

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ВАЛЮТНИХ СОЮЗІВ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ: МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ АСПЕКТ

В. КОЗЮК,

доцент, кандидат економічних наук
(Тернопіль)

Процеси глобалізації істотно ускладнюють функціонування центральних банків. Загальні закономірності такого ускладнення актуалізуються у різного роду площинах: виборі стратегії монетарної політики; прогнозуванні макроекономічних показників; втраті багатьма індикаторами грошового ринку свої інформаційних властивостей; послабленні дієвості окремих монетарних інструментів, тощо. Проте найбільшою проблемою не тільки для центробанків, але й для усієї системи макроекономічної стабільності сьогодні залишається валютно-курсова сфера (вибір режиму валютного курсу та його узгодженість з іншими монетарними пріоритетами). Висока мобільність капіталів, волатильність міжнародних фінансових ринків радикально змінюють характер спроможності центральних банків впливати на валютний курс, здійснюючи орієнтацію на внутрішню рівновагу (підтримання стабільності цін і мінімізацію коливань ВВП). Остання проблема є особливо гострою у світлі того, що у розвинутих країнах орієнтація на внутрішню рівновагу вже сьогодні виступає інституціонально закріпленим фактором монетарної політики, що унеможливорює істотну реакцію на валютний курс або ж взагалі робить її шкідливою для економіки. А у країнах, що розвиваються, така орієнтація дуже часто розглядається як виклики спроможності підтримувати стабільність валютного курсу, який, у свою чергу ототожнюється з основними передумовами макроекономічної стабільності.

Природно, що пошук відповіді на виклики глобалізації у валютно-курсовому сегменті монетарної політики центральних банків переміщується в площину двох радикальних альтернатив: повне плавання валютного курсу, або доларизація¹. Проте у світлі того, що регіоналізація розглядається як спосіб збереження позитивних вигод від глобалізації за одночасної мінімізації її негативних наслідків, дедалі актуальнішими стають питання аналізу та обґрунтування формування валютних союзів.

Так, сьогодні ґносеологічне лідерство у сфері теоретичного аналізу та обґрунтування формування валютних союзів закріпилося за теорією оптимальних валютних зон, вклад до розвитку якої зробили Р. Манделл, Р. МакКіннон, П. Кенен, М. Флемінг, І. Ішіяма та ін.². Основний зміст даної теорії полягає тому, що за певних умов деяким країнам вигідніше мати фіксовані між собою курси, або спільну валюту, що створює передумови для поглиблення економічних зв'язків між ними та підвищує макроекономічну стабільність, пов'язану усуненням курсових коливань. Такими передумовами є мобільність факторів

¹ Детальніше про проблеми теоретичного обґрунтування доларизації див.: Козюк В. Актуальні питання теоретичного обґрунтування доларизації в умовах глобалізації економіки. "Актуальні проблеми економіки" № 10, 2004, с. 33–42.

² Хрестоматійний виклад даної теорії див.: Євро – дитя Манделла? Теорія оптимальних валютних зон. Сборник статей. М., "Дело", 2002, 368 с.

між країнами, міра торговельної чи фінансової інтеграції, наявність коригуючих трансфертів, мінімальний інфляційний диференціал тощо. Відповідно, такі передумови розглядаються як критерії оптимальності валютної зони, а їх виконання окремо чи в цілому (залежно від ракурсу, характеру дослідження та, зрештою, еволюції самої теорії) виступає підставою для ідентифікації того, чи відповідають країни інтелектуальному образу оптимальної валютної зони. Проте сама гносеологічна структура даної теорії має внутрішню ваду – перебуваючи в її методологічних межах ніколи не можна сказати, чи відповідає певна географічна територія умовам оптимальності валютної зони. Зокрема, Ф. Монгеллі, аналізуючи етапи розвитку даної теорії, доходить висновку, що вона так ніколи не була використана на практиці при обґрунтуванні формування діючих сьогодні валютних союзів³. А, згідно з теорією Е. Дорруцці та С. Фірпо, будь-який монетарний аналіз процесу регіоналізації так чи інакше спиратиметься на засади теорії оптимальних валютних зон⁴.

