладнює управління боргом. Інвестування: Невизначеність зменшує інвестиції.	Високий рівень короткострокового боргу. Значні нові фінансові потреби. Високий початковий рівень прямих інвестицій.	Не визначений. Негативний.
Валютних курсів	Торгівля: Зменшення торгівлі	Прив'язка до валют G-3.	Негативний.

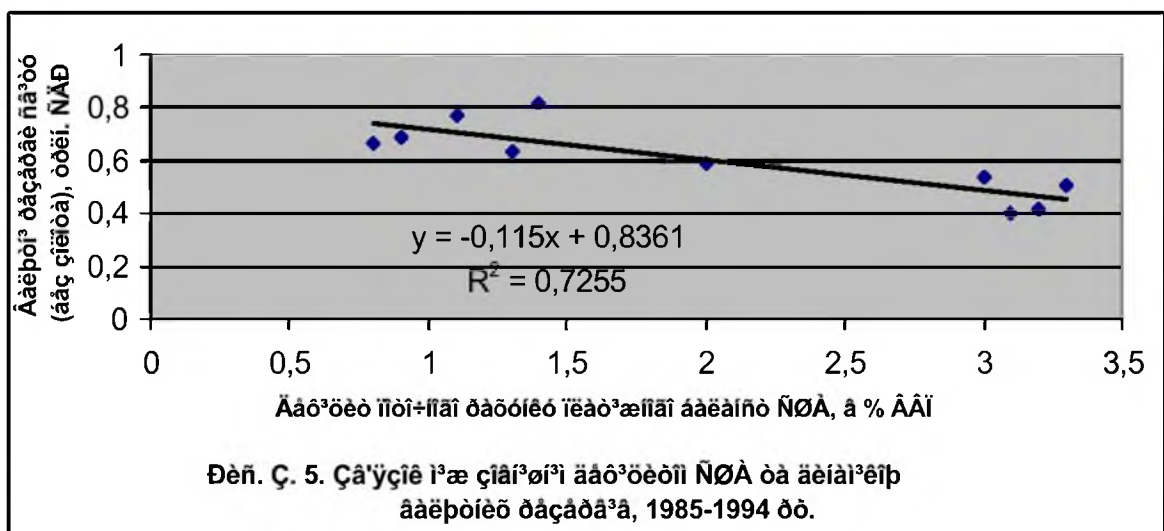
Таблиця 3.2.

Еластичність зв'язку між фінансовими ринками та економічним зростанням і процентними ставками у країнах Великої сімки [456, с. 9]

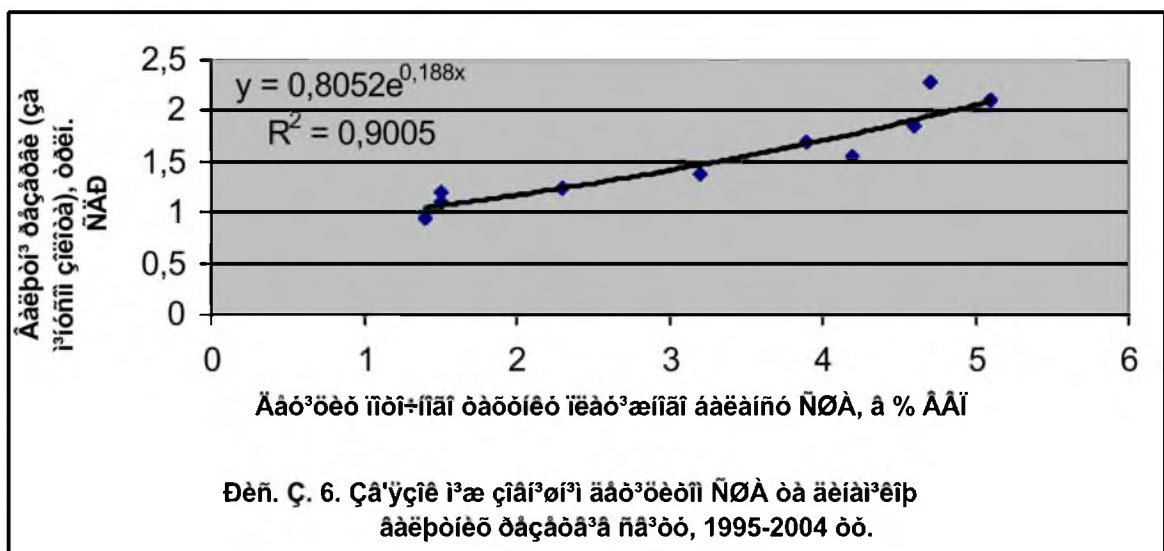
Показники	Коефіцієнт еластичності	R ²
Зв'язок між глобальним індексом акцій та позичковими ставками у G-7	-0,17	0,28
Азія	-0,11	0,09
Європа, Близькій Схід та Африка	0,03	0,004
Латинська Америка	-0,42	0,58
Зв'язок між глобальним індексом акцій та ставкою по федеральних фондах США	-0,11	0,19
Азія	-0,07	0,08
Європа, Близькій Схід та Африка	0,15	0,15
Латинська Америка	-0,29	0,50
Зв'язок між індексом S&P 500 та ставкою по федеральних фондах США	-0,16	0,04
Зв'язок між глобальним індексом облігацій країн з ринками, що виникають, та позичковими ставками у G-7	-0,34	0,63
Зв'язок між глобальним індексом облігацій країн з ринками, що виникають, та ставкою по федеральних фондах США	-0,23	0,14
Зв'язок між економічним зростанням у країнах третього світу та позичковими ставками у G-7:		
Країни, що мають вільний доступ до міжнародних фінансових ринків	-0,39	0,09
Африка	-0,35	0,14
Азія	-0,04	0,002
Близький Схід та Європа	-0,20	0,04
Країни Західної Півкулі	-0,77	0,35



