

## ЦЕНТРАЛЬНІ БАНКИ В СИСТЕМІ



### МІЖНАРОДНОЇ КООРДИНАЦІЇ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ: АСПЕКТИ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

**Володимир Козюк**, доцент кафедри фінансів, обліку і аудиту Тернопільського державного технічного університету імені Івана Пулюя, кандидат економічних наук

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 неможливі: з інституціональних міркувань (перехід на політику стабільності цін) та з набутих поведінкових стереотипів, які демонструють внутрішню логіку еволюції центробанків (орієнтація на внутрішню рівновагу (інфляція, ВВП-розрив)). Підвищення ролі факторів міжнародної економіки у забезпеченні ефективності економіки на додачу до цього формує своєрідну сучасну модель економічного зростання та макроекономічної політики. Відтворення позитивних наслідків цієї моделі, особливо в розвинутих країнах, є основ-

ною передумовою того, що поточний політико-економічний формат міжнародних відносин виключає радикальні зміни у сфері глобального регулювання. Втім, така ситуація має свої переваги. Структурні відмінності економік геоekonomічних 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 моне-

тарних рішень. Якщо гнучкість економіки, відновлення якої пов'язується з глобалізацією, та органів грошової влади в пристосуванні до неї є відображенням багатополлярної адаптивності (інституціональної, функціональної, поведінкової) до інтенсивних змін, породжуваних глибокими технологічними зрушеннями та експансією глобальних ринків, то модель

них банків в одних країнах щодо інших та те, що в умовах взаємозалежності погоджена політика підвищує добробут в цілому порівняно з ситуацією, коли політика не координується. Як стверджують Л. Мейер, Б. Дойл, Дж. Гегнон та Д. Гендерсон, реальність екстерналій є метапринципом, з якого випливає необхідність координації монетарної політики<sup>1</sup>. Ці економісти, розглядаючи тривалий досвід еволюції системи координації, втім, не зосереджуються на проблемах глобалізації.

Іншим теоретичним базовим елементом проблеми координації політики є питання вибору країною домінуючих стратегій, які, відповідно до теорії ігор, забезпечили б найвищий результат для всіх при збереженні можливості отримати кращий результат одним із гравців<sup>2</sup>. Привнесення у цей підхід монетарної конкретики сприяло виникненню двох підходів до аналізу проблеми: монетарного (питання впливу координації на виникнення динамічної інконсистентності й довіри до центробанків) та підходу теорії міжнародної економіки (питання підтримання валютних курсів та його впливу на внутрішні макропроцеси)<sup>3</sup>. Окремі дискурси демонструють модельні дослідження того, як та чи інша інтерпретація взаємозалежності у глобальній економіці формує вигоди від координації<sup>4</sup>.

Однак, такі дослідження не враховують специфіки зв'язку між глобалізацією і монетарною політикою і не відображають комплексно того, як перша трансформує роль центральних банків у міжнародній координації. Тому ця стаття присвячена з'ясуванню характерних рис та загальних закономірностей прояву участі монетарних органів у процесі міжнародної координації макрополітики.

Слід зазначити, що власне міжнародна координація макроекономічної політики виникла ще раніше, ніж її теоретичне обґрунтування. Її виникнення у 1973 р. 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, з кінця 1970-х та до кінця 1980-х років конкретні макроекономічні рішення та погоджені рекомендації сторонам ухвалювалися групою G-5.

Наступний етап розвитку міжнародної координації макроекономічної політики пов'язаний з домовленостями у Плазі (1985 р.) та у Луврі (1987 р.). Специфікою цього етапу є те, що йому передувало достатньо тривалий час панування односторонніх дій, що пов'язується з приходом до влади у США Р. Рейгана, а у Великій Британії М. Тетчер, які не були схильними до координації політики, міжнародний характер погодження якої сприймався як обмеження дій на користь національних пріоритетів. Однак не-

<sup>1</sup> 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. 1–63.

<sup>2</sup> Hamada K. *The Political Economy of International Monetary Interdependence*. — Cambridge: MIT Press, 1985; Humpage O. *A Hitchhiker's Guide to International Policy Coordination* // Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Review*. — 1987. — № 72 (3). — P. 2–14.

<sup>3</sup> Огляд літератури з цього питання див.: Clinton K., Chourqui J.-K. *Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver?* OECD Department of Economics and Statistics *Working Papers*. — 1987. — № 39. — P. 50–60.