Власне, з позиції аналізу того, як співвідносяться між собою процеси регіоналізації та ті чи інші монетарні режими (доларизація, валютна рада, валютний союз), Дж. Говкінз та П. Мейссон доходять висновку, що для формування валютного союзу критеріїв оптимальності валютної зони мало⁵, для цього потрібна ще й політична воля. Тим часом досвід формування Європейського валютного союзу (ЄВС), заснування Східнокарибського валютного союзу і процеси валютної уніфікації у Західній Африці та в країнах Перської затоки демонструють, що теорія оптимальних валютних зон не може розглядатись як визначальний гносеологічний фундамент процесів монетарної інтеграції. Більше того, процеси глобалізації створюють додаткові, якісно інші, передумови для вигод від формування валютних союзів. Так, наприклад, Б. МакКаллум, піддаючи критиці теорію оптимальних валютних зон, зазначає її неопераційність (неможливість застосувати на практиці її теоретичні рекомендації та відсутність емпіричної верифікації критеріїв оптимальності) та стверджує, що проблема валютних криз є важливою передумовою для ефективності валютного союзу як засобу протистояння викликам глобалізації⁶. А функціонер МВФ Е. Анінат прямо зазначає, що валютні союзи можуть розглядатись як варіант відповіді на виклики глобалізації, особливо там, де немає передумов для переходу на повністю плаваючі валютні курси⁷.

Проте сьогодні не існує систематизованого узагальнення та теоретичного обґрунтування макроекономічних детермінант монетарної уніфікації в умовах глобалізації. Відповідно, дана стаття присвячена розробці теоретичних засад формування валютних союзів в умовах глобалізації в їх макроекономічному аспекті (зазначимо, що існують і мікроекономічні аспекти, зміст яких зводиться до підвищення алокаційної ефективності ринків внаслідок створення валютних союзів).

Так, макроекономічний аспект детермінант вибору на користь створення валютних союзів в умовах глобалізації, з одного боку, тісно пов'язаний з процесами, які відображають системне вимірювання формування глобально стійкої

³ Див.: Mongelli F. "New" Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! "ECB Working Paper" № 138, 2002. www.ecb.int.

⁴ Див.: Dorrucci E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America. "ECB Working Paper" № 185, 2002. www.ecb.int.

⁵ Див.: Hawkins J., Mason P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. "BIS Paper" № 17, 2003, p. 8–12.

⁶ Див.: McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions. "NBER Working Paper" № 7393, 1999, p. 1.

⁷ Див.: 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.

економічної структури, спроможної трансформувати модель економічного зростання⁸, а з іншого – відображає специфічні закономірності розвитку самої монетарної політики та орієнтирів центральних банків.

По-перше, мобільність капіталів та інтеграція фінансових ринків стають викликом валютно-курсової політики, реалізація якої передбачає створення стимулів для розвитку внутрірегіональної торгівлі. Важливість даного аспекту впливає як з усвідомлення того, що обмеження на коливання валютних курсів стають особливо значущими, коли країни, об'єднані 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" і "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. Проте в умовах високої волатильності потоків капіталу та їх відірваності від фундаментальних макроекономічних змінних підтримка взаємних фіксованих чи прив'язаних валютних курсів є дедалі більш неможливою. Накладання обмежень на мобільність капіталів з метою підтримання фіксованих курсів суперечить основним принципам інтеграційного процесу – забезпечення мобільності товарів і 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 у 1992–1993 рр., то процеси інтеграції в країнах "третього світу" відбуватимуться найімовірніше шляхом набагато швидшої валютної уніфікації, без тривалої стадії підтримання взаємно фіксованих валютних курсів⁹.

По-друге, поширення валютних криз має кластерний характер, в основу формування якого покладено зовнішньоторговельні зв'язки між країнами. На думку фахівців Центру досліджень економіки та політики Р. Гліка та А. Роуза, валютні кризи здебільшого є регіональними. При цьому макроекономічні та фінансові передумови поширення чи міграції криз від країни до країни дуже часто виступають неактуальними. Саме торговельні зв'язки є передумовою для кореляції валютних курсів різних країн протягом кризових потрясінь на валютних ринках¹⁰.