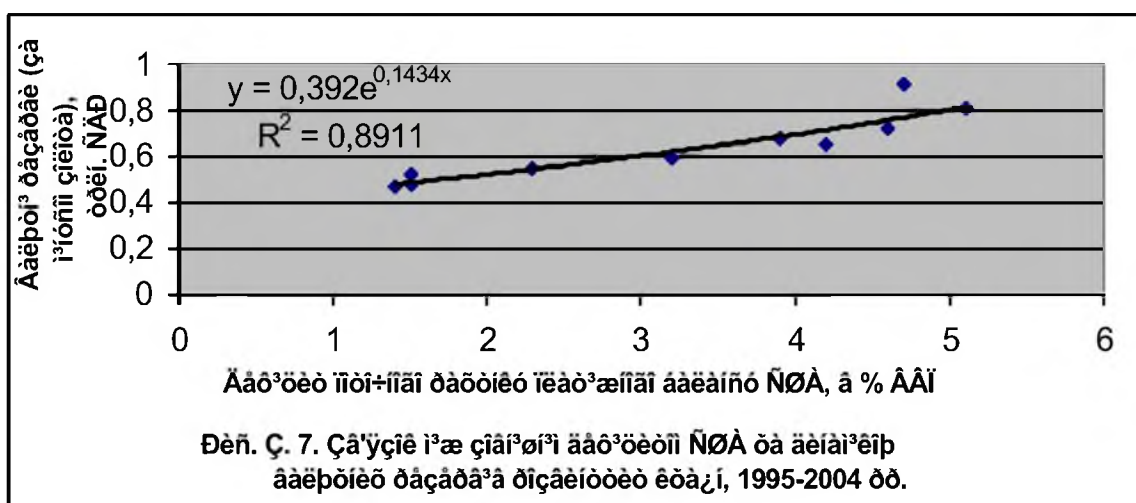
Джерело: [371, с. 102-103].



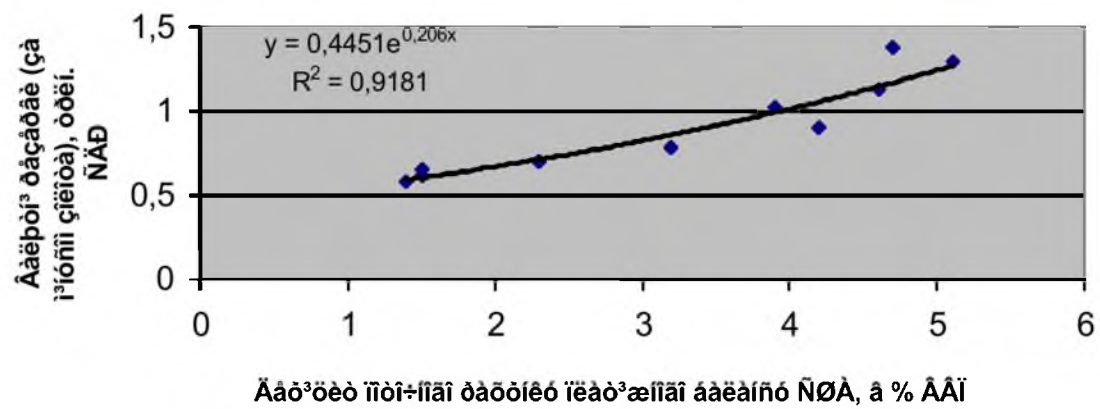
Примітка: *.



Примітка: *.



Примітка: *.



Ðεñ. Ç. 8. Çá'ýçíε ĭ³æ çíáí³ðí³ĭ áαó³οεòĭĭ ÑØÀ ðà áεíáí³εĭð áæðòíεò ðáçáðá³á εðázĭ, ũĭ ðĭçáεáðòŭñŷ, 1995-2004 ðð.

Примітка: *.