<sup>4</sup> Див.: Sutherland A. *International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration* // ECB *Working Papers*. — 2002. — № 174 // [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

гати́вні зовні́шні наслідки політики Федеральної резервної системи (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 запроваджених фіскальних стимулів зменшували макроекономічні можливості решти розвинутих країн та країн третього світу вийти із зати́жного спаду, який спостерігався на початку 1980-х років. Проте найбільшим викликом некоординованій політиці було те, що валютний переки́с на користь долара актуалізував ризик відновлення глобальних торговельних рестрикцій, внаслідок яких були підірвані фундаментальні передумови трансформації моделі економічного зростання, в якій за ліберальною ідеологією проглядалось яскраве виражене акцентування на зовнішніх факторах господарського прогресу. Нівелювання таких факторів за рахунок відновлення торговельних бар'єрів також йшло всупереч тренду поступового переходу центральних банків до режиму досягнення цінової стабільності, їх депозиціонування у системі державного втручання в економіку та загального відходу від кейнсіансько орієнтованих засад створення базових передумов для економічного зростання за рахунок маніпулювання сукупним попитом<sup>5</sup>.

Аналіз результатів реалізації домовленостей середини та другої половини 1980-х років дає змогу виявити низку закономірностей. Так, широкий спектр об'єктів домовленостей та їх різноплановий характер спричинює неможливість підтвердити факт дотримання погодженої лінії поведінки. У першу чергу це стосується структурних реформ, коли немає чітких зобов'язань щодо їх характеру та напрямків імплементації. Зміни у фіскальній політиці також дуже часто відбувалися із запізненням, або їх взагалі не можливо було реалізувати.

Основна причина того, що фіскальні та структурні реформи або не реалізовувались повною мірою, або реалізовувались так, що неможливо простежити їх відповідність ухваленим рішенням на рівні міжнародної координації політики, зумовлюється їх перерозподільчим характером та інституціональною залежністю від політико-економічних процесів у країні. Тільки відповідність погоджених дій внутрішній політичній кон'юктурі дає змогу 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 стати ефективним інструментом реалізації міжнародної координації макроекономічної політики. Причина полягає в тому, що в арсеналі центральних банків є досить гнучкі макропегулятори, а їх

з так званим Звітом Юргенсена, практика погоджених інтервенцій використовувалася ще у 1970-х роках, але вони не афішувалися, їх масштаби були незначними, а структура регулювання валютних ринків такою, що лише США та Німеччина з країн груп G-5 та G-7 скасували валютні обмеження у середині 1970-х років. У середині 1980-х років ситуація змінилася, зокрема тому, що валютні інтервенції почали розглядатися як інструмент реалізації погоджених у рамках міжнародної координації цілей і факт цього мав публічний розголос, хоча й не завжди центральні банки дотримувались принципів транспарентності у цій сфері. Так, стосовно реалізації домовленостей у Плазі ФРС здійснювала придбання в основному марок ФРН, збільшуючи власну грошову пропозицію, а європейські центральні банки продавали долари зі своїх резервів, посилюючи рестриктивні витoki своїх монетарних дій. Щодо Луврських домовленостей, намагаючись запобігти подальшій девальвації долара, ФРС здійснювала продаж європейських валют (перш за все марки ФРН) та єни, зменшуючи доларову пропозицію, а решта центральних банків купували американську валюту, займаючи експансивну позицію відносно ФРН. У ви-

падках, коли валютні інтервенції суперечили внутрішнім макроекономічним цілям, зміни грошової бази стерилизувалися за рахунок операцій на внутрішніх ринках.

Наприкінці 1980-х років тенденції щодо валютних курсів знову змінилися. Попри відсутність окремих прямих домовленостей про валютні інтервенції, центральні банки США, Німеччини та Японії, дотримуючись імпліцитного рішення зберігати чинність угод, досягнутих у Плазі та Луврі, розпочали погоджене запобігання ревальвації долара. Піковим за масштабами таких інтервенцій виявився 1989 р., коли ФРС продала понад 22 млрд дол. США, здійснюючи придбання марки ФРН та єни, за згоди Бундесбанку та Банку Японії. У подальшому масштаби та частота погоджених інтервенцій зменшувалися. Їх незначні обсяги мали місце у 1990—1991 рр. та у 1994—1995 рр., протягом 1992—1993 рр. та 1996—1997 рр. цей інструмент не використовувався взагалі, а у 1998 р. погоджені інтен-

венції мали місце лише один день, коли США підтримало Японію у запобіганні раптовому та стрімкому обвалу єни. Японія час від часу здійснює односторонні інтервенції і донині, але запровадження євро у 1999 р. та зменшення значення валютного курсу в монетарній політиці Європейського центрального банку (ЄЦБ), порівняно з його значенням у політиці Бундесбанку, звузили площину застосування погоджених інтервенцій у подальшому. Винятком були спільні дії ФРС та ЄЦБ у 2001 р. після терактів у 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 дол. за євро) наприкінці 2003 р., офіційно оголошені погоджені інтервенції не прово-

лізовані операції на валютних ринках розглядаються апологетами посиленого контролю за глобальною курсовою волатильністю як дієвий засіб впливу на валютний курс без негативних наслідків для внутрішніх макроекономічних змінних, пов'язаних з рухом грошової бази, що є неминучим наслідком змін зовнішніх активів центральних банків.