Подібної думки дотримуються і фахівці МВФ, які вважають, що одним з головних джерел ризиків для валютних курсів є торгівля¹¹. Падіння курсу в країні-контрагенті – країна Б – послаблює зовнішні позиції країни А на ринках "третьох країн", або ж у торговельних відносинах з країною Б. Як наслідок, відбу-

⁸ Згідно з думкою російського економіста Л. Зєвіна, така структура повинна мати місткий ринок у 300 млн. споживачів, а її відкритість глобальній конкуренції дозволить поєднати вигоди та переваги екзогенної та ендогенної моделей економічного зростання. Див.: Зєвін Л. Национальные экономические системы в глобальных процессах. "Мировая экономика и международные отношения" № 11, 2003, с. 18–19.

⁹ Зазначимо, що формування валютного союзу на Східних Карибах та у Західній Африці відрізняється від досвіду ЄВС. Східнокарибський валютний союз функціонує як валютна рада, а його учасники на момент створення мали крос-курси з обмеженим рівнем коливань через індивідуальну прив'язку спочатку до британського фунта, а згодом до долара США. Учасники валютної інтеграції у Західній Африці мають фіксований курс щодо євро, успадкований від зони франка. Але в обох випадках рівень мобільності капіталів у даних союзах є істотно нижчим, ніж у розвинутих країнах і найбільш розвинутих країнах "третього світу", наприклад, в Азії чи Латинській Америці.

¹⁰ Див.: Glick R., Rose A. Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional. "CEPR Discussion Paper" № 1947, 1998. www.cepr.org.

¹¹ Див.: Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World. "IMF Occasional Papers" № 193, 2001, p. 15.

вається девальвація в країні А, викликана очікуваннями ринкових агентів погіршення її платіжного балансу. Прикладом цього може слугувати девальвація російського рубля в 1998 р. і девальвація гривні в 1999 р. Основна причина цього – недостатньо розвинутий національний фінансовий сектор і неспроможність запозичувати іззовні в національній валюті.

Б. Ейченгрін наводить інший варіант взаємозв'язку між валютно-курсовою та торговельною політикою на прикладі Бразилії та Аргентини 70–80-х років ХХ ст. Згідно з ним, у випадку недостатньо жорстких інтеграційних обмежень на зміни захисних тарифних бар'єрів (це стосується у цілому загального світового режиму торговельної політики) спостерігається циклічний розвиток між девальвацією та підвищенням тарифів. Падіння валютного курсу в країні-контрагенті спричиняє підвищення тарифів на її товари, і навпаки – підвищення захисних бар'єрів з боку країни-контрагента підвищує стимули для девальвації власної валюти. Як наслідок, внутрірегіональна інтеграція унеможливується¹².

Проте збільшення кількості країн – учасниць СОТ і 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 (девальвація знижує мотивацію до припливу капіталів з глобальних ринків, яким властиві нижчі процентні ставки), оскільки переваги від інтеграції з глобальними ринками капіталу знижуються, а ризик макроекономічної дестабілізації внаслідок відпливу капіталів зростає, адже фінансовий сектор інтегрованих у глобальний простір країн має значні пасиви, деноміновані у міжнародних валютах. Це приводить 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: доларизацію пасивів, нарощування нехеджованих зовнішніх зобов'язань, підвищення ризику втрат від девальвації; тоді як нарощування регіональної торгівлі породжуватиме ризик поширення валютних потрясінь на всіх учасників інтеграційного об'єднання згідно з таким явищем, як регіоналізація валютних криз, що виявлене Р. Гліком і А. Роузом. За рахунок цього створюються такі передумови: альтернативою підтриманню стабільних курсів для стимулювання регіональної інтеграції, яка через канали торговельних відносин 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”, яку висловили К. Рейнхарт і Г. Кальво і яка системно пов'язана з проблемою відкритості¹³. Так, приклад еволюції Європейського валютного союзу демонструє імпліцитну прив'язку валют країн-членів до марки ФРН. Причому, як показують дослідження МВФ, чим жорсткіше такі валюти були прив'язані до марки, тим меншими були потрясіння протягом кризи ЄВС у 1992–1993 рр. Так, курси валют Нідерландів, Бельгії, Австрії та Данії практично не вийшли за межі встановлених цільових паритетів¹⁴. Такий досвід дещо суперечить твердженням Б. Ейченгріна та Р. Хаузманна про те, що чим більшою мірою коливається валютний курс, тим м'якішими будуть наслідки для країни в разі на-

¹² Див.: Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley). 1996. Paper C98, 103, p. 2–5.