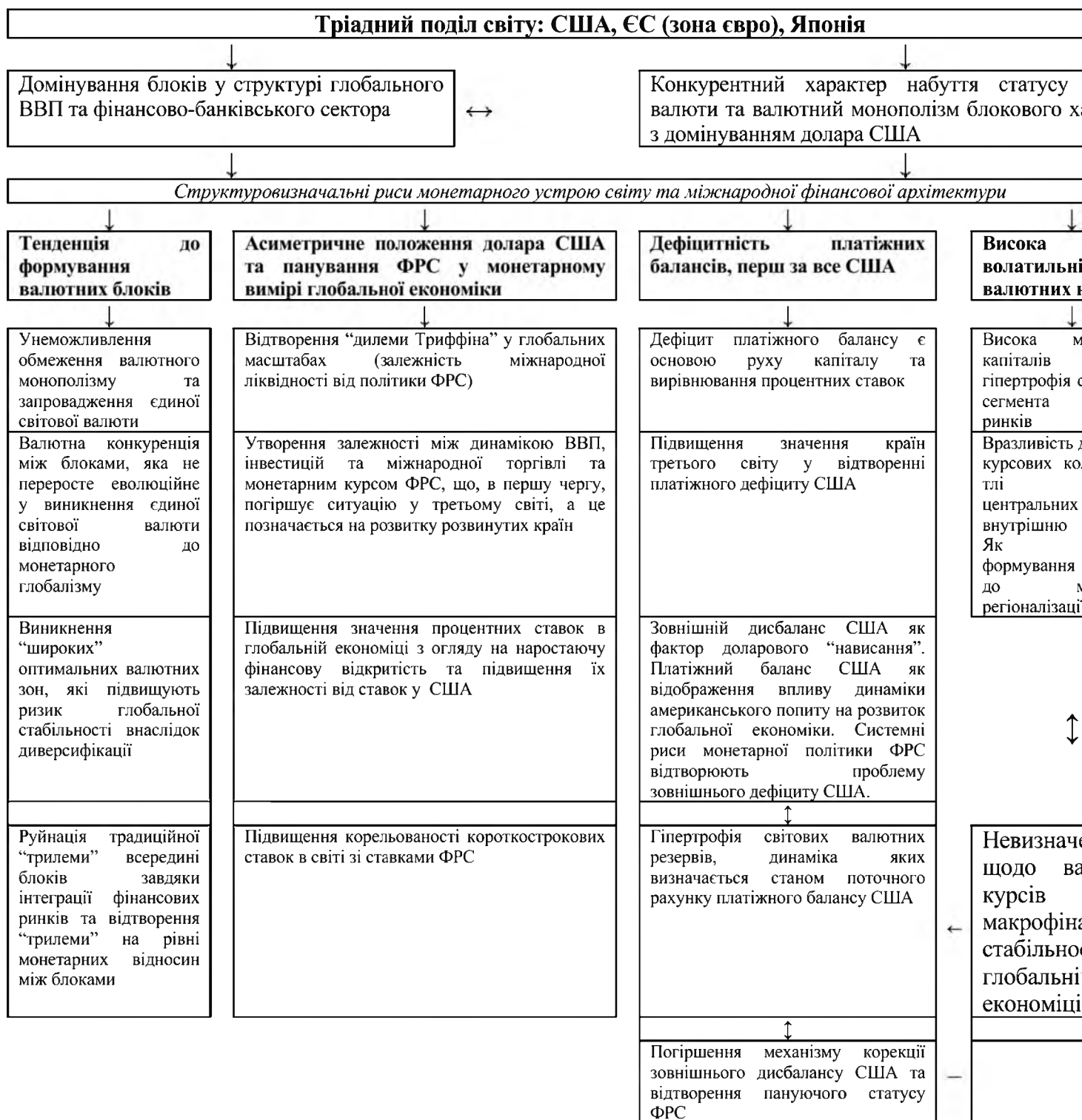


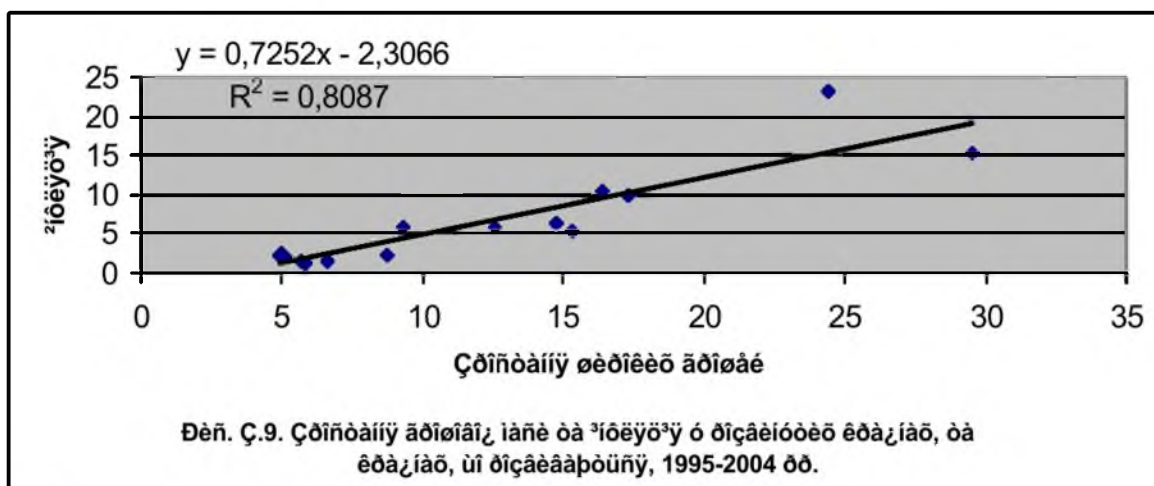
Рис. 3. 9. Проблемний вимір структури сучасного монетарного устрою та міжнародної фінансової архітектури

Таблиця 3.3.

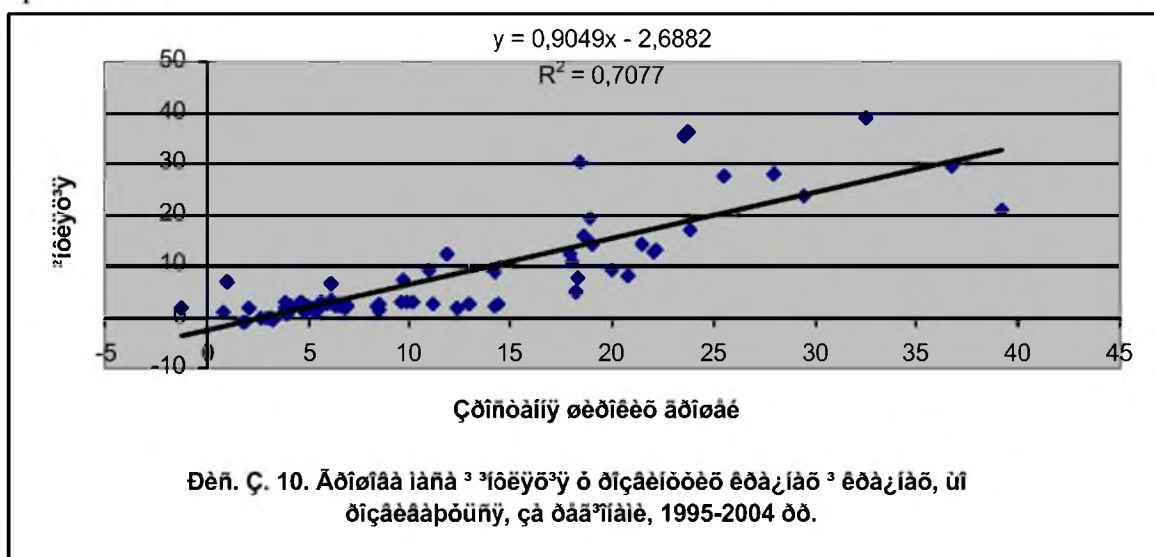
Окремі показники зовнішнього сектора азійських країн [223, с. 14-16]