По-друге, М. Бордо та А. Шварц ще у 1991 р., фактично одразу після того, як погоджені інтервенції досягли свого піку в 1989 р., сформулювали класичні аргументи проти втручання центральних банків у процес курсоутворення на сучасних ринках:

1) інтервенції, які проводилися згідно з домовленостями у Плазі та Луврі, мали випадковий та несистематичний характер, отже, вони не могли істотно вплинути на зміну тренду курсу долара США щодо інших валют. Формування курсу відбувалося під впливом фундаментальних факторів і не пов'язано з втручаннями монетарних органів США, країн Європи та Японії у функціонування валютних ринків;

2) те, що погоджені інтервенції не могли вплинути на злам трендів, випливає зі співвідношення між обсягом інтервенцій та масштабами операцій на валютних ринках. Наприклад, у 1989 р. придбання ФРС валюти за рік вцілому становило лише 14 % щоденного обороту на валютних ринках;

3) валютні інтервенції мають значні негативні фінансові наслідки, оскільки обертаються суттєвими збитками для центральних банків, що перекладаються на бюджет відповідної країни<sup>6</sup>.

Досвід кризи європейської валютної системи у 1992 — 1993 рр. яскраво засвідчив неспроможність будь-яких погоджених інтервенцій протидіяти турбулентності глобальних ринків; підтримання фіксованих курсів всупереч ринковим настроям може обернутися такими маргінальними випадками, як кількадевні 500-відсоткові ставки у Швеції та втрата усіх валютних резервів у Франції. Більше того, сучасні центральні банки на-

самого факту інтервенцій, скільки оголошення намірів про них. Таке твердження ґрунтується на методологічних підходах до монетарного аналізу проблеми репутації та транспарентності центральних банків, відповідно до чого, якщо останні користуються довірою та є транспарентними, то достатньо тільки сигналу для корекції ринкової поведінки. Втім, ситуація в сфері валютних курсів якісно відрізняється від ситуації з внут-

рішніми монетарними процесами. Так, стосовно останніх, якщо одних сигналів буде замало для впливу на учасників ринку, центральний банк може застосувати інструменти, глибина впливу яких на макроекономічні процеси та фінансове посередництво буде варіюватися залежно від того, наскільки вдасться досягнути наміченого результату (наприклад, якщо операції відкритого ринку не спрацюють, можна змінити норму обов'язкових резервів, що відчутно вплине на фінансово-банківський сектор і, відповідно, на макроекономічні процеси). У випадку з валютними ринками центральний банк неспроможний застосувати інструменти глибокої дії на усіх учасників ринку, а його валютні резерви є незначними, внаслідок чого позитивна реакція ринків на сигнали про валютний курс скоріше буде випадковістю, ніж закономірністю, тим більше коли йдеться про фундаментальні процеси. А це ставить у незіставно невідгідне становище центральний банк і його вплив на економічних агентів через системні сигнали щодо валютних ринків, порівняно з внутрішніми монетарни-

ми процесами.

По-третє, втручання центральних банків у валютно-курсіві процеси суттєво знижує впевненість економічних агентів у майбутній динаміці валютних курсів. Так, згідно з більш ранніми дослідженнями цієї проблеми, тільки оголошені інтервенції не викликають погіршення ситуації довкола валютних курсів у перспективі, тоді як тіньові інтервенції суттєво дестабілізують валютні ринки<sup>8</sup>. Пізніші дослідження спростовують таке оптимістичне бачення відомих наперед інтервенцій. Так, Г. Галаті та В. Мелік на прикладі функціонування ринків опціонів впродовж 1993—1996 рр. доводять, що знання про інтервенції не впливає позитивно на ринкові очікування, а, навпаки, підвищує невизначеність на ринку, оскільки певне уявлення про потенційну поведінку центробанку закладається у хедж-стратегію, а зміна поведінки супроводжується непрогнозованою реакцією хеджерів<sup>9</sup>. Глобалізація тільки підсилюватиме цей ефект, оскільки він супроводжуватиметься диверсифікаційними операціями на інших сегментах ринку.