¹³ Див.: Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating. “NBER Working Paper” № 7993, 2000. www.nber.org.

¹⁴ Див.: Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World, p. 10.

стання кризових обставин на валютних ринках та випадку Азійської кризи, під час якої найменшою мірою постраждала економіка Філіппін, які мали найвищий рівень волатильності валютного курсу¹⁵. Найімовірніше така розбіжність зумовлюється відмінною довірою ринків до центральних банків та їх сприйняттям факту обмежень на коливання валютного курсу. В європейському випадку жорстка прив'язка асоціювалася з довірою до монетарної політики. Прив'язка до марки забезпечувала низьку інфляцію, імпорту довіри до Бундесбанку, знаменувала собою більш "здорову" макроекономічну політику в цілому. В азійському випадку жорстка прив'язка сприймалась як прояв потенціальної кризи, оскільки рівень довіри до центральних банків був набагато нижчим, отже, стабільність валютного курсу розглядалася під кутом зору морального ризику. За рахунок цього більш висока волатильність курсу філіппінської валюти меншою мірою сприймалась як щось провокуюче кризу. Незважаючи на відмінний азійський та європейський досвід, у світі проблеми "страху перед плаванням" обмеження на коливання валютних курсів мають дуалістичний вплив на процеси валютної уніфікації:

а) у випадку, коли "страх перед плаванням" не дозволяє коливанню валютних курсів істотно відхилятися від цільового паритету (наприклад, щодо долара США), валютний курс, відповідно, не може бути ефективно використаний як інструмент стабілізаційної політики. Це означає, що відмова від нього, як і у випадку з доларизацією, істотно не позначиться на погіршенні монетарних умов розвитку економіки;

б) якщо кілька країн, потенціальних учасників інтеграційного об'єднання, дотримуються обмежених коливань валютного курсу, то "страх перед плаванням" виконуватиме роль прив'язки їхніх валют до однієї з провідних валют світу, через що створюватиметься ситуація, схожа на ту, яка склалася за умов прив'язки курсів західноєвропейських країн до марки ФРН у рамках функціонування ЄВС. Відмінність полягає у тому, що марка тоді була частиною самої системи, хоча фактично її коливання щодо решти валют визначали коливання щодо них валют країн – членів ЄВС. У даному випадку провідна валюта, курсові коливання щодо якої обмежуються "страхом перед плаванням", виконуватиме роль марки, але при цьому перебуватиме за межами союзної системи. Принциповою відмінністю порівняно з досвідом ЄВС буде також те, що європейські країни рухалися до інтеграції, маючи фактично плаваючі курси, які були багатомірними з міркувань проведення стабілізаційної політики, тоді як країни, що мають "страх перед плаванням", або багато країн "третього світу", де валютний курс ототожнюється з критерієм макростабільності, не можуть ефективно використати його як інструмент стабілізаційної політики;

в) хоча "страх перед плаванням" створює стимули для інтеграційних процесів за рахунок введення обмежень на коливання валютних курсів, функція реакцій центральних банків (функція, що відображає зв'язок між ключовим інструментом монетарної політики і зміною макропараметрів, на які реагує центробанк, встановлюючи даний інструмент) на курсові флуктуації може відрізнитися, а відмінні шоки, що вражають країни, можуть зумовлювати відмінний характер пристосувань валютних курсів до нових рівноважних умов, навіть за збереження ідеології обмежених курсових коливань. Внаслідок цього ефективність монетарних стимулів для регіональної інтеграції шляхом неформального забезпечення стабільності курсів країн-учасниць через крос-курси щодо спільної валютної прив'язки в рамках "страху перед плаванням" може знижуватися порівняно з випадком, коли існують формальні та емпіричні обмеження на коливання двосторонніх курсів. При цьому сама ймовірність таких формальних обмежень, у свою чергу, унеможливується внаслідок глобалізації фінан-

¹⁵ Див.: Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rates and Financial Fragility. "NBER Working Paper" № 7418, 1999. www.nber.org.