Країна	Роки	Товарний експорт як частка	Поточний рахунок	Валютні резерви (за

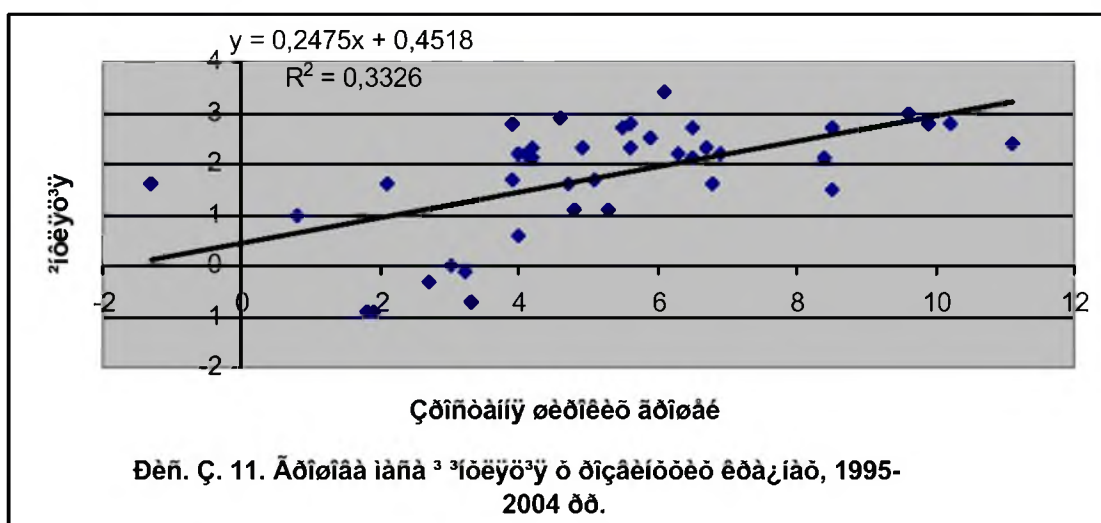
		світового експорту в цілому, %	платіжного балансу, % ВВП	мінусом золота)/імпорт
Китай	2000	3,9	1,9	64,5
	2001	4,3	1,5	76,3
	2002	5,0	2,8	85,3
	2003	5,9	2,1	87,5
	2004	-	1,6	-
Гонконг	2000	3,1	4,3	45,1
	2001	3,1	6,1	49,1
	2002	3,1	8,5	48,1
	2003	3,0	11,0	46,2
	2004	-	10,3	-
Індія	2000	0,7	-1,1	53,0
	2001	0,7	-0,2	62,3
	2002	0,8	1,0	85,2
	2003	0,8	0,6	110,7
	2004	-	0,2	-
Індонезія	2000	0,8	5,3	59,0
	2001	0,9	4,8	58,5
	2002	0,9	4,5	64,3
	2003	0,9	3,9	-
	2004	-	2,9	-
Японія	2000	6,4	2,5	71,7
	2001	6,3	2,1	86,6
	2002	6,5	2,8	103,9
	2003	7,6	3,2	134,6
	2004	-	3,1	-
Корея	2000	2,7	2,4	49,7
	2001	2,0	1,7	59,2
	2002	2,5	1,0	64,6
	2003	3,1	2,0	71,4
	2004	-	1,5	-
Малайзія	2000	1,5	9,4	30,0
	2001	1,2	8,3	33,7
	2002	1,4	7,6	35,6
	2003	1,6	11,1	45,7
	2004	-	10,9	-
Філіппіни	2000	0,6	8,4	30,1
	2001	0,5	1,9	33,5
	2002	0,5	5,5	31,7
	2003	0,6	2,1	30,8
	2004	-	1,6	-
Сінгапур	2000	2,2	14,3	49,7
	2001	1,9	18,7	52,8
	2002	1,7	21,4	57,1
	2003	2,2	30,9	61,7
	2004	-	28,0	-
Тайвань	2000	2,3	2,9	64,4
	2001	2,0	6,4	93,4
	2002	2,1	9,1	118,5
	2003	2,0	10,0	135,3
	2004	-	7,3	-
Таїланд	2000	1,1	7,6	41,4
	2001	1,1	5,4	42,5
	2002	1,1	5,5	46,8
	2003	1,1	5,6	43,8
	2004	-	4,4	-



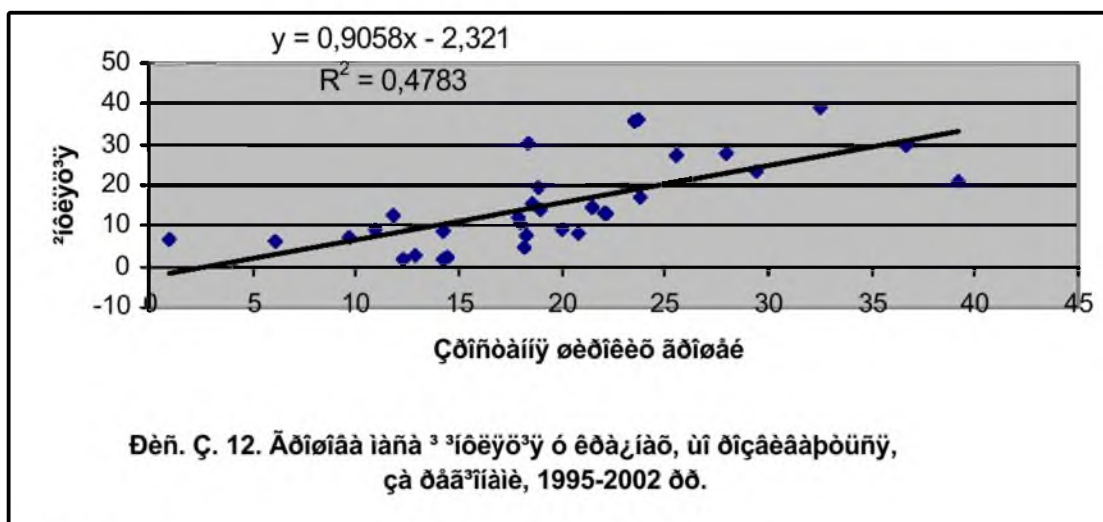
Примітка: *.