них інтервенцій: вплив на валютний курс узгоджується з країнами-уча-

никами, але діє тільки один центральний банк. Наприклад, в умови глобальної інфляції намагання ФРС та ЄЦБ запобігти девальвації долара стимулюватимуть її зростання: ФРС продає євро, збільшуючи глобальний попит, а ЄЦБ купує долари за євро, що для попиту має ті ж самі наслідки. Протилежне також актуальне, оскільки короткострокові можливості стабілізації валютного курсу не зменшують глобальний попит у системі: він буде нагнітатися навіть за погоджених дій, тільки буде змінюватися валюта деномінації, зростання пропозиції якої буде ретрансльоване на його (попиту) динаміку глобальними ринками. Необхідна передумова для цього — високий рівень інтернаціоналізації валюти, що і ха-

З одного боку, ця тенденція є більш консистентною з об'єктами міжнародної координації, якими в основному виступають платіжний баланс та валютні курси. Це обумовлено тим, що сьогодні формується суттєва асиметрія між макроекономічними пріоритетами на національному рівні та на міжнародному. Якщо на національному рівні пріоритетними є інфляція та зменшення коливань ВВП, що, однак, набагато більш логічно пов'язано з трансформаціями у сфері інституціонального та поведінкового каркасу сучасних центральних банків, ніж зі змінами у середовищі фінансової політики, то на міжнародному найбільшим пріоритетом є проблема зовнішньої рівноваги. Ця тенденція яскраво проявляється в характері ухвал "великої сімки", в яких основний наголос робиться на тому, як платіжні дефіцити у світі та волатильність валютних курсів позначаються на глобальній стабільності. Втім, така увага до проблеми платіжних дефіцитів і валютних курсів приділяється скоріше з міркувань національної спроможності забезпечити цінову стабільність та

## По-друге, перехід центральних банків в режим забезпечення цінової

стабільності як пріоритетного завдання, інституціонально закріплено у їх мандатах, також є наслідком міжнародної координації макроекономічної політики. Наприклад, Л. Мейер, Б. Дойл, Дж. Гегнон та Д. Гердерсон стверджують, що ті реформи системи центрального банку, які відбулися практично в більшості розвинутих країн та країн з ринком, що формується, впродовж 1990-х років, є безпосереднім наслідком заходів у сфері міжнародної координації, які вживались розвинутими країнами впродовж 1980-х років як наслідок погодженої реакції на негативні наслідки інфляційного зміщення 1970-х та високих втрат боротьби з ним наступному десятилітті<sup>10</sup>. За Р. Манделлем, така трансформація структури механізму макроекономічної політики розвинутих країн забезпечує кращий результат для зростання добробуту, порівняно із значними мак

штабами суспільного сектору, бюджетними дефіцитами та інфляційним стимулюванням попиту<sup>11</sup>.

Підвищення рівня незалежності органів грошової влади та делегуван

ням їм мандата на забезпечення цінової стабільності суттєво звужує можливість застосування конкретних монетарних дій в системі координації міжнародної монетарної політики. Це впливає з такого: а) вихід на низькі

інфляційні траєкторії суттєво звужує потенціал будь-яких акцій, оскільки це може суперечити спроможності органів грошової влади забезпечити стабільність цін; б) ревне плекання власної незалежності здатне 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 чинність економічних процесів

ралізацію доступу до ринків, підвищення їх алокаційної ефективності, дерегуляція в окремих секторах економіки. Довгостроковий характер структурної політики також сприяє зближенню її горизонтів у випадку національного та міжнародного рівнів її здійснення. Окрім цього слід додати, що останні зусилля країн “великої сімки” відображають зміну ставлення до боргових проблем країн третього світу, зближення позицій у регулюванні фінансових ринків та банківського нагляду тощо. Причому, як показав досвід реакції на глобальні фінансові потрясіння з боку розвинутих країн та країн з ринком, що формується, координація політики у інших сферах, в першу чергу в питаннях банківського нагляду та фінансового регулювання, можуть бути набагато успішнішими, ніж макроекономічна.

Як наслідок, і розширення сфери міжнародних координаційних зусиль, і вищий рівень відповідності 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.

Отже, можемо говорити, що 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 формування валютних курсів за прикладом 2001 р. після подій у Нью-Йорку є екстраординарним і таким, що є реакцією на кризові обставини позаекономічного характеру. Спостерігається закономірність переходу від конкретних, обумовлених дій у сфері міжнародної координації до узгодження напрямків макроекономічних політик. Попри необхідність координації макрополітик в умовах глобалізації (оскільки ефекти переливу посилюються внаслідок наростаючої взаємозалежності у світі), 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 макроекономічної та структурної політики. Слід додати, що така закономірність особливо рельєфно простежуватиметься за тлі зменшення значення монетарної політики у міжнародній координації, яка єдина впродовж 1980-х років відображала можливість реального виконання міжнародних зобов'язань, а в міру розвитку глобалізації а внаслідок трансформацій у механізмі національної макроекономічної політики та його інституціонального забезпечення, викликаних нею, демонструє свою неефективність при розв'язанні конкретних глобальних проблем.