сових ринків і проблеми довіри до монетарної політики. У результаті модель "страх перед плаванням" може виступити основою просування процесів валютної уніфікації, але не спроможна її собою підмінити.

По-третє, валютна уніфікація створює додаткові стимули для розвитку регіонального фінансового ринку. Так, Б. Боссон і Ж.-К. Лі стверджують, що інтеграція у сфері фінансів приводить до такої якісної зміни: утворення спільного фінансового простору має кумулятивний ефект. У праці з промовистою назвою "У фінансах розмір має значення" вони стверджують, що інтеграція фінансових ринків значно перевищуватиме суму національних фінансових ринків, взятих окремо. Основна причина цього – поглиблення і диверсифікація ринку, підвищення його ліквідності та зростання економії на масштабі¹⁶. Наприклад, валютна уніфікація в Європі вже привела 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 в Європі внаслідок запровадження євро та перетворення фрагментаризованого за валютним критерієм фінансового простору в єдине фінансове середовище відображає зниження ролі суверенного та індивідуального ризику, оскільки в обох випадках проблему коливання валютних курсів ліквідовано. У випадку Східнокарибського валютного союзу, за твердженням Д. Веннера, фактор фінансової інтеграції та підвищення ефективності фінансових ринків розглядався як превалюючий щодо вибору формування валютного союзу в регіоні¹⁷.

За рахунок ушілювання фінансової інтеграції, інспірованої функціонуванням валютного союзу, усувається цілий комплекс проблем, які впливають з 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 в інші валюти. У результаті створюються передумови для підвищення загальної макроекономічної стійкості, а значущість 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. Одним з прикладів таких імперфекцій є поведінка глобальних інвесторів, внаслідок якої потоки капіталів не кореспондують з динамікою базових макроекономічних процесів, а їх волатильність мультиплікується за рахунок ірраціональної поведінки інвесторів чи наявності кількох рівноважних комбінацій ризику і доходності, що відкидається класичною портфельною теорією, сформованою в 60–70-х роках ХХ ст. Зменшення кількості валют само по собі звужує масштаби диверсифікаційних операцій з активами міжнародних інвесторів у глобальному вимірі. Коли імперфекції глобальних ринків відображають, що волатильність потоків капіталу не залежить від фундаментальних макроекономічних змінних та обсягу самого глобального ринку, а тільки – від кількості інструментів і валют, включених до нього, то формування валютних союзів зменшує кількість валют, які беруться до уваги в процесі глобальної диверсифікації. За рахунок цього створюватимуться ендегенні передумови для зниження волатильності потоків капіталу, відображаючи зворотний процес щодо збільшення кількості доступних для диверсифікації валют внаслідок глобальної фінансової інтеграції. Наприклад, згаданий Д. Веннер прямо стверджує, що зменшення кількості

¹⁶ Див.: Bossone B., Lee J. - K. In Finance, Size is Matter. "IMF Working Paper", 2002. wp/02/113. www.imf.org.

¹⁷ Див.: 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. 1–7.

валют робить світову фінансову систему менш складною, а за рахунок цього більш стійкою.

Валютна уніфікація є ендегенним фактором зниження волатильності у сфері міжнародних фінансів¹⁸. Отже, формування валютних союзів розглядається як засіб прискорення фінансової інтеграції в межах інтеграційного об'єднання, внаслідок чого не обов'язково очікувати, поки досягнутий рівень фінансової інтеграції відповідатиме критеріям оптимальності валютної зони.

По-четверте, валютний союз уможлиблює реалізацію монетарної політики, зорієнтованої на внутрішню рівновагу. Значущість цього впливає з наступних закономірностей. Протягом усієї еволюції центральних банків орієнтація на внутрішню рівновагу, якщо вона не узгоджувалася з рамковими умовами реалізації монетарної політики, що задавалися міжнародним валютним устроєм, призводила до нагромадження макроекономічних диспропорцій, які, зрештою, проявлялись або в погіршенні внутрішньої економічної ситуації (прискорення інфляції), або в посиленні дивергенції у світовій економіці (обмеження на рух капіталів).