Примітка: *.



Примітка: *.



Примітка: *.

Таблиця 3.4.

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: Згруповано за [425, с. 19-20; 110, с. 792-793].

ДОДАТОК К

Таблиця К. 1.

Кредитна активність МВФ [371, с. 105]

Роки	Кількість угод					Обсяги відповідно до укладених угод, млн. СДР				
	Stand-by	EFF	SAF	PRGF	Разом	Stand-by	EFF	SAF	PRGF	Разом
1953-1960	57	-	-	-	57	3833	-	-	-	3833
1961	15	-	-	-	15	460	-	-	-	460
1962	24	-	-	-	24	1633	-	-	-	1633
1963	19	-	-	-	19	1531	-	-	-	1531
1964	19	-	-	-	19	2160	-	-	-	2160
1965	24	-	-	-	24	2159	-	-	-	2159
1966	24	-	-	-	24	575	-	-	-	575
1967	25	-	-	-	25	591	-	-	-	591
1968	32	-	-	-	32	2352	-	-	-	2352
1969	26	-	-	-	26	541	-	-	-	541
1970	23	-	-	-	23	2381	-	-	-	2381
1971	18	-	-	-	18	502	-	-	-	502
1972	13	-	-	-	13	314	-	-	-	314
1973	13	-	-	-	13	322	-	-	-	322
1974	15	-	-	-	15	1394	-	-	-	1394
1975	14	-	-	-	14	390	-	-	-	390
1976	18	2	-	-	20	1188	284	-	-	1472
1977	19	1	-	-	20	4680	518	-	-	5198
1978	18	-	-	-	18	1285	-	-	-	1285
1979	14	4	-	-	18	508	1093	-	-	1600
1980	24	4	-	-	28	2479	797	-	-	3277
1981	21	11	-	-	32	5198	5221	-	-	10419
1982	19	5	-	-	24	3106	7908	-	-	11014
1983	27	4	-	-	31	5450	8671	-	-	14121
1984	25	2	-	-	27	4287	95	-	-	4382
1985	24	-	-	-	24	3218	-	-	-	3218
1986	18	1	-	-	19	2123	825	-	-	2948
1987	22	-	10	-	32	4118	-	358	-	4476
1988	14	1	15	-	30	1702	245	670	-	2617
1989	12	1	4	7	24	2956	207	427	955	4545
1990	16	3	3	4	26	3249	7627	37	415	11328
1991	13	2	2	3	20	2786	2338	15	454	5593
1992	21	2	1	5	29	5587	2493	2	743	8826
1993	11	3	1	8	23	1971	1242	49	527	3789
1994	18	2	1	7	28	1381	779	27	1170	3357
1995	17	3	-	11	31	13055	2335	-	1197	16587
1996	19	4	1	8	32	9645	8381	182	1476	19684
1997	11	5	-	12	28	3183	1193	-	911	5287
1998	9	4	-	8	21	27336	3078	-	1738	32152
1999	5	4	-	10	19	14325	14090	-	998	29413
2000	11	4	-	10	25	15706	6582	-	641	22929
2001	11	1	-	14	26	13093	-9	-	1249	14333
2002	9	-	-	9	18	39439	-	-	1848	41287
2003	10	2	-	10	22	28597	794	-	1180	30571
2004	5	-	-	10	15	14519	-	-	967	15486

Таблиця К.2.

Кредити МВФ в розрізі механізмів, 1995-2004 рр. [371, с. 112]

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Млрд. СДР.									
Stand-by	15,1	20,7	18,1	25,5	25,2	21,4	17,1	28,6	34,2	42,1
EFF	10,2	9,99	11,2	12,5	16,6	16,8	16,1	15,5	14,99	13,8
SRF	-	-	-	7,1	12,7	-	4,1	5,9	15,7	6,0
CFF	3,0	1,6	1,3	0,7	2,8	3,0	2,99	0,7	0,4	0,1
STF	3,8	3,9	3,9	3,9	3,4	2,7	1,9	1,3	0,6	0,2
Ресурси загального рахунку	32,1	36,3	34,5	49,7	60,7	43,99	42,2	52,1	65,99	62,2
SAF	1,2	1,2	0,99	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	0,09
PRGF	3,3	4,5	4,9	5,5	5,9	5,9	5,95	6,2	6,7	6,7
Trust Fund	0,1	0,095	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Разом	36,8	42,0	40,5	56,0	67,2	50,4	48,7	58,7	72,9	69,0
	%									
Stand-by	41	49	45	46	38	43	35	49	47	61
EFF	28	24	28	22	25	33	33	26	21	20
SRF	-	-	-	13	19	-	9	10	21	9
CFF	8	4	3	1	4	6	6	1	1	<0,5
STF	10	9	10	7	5	5	4	2	1	<0,5
Ресурси загального рахунку	87,0	86,0	85,0	89,0	90,0	87,0	87,0	88,0	91,0	90,0
SAF	3	3	2	1	1	1	1	1	<0,5	<0,5
PRGF	9	11	12	10	9	12	12	11	9	10
Trust Fund	<0,5	<0,5	<0,5	<0,5	<0,5	<0,5	<0,5	<0,5	<0,5	<0,5
Разом	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Примітка 1. Суми можуть не співпадати за рахунок округлень.

Таблиця К.3.

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 викупати валютні зобов'язання банків за рахунок зовнішніх джерел.
2. В залежності від органу, що здійснює кредитування	Глобальний центральний банк. Дана 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	У випадку, коли дана функція делегується МВФ чи 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

	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).	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 загальновизнаних резервних активів. При цьому, не буде мати принципового монетарного значення, як організовані канали проходження коштів, оскільки наявність загальновизнаної резервної валюти наперед буде 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 перерозподільного 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 щільна 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 дилеми “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 за: [328, с. 57-101; 343; 383].