Орієнтація на внутрішню рівновагу мала спорадичні прояви в епоху "золотого стандарту", в міжвоєнний період і стала особливо актуальною після Другої світової війни. Проте остаточний перехід до домінуючого реагування з боку центрального банку на інфляцію та ВВП-розрив утвердився з переходом до режиму плаваючих валютних курсів і став визначальною рисою монетарної політики розвинутих країн. Трансформація функцій реакцій центральних банків в умовах глобалізації в напрямі підвищення вагового значення параметра, що передбачає реагування на зміни в рівнях інфляції та її варіації, підвищення їх незалежності та перехід до таргетування інфляції є зовнішнім проявом даного процесу.

Реалізація монетарної політики Європейського центрального банку (ЄЦБ) також відображає істотні зміни у його поведінці порівняно з реакцією його попередників, зокрема Бундесбанку. Наприклад, фахівці Федеральної резервної системи (ФРС) Й. Фауст, Дж. Роджерс і Дж. Райт стверджують, що коли прийняти функцію реакцій Бундесбанку за основу функціонування ЄЦБ, то можна помітити, що функція реакцій останнього відрізняється від тієї, яка була в його попередника. Як найбільш незалежний центральний банк світу Німецький федеральний банк особливо жорстко реагував на відхилення фактичної інфляції від цільової. Така поведінка Бундесбанку відповідала не тільки змісту інституціональних факторів, які визначали характерні риси його політики (високий законодавчо закріплений рівень незалежності, який фактично дотримувався), але й статус Німеччини як великої економіки, що уможливлювало домінуючу орієнтацію на внутрішню рівновагу порівняно з іншими країнами – учасницями ЄВС. Згідно з емпіричними дослідженнями згаданих економістів, ЄЦБ, на відміну від Бундесбанку, більшою мірою реагує на показник ВВП-розриву¹⁹. І показник інфляції, і показник ВВП-розриву виступають елементами внутрішньої рівноваги. Проте можливість підвищення значення орієнтації на останній у рамках мандату на забезпечення цінової стабільності, властиве статусу ЄЦБ, зумовлюється тим, що ЄВС є більш містким і 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

¹⁸ Див.: там же, р. 2.

¹⁹ Див.: Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules. "Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers" № 705, 2001. www.federalreserve.gov.

випадків асоціюються з недовірою до монетарної політики взагалі. Незважаючи на те, що це дуже часто пов'язано з недостатнім інституціональним захистом їх незалежності, фінансальним домінуванням, наслідками реалізації "девелопменталістської моделі" участі держави в економіці з властивою їй фінансовою репресією, орієнтація на внутрішню рівновагу (насамперед на такий її аспект, як ВВП-розрив) сприймається як виклик політиці грошової стабільності. Це відбувається, оскільки така реакція суперечить потребам підтримання стабільності валютних курсів. Це створює передумови для того, щоб реакція центробанків на внутрішні проблеми, незважаючи на свою закономірність у світлі майже столітньої еволюції, розглядалася як така, що суперечить самій необхідності підтримувати внутрішню рівновагу у вигляді контролю за інфляцією.

Проте така ситуація у країнах, що розвиваються, демонструє тільки 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 у більш закритих економіках, зовнішні шоки більш значущі для реального сектора, з огляду на вищу спеціалізацію, а уразливість фінансового сектора є сильнішою, оскільки внутрішній фінансовий ринок не забезпечує потреб у позичковому капіталі у необхідному обсягу, через що ризик фінансової дестабілізації внаслідок девальвації є вагомим. 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 з орієнтацією на внутрішню рівновагу, оскільки рівень відкритості знижується, а отже, знижується і залежність від валютно-курсних детермінант макроекономічних процесів.