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 зводиться до екстреного кредитування значимих для глобальної економіки країн, які зазнали раптового впливу 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 викликати тільки імперфекціями глобальних ринків.
Комісія Саммерса	За МВФ зберігаються усі ролі, набуті ним еволюційно: участь у розв'язанні боргових проблем; нагляд за глобальною стабільністю; кредитування 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 транспарентності 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.	Даний підхід не передбачає радикального реформування монетарного устрою світу та 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 (транспарентність та відповідальність). Проблема морального ризику вирішується в загальному через стандартизацію та розширення доступу до даних.	Можна передбачити тенденцію до послаблення жорсткого 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.

Примітка 1. Складено за: [137; 328, 71-84; 304].

ДОДАТОК Л

Таблиця Л.1.

Інфляція у трансформаційних економіках, 1991-2001 рр. [280, с. 40]

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Албанія	104,0	236,6	30,9	15,8	6,0	17,4	42,1	8,7	-1,0	4,2	2,8
Болгарія	338,7	79,45	63,8	121,9	32,9	310,8	578,6	0,9	7,0	11,2	4,8
Хорватія	-	937,0	1120,5	2,4	4,6	3,7	3,8	5,6	3,8	6,9	2,4
Чехія	52,0	12,6	18,8	9,7	7,9	8,6	10,1	6,8	2,6	4,0	4,1
Естонія	-	942,2	35,7	41,6	28,8	15,0	12,5	4,5	3,8	5,0	4,2
Угорщина	32,0	24,7	21,1	21,2	28,3	19,8	18,4	10,3	11,2	10,0	6,7
Латвія	-	958,2	34,8	26,2	23,3	13,2	7,0	2,8	3,2	1,8	3,1
Литва	-	1162,5	188,8	45,0	35,5	13,1	8,5	2,4	0,3	1,4	2,0
Македонія	115,0	1935,0	241,8	55,0	9,0	-0,6	3,2	-3,1	2,5	6,1	3,7
Польща	60,3	44,5	37,7	29,5	21,6	18,5	13,2	8,6	9,8	8,6	3,7
Румунія	223,0	199,2	295,5	61,7	27,8	56,9	151,6	43,8	54,8	40,7	30,3
Словаччина	58,3	9,1	25,0	11,7	7,2	5,4	6,4	5,6	14,2	8,4	6,6
Словенія	247,0	88,2	22,9	18,3	8,6	8,8	9,4	5,7	8,8	10,6	7,0
Вірменія	-	1241,2	10896,1	1884,5	32,1	5,8	22,0	-1,1	2,1	0,3	3,0
Азербайджан	-	-	1293,8	1788,0	84,5	6,7	0,4	-7,6	-0,5	2,2	1,5
Беларусь	-	1557,8	1994,0	1957,0	244,2	39,1	63,4	181,7	251,3	108,0	46,2
Грузія	-	1178,5	7484,1	6473,0	57,4	13,7	7,2	10,6	10,8	4,6	3,4
Казахстан	-	2962,8	2169,1	1160,3	60,4	28,6	11,3	1,9	17,8	9,8	6,4
Киргизія	-	1257,0	766,9	95,7	32,0	34,9	14,7	18,3	39,8	9,5	3,7
Молдова	-	2198,4	836,0	116,0	23,8	15,1	11,1	18,4	82,7	18,5	6,4
Росія	-	2321,6	841,6	202,7	131,4	21,8	11,0	84,5	36,6	20,1	18,6
Таджикистан	-	-	7343,7	1,1	2133,3	40,5	163,6	2,7	30,1	60,6	12,7
Туркменістан	-	-	-	13828,5	1261,5	445,9	21,8	19,8	16,4	7,4	12,2
Україна	-	2001,0	10155,0	401,1	181,4	39,7	10,1	20,0	19,6	23,9	6,1
Узбекистан	-	910,0	884,8	1281,4	116,9	64,4	50,0	26,0	26,0	28,2	26,4

Таблиця Л.1.1.

Інфляція у трансформаційних економіках, 2002-2004 рр. [520, с. 191]

	2002	2003	2004
Албанія	5,4	3,0	3,0
Болгарія	5,8	2,6	4,2
Хорватія	2,2	2,0	3,5
Чехія	1,8	0,6	3,5
Естонія	3,6	1,7	2,0
Угорщина	5,3	4,7	5,5
Латвія	1,9	3,0	3,0
Литва	0,3	0	2,5
Македонія	2,4	2,5	3,0
Польща	1,9	0,8	2,2
Румунія	22,5	15,1	12,0
Словаччина	3,3	8,5	8,1
Словенія	7,5	5,9	5,0
Вірменія	1,1	2,2	3,0
Азербайджан	2,8	2,7	2,5
Беларусь	42,6	29,0	24,1
Грузія	5,6	4,4	5,0
Казахстан	5,9	6,4	5,9
Киргизія	2,0	3,3	3,8
Молдова	5,3	8,1	4,5
Росія	16,0	14,4	12,9
Таджикистан	12,2	14,5	5,0
Туркменістан	-	-	-
Україна	0,8	8,0	12,0
Узбекистан	38,7	21,9	20,7

Таблиця Л.2.

Динаміка ВВП у трансформаційних економіках, 1991-2001 рр.

[81, с. 63; 520, с. 183]

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Албанія	-27,7	-7,2	9,6	9,4	13,3	9,1	-7,0	8,0	7,3	7,7	3,1
Болгарія	-11,7	-7,3	-1,5	1,8	2,4	-6,9	3,5	2,4	4,5	5,4	4,1
Хорватія	-21,1	-11,7	-8,0	5,9	6,8	5,9	6,8	2,5	-0,3	2,9	3,8
Чехія	-11,5	-3,3	0,6	3,2	5,9	4,8	-1,0	-2,2	-0,8	3,3	3,1
Естонія	-13,6	-14,2	-9,0	-2,0	4,3	3,9	10,6	4,7	-1,1	7,1	5,0
Угорщина	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	4,9	4,4	5,2	3,8
Латвія	-10,4	-34,9	-14,9	0,6	-0,8	3,3	8,6	3,9	0,1	6,8	7,9
Литва	-5,7	-21,3	-16,2	-9,8	3,3	4,7	7,3	5,1	-4,2	4,0	6,5
Македонія	-7,0	-8,0	-9,1	-1,8	-1,1	1,2	1,4	2,9	2,7	4,5	-4,5
Польща	-7,0	2,6	3,8	5,2	7,0	6,1	6,9	4,8	4,1	4,0	1,0
Румунія	-12,9	-8,8	1,5	3,9	7,3	4,0	-6,1	-5,4	-3,2	2,1	5,7
Словаччина	-14,6	-6,5	-3,7	4,9	6,7	6,2	6,2	4,1	1,9	2,2	3,3
Словенія	-8,9	-5,5	2,8	5,3	4,1	3,5	4,6	3,8	4,9	4,6	2,9
Вірменія	-11,7	-41,8	-8,8	5,4	6,9	5,9	3,3	7,2	3,3	6,0	9,6
Азербайджан	-0,7	-22,6	-23,1	-19,7	-11,8	1,3	5,8	10,0	7,4	11,1	9,9
Беларусь	-1,2	-9,6	-7,6	-12,6	-10,4	2,8	11,4	8,3	3,4	5,8	4,7
Грузія	-20,6	-44,8	-25,4	-11,4	2,4	10,5	10,8	2,9	3,0	1,9	4,7
Казахстан	-13,0	-2,9	-9,2	-12,6	-8,2	0,5	1,7	-1,9	1,7	9,8	13,5
Киргизія	-5,0	-19,0	-16,0	-20,1	-5,4	7,1	9,9	2,1	3,6	5,3	5,4
Молдова	-17,5	-29,1	-1,2	-31,2	-1,4	-7,8	1,3	-8,6	-4,4	2,1	6,1
Росія	-5,0	-14,5	-8,7	-12,7	-4,1	-3,5	0,8	-4,6	3,2	10,0	5,0
Таджикистан	-7,1	-29,0	-11,0	-18,9	-12,5	-4,4	1,7	5,3	3,7	1,1	1,0
Туркменістан	-4,7	-5,3	-10,0	-17,3	-7,2	-6,7	-11,3	5,0	16,0	18,0	20,5
Україна	-11,6	-13,7	-14,2	-23,0	-12,2	-10,0	-3,0	-1,9	-0,4	5,9	9,2
Узбекистан	-0,5	-11,1	-2,3	-4,2	-0,9	1,6	2,5	4,4	4,1	3,3	4,1

Таблиця Л.2.1.

Динаміка ВВП у трансформаційних економіках, 2002-2004 рр. [520, с. 183]

	2002	2003	2004
Албанія	4,7	6,0	6,0
Болгарія	4,8	5,0	5,5
Хорватія	5,2	4,6	4,5
Чехія	2,0	1,7	2,6
Естонія	5,8	5,0	5,1
Угорщина	3,3	3,5	3,5
Латвія	6,1	5,5	6,0
Литва	6,7	5,8	6,2
Македонія	0,7	3,0	4,0
Польща	1,4	2,9	4,1
Румунія	4,9	4,7	5,0
Словаччина	4,4	4,0	4,0
Словенія	3,2	2,2	3,0
Вірменія	12,9	7,0	6,0
Азербайджан	10,6	9,2	9,1
Беларусь	4,7	4,0	3,2
Грузія	5,3	4,8	4,5
Казахстан	9,5	9,0	8,0
Киргизія	-0,5	5,6	4,0
Молдова	7,2	6,0	5,0
Росія	4,3	6,0	5,0
Таджикистан	9,1	6,0	4,0
Туркменістан	-	-	-
Україна	4,8	9,0	12,2
Узбекистан	3,2	0,3	2,5

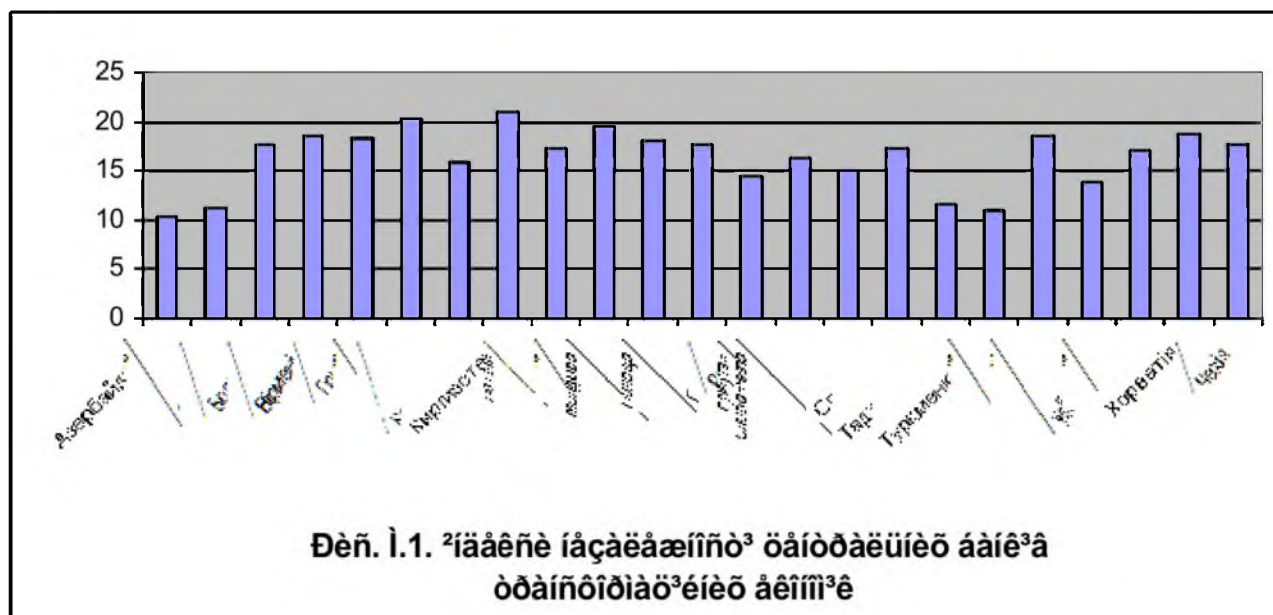
Таблиця Л.3.