Важливість останнього, зокрема, безпосередньо впливає з проблем, пов'язаних з глобалізацією фінансових ринків. Їх волатильність і відірваність потоків капіталу від фундаментальних макроекономічних процесів позначається на значних флуктуаціях валютного курсу, через що системна реакція на нього може істотно дестабілізувати функціонування внутрішніх фінансових ринків і призвести до конфлікту монетарних цілей. Наприклад, у випадку прискорення інфляції внаслідок перегріву кон'юнктури боротьба з ревальвацією через збільшення грошової пропозиції може тільки загострювати проблему цінової стабільності. У випадку ж спаду реакція на девальвацію через проведення дефляційної політики тільки поглиблюватиме погіршення господарської активності. Якщо додати, що коливання валютних курсів не відображають фундаментальних процесів, то реакція на них призводить до непрогнозованості наслідків поведінки центрального банку та непрогнозованості реакцій на такі наслідки. І у випадку запізнілої реакції на прискорення інфляції внаслідок боротьби з ревальвацією, і у випадку боротьби з девальвацією в процесі спаду жорсткі заходи тільки посилюватимуть рецесію. В умовах недостатнього інституціонального захисту центрального банку це може мати вагомимі негативні наслідки, а саме – підвищення рівноважної інфляції внаслідок недовіри економічних агентів до оголошених інфляційних цілей (так зване інфляційне зміщення монетарної політики). Інакше кажучи, чим більшим буде спад, тим сильнішим буде тиск на центральний банк з метою пом'якшення грошової пропозиції та створення монетарних стимулів для пожвавлення кон'юнктури. Підвищення недовіри і, як наслідок, підвищення інфляційного фону справлятимуть негативний вплив на глобальне позиціонування економіки в очах міжнародних інвесторів.

З огляду на аналіз макроекономічного вибору в координатах "трилеми" (так звана проблема потрійної несумісності: фіксованого курсу, мобільності капіталу та автономії монетарної політики, що розуміється як її здатність впли-

вати на досягнення внутрішньої рівноваги) можна стверджувати: валютний союз відповідатиме вимогам автономії монетарної політики (це диктується закономірністю еволюції центральних банків) і мобільності капіталів (це – системний елемент глобалізації та процесів регіональної інтеграції). Вибір плаваючих курсів у таких умовах є відображенням поєднання двох попередніх виборів у рамках “трилеми” з наслідками мобільності капіталів у глобальній економіці як такої, через що їх коливання втратили операційний характер при розробці монетарної політики, але зберегли свою значущість тією мірою, якою країна відповідає критеріям малої відкритої економіки. Відповідно, коли на рівні останньої не можна зробити вибір у системі “трилеми”, який диктується процесами глобалізації та еволюції центральних банків, то формування валютного союзу трансплантує можливість такого вибору на рівень регіональної інтеграції.

Отже, глобалізація створює самодостатній фундамент для формування валютних союзів, гносеологічна структура якого виходить за рамки теорії оптимальних валютних зон. В основу теоретичного обґрунтування формування валютних союзів в умовах глобалізації покладено наступні принципи: сприяння регіональній інтеграції шляхом обмеження коливань валютних курсів сьогодні вже неможливе, за рахунок чого монетарна уніфікація є засобом уникнення дестабілізації системи взаємно фіксованих курсів; валютна уніфікація розширює можливості інтеграції у сфері фінансового посередництва, що знижує залежність економіки від волатильних міжнародних капіталів і зовнішніх запозичень; створення валютного союзу дозволяє уможливити реалізацію монетарної політики з орієнтацією на внутрішню рівновагу, що є еволюційним фактором функціонування центральних банків, і водночас послабити уразливість економічної системи у зв'язку з коливаннями валютного курсу, вигідність якого зумовлюється високою мобільністю капіталів у глобальній економіці.

Відповідно, обґрунтування процесів монетарної інтеграції в сучасних умовах, зокрема в аспекті інтеграційного виміру трансформації вітчизняної економіки, має спиратися на теоретичний фундамент формування валютних союзів в умовах глобалізації, що якісно відрізняється від традиційного концепту оптимальних валютних зон. За рахунок цього більш вигідним є західний вектор монетарної інтеграції, оскільки він пов'язаний із зменшенням ризиків для макроекономічної стабільності в умовах глобалізації та розширенням можливостей у сфері інтеграції фінансових ринків і є більш сумісним з євроінтеграційними устремліннями України.