**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: [149, с. 230]; дані по інфляції та ВВП — додаток Л.

ДОДАТОК М



ДОДАТОК Н

Таблиця Н.1.

Поточний рахунок платіжного балансу окремих постсоціалістичних країн, % ВВП [385, с. 11]

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Чехія	2,6	7,1	6,7	2,2	2,7	5,3	4,6	5,3
Естонія	4,4	9,2	12,1	9,2	4,7	5,7	6,2	12,6
Угорщина	5,6	3,7	2,1	4,9	4,3	2,8	2,2	4,2
Латвія	0,4	5,5	6,1	10,7	9,8	6,9	9,5	7,8
Литва	9,9	9,2	10,2	11,9	11,2	6,0	4,8	4,8
Польща	-4,5	1,0	3,2	4,4	7,5	6,3	4,0	3,6
Словаччина	-2,1	10,6	9,6	9,7	5,5	3,7	8,8	8,2
Словенія	0,4	-0,3	-0,3	0,6	3,5	3,0	-0,2	-1,8

Таблиця Н.2.

Рахунки платіжного балансу та потоки капіталу у трансформаційних економіках, млрд. дол. США [520, с. 220]

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Поточний рахунок	-4,6	-11,6	-25,3	-29,5	-2,4	25,1	12,8	9,9	10,0	-2,9
Баланс капітального рахунку	0,6	1,2	9,5	0,2	-	0,4	0,5	0,5	0,9	1,3
Баланс фінансового рахунку	9,2	17,1	22,3	37,8	9,6	-18,5	-7,4	-1,6	-1,3	11,1
Чисті ПП	12,9	12,3	14,9	21,2	23,8	23,4	25,9	27,9	25,8	29,2
Чисті портфельні інвестиції	-6,4	0,6	20,7	12,1	-0,4	-2,5	-5,4	-6,5	-3,8	-1,1
Інші чисті інвестиції	39,8	4,4	-3,2	6,2	-6,1	-15,7	-10,1	2,3	6,6	6,4
Резервні активи*	-37,2	-0,2	-10,0	-1,7	-7,7	-23,7	-17,8	-25,4	-29,8	-23,5
Чисті потоки капіталу всього	46,3	17,4	32,3	39,5	17,3	5,2	10,4	23,7	28,6	34,5
Чисті офіційні потоки	15,6	11,8	6,2	11,7	-0,4	-3,8	-5,6	-1,9	-2,7	-2,1
Чисті приватні потоки	30,7	5,6	26,1	27,8	17,7	9,0	16,0	25,6	31,2	36,7
Чисте зовнішнє фінансування	46,5	47,5	82,2	57,6	43,4	32,6	23,8	40,2	50,1	55,0
Чисте зовнішнє запозичення	31,0	32,8	53,3	34,7	19,6	8,1	-2,2	11,8	23,7	24,7
Запозичення в офіційних кредиторів, у тому числі МВФ	16,3	9,5	4,5	10,6	-1,5	-5,4	-7,6	-2,6	-2,7	-2,1
Запозичення в банків	0,1	10,7	16,1	1,7	-1,9	0,1	4,0	14,8	9,9	7,8

Запозичення в інших приватних кредиторів	14,5	12,5	32,7	22,4	23,0	13,4	1,3	-0,4	16,4	19,1

Примітка 1. * “-” означає збільшення.

Таблиця Н.3.

Монетарні та фінансові індикатори євроконвергенції нових членів ЄС

[294, с. 22]

Країна	Роки	Інфляція (ICL), %	Довгострокові процентні ставки	Бюджетний дефіцит (+ - профіцит), % ВВП	Державний борг, % ВВП
Чехія	2002	1,4	4,9	6,8	28,8
	2003	-0,1	4,1	12,6	37,8
	2004	1,8	4,7	5,0	37,9
Естонія	2002	3,6	-	1,4	5,3
	2003	1,4	-	3,1	5,3
	2004	2,0	-	0,3	4,8
Латвія	2002	2,0	5,4	2,7	14,1
	2003	2,9	4,9	1,5	14,4
	2004	4,9	5,0	2,0	14,7
Литва	2002	0,4	6,1	1,5	22,4
	2003	-1,1	5,3	1,9	21,4
	2004	-0,2	4,7	2,6	21,4
Угорщина	2002	5,2	7,1	9,2	57,2
	2003	4,7	6,8	6,2	59,1
	2004	6,5	8,1	5,5	59,9
Польща	2002	1,9	7,4	3,6	41,1
	2003	0,7	5,8	3,9	45,4
	2004	2,5	6,9	5,6	47,2
Словенія	2002	7,5	-	2,4	29,5
	2003	5,7	6,4	2,0	29,4
	2004	4,1	5,2	2,3	30,8
Словаччина	2002	3,5	6,9	5,7	43,3
	2003	8,5	5,0	3,7	42,6
	2004	8,4	5,1	3,9	44,5
Швеція	2002	2,0	5,3	0,0	52,6
	2003	2,3	4,6	0,3	52,0
	2004	1,3	4,7	0,6	51,6
Нормативні критерії	2004	2,4	6,4	3	60

Таблиця Н.4.

Макроекономічні показники України

	2000	2001	2002	2003	2004
Зростання ВВП, %	5,9	9,2	5,2	9,6	12,0
Інфляція, %	25,8	6,1	-0,6	8,2	12,3
Зростання експорту, %	17,9	9,5	10,7	24,0	-
Зростання імпорту, %	18,9	14,1	5,0	28,7	-
Зростання інвестицій, %	14,4	20,8	8,9	31,3	-
Валові міжнародні резерви, міс. імпорту	0,3	1,7	2,0	2,4	-
Поточний рахунок, % ВВП	4,6	3,7	7,5	5,8	-

Джерело: Дані НБУ.