

ВАЛЮТНІ РАДИ: КОЛІЗІЇ ІСТОРИЧНОГО ДОСВІДУ ТА ПЕРСПЕКТИВИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

На основі аналізу історичного досвіду функціонування валютних рад та їх монетарного характеру розглянуто можливість їх застосування як альтернатива плаваючим курсам в сучасних умовах. Стверджується, що сучасні валютні ради вже не спроможні повною мірою забезпечити стабільність макроекономічної системи з огляду на підвищення залежності грошової пропозиції від потоків капіталу, волатильність яких стає прикметною рисою процесів глобалізації.

Зростання мобільності капіталів та утворення системної взаємозалежності між країнами в межах фінансового простору, асоційовані з процесами глобалізації, ставлять питання про макроекономічний вибір центральних банків, в рамках якого валютно-курсний режим є одним з провідних елементів, оскільки відображає бачення органами грошової влади, з одного боку, пріоритетності внутрішньої чи зовнішньої рівноваги, з іншого, — функціонально-імплементаційні можливості реалізації монетарної політики на операційному рівні. Виникнення гіпотези “спорожнення середини” спектру валютно-курсних режимів у середині 1980-х рр. демонструє одну з перших спроб визначити можливі монетарні стратегії в умовах відновлення глобальної мобільності капіталів. Тенденція переходу до плаваючих режимів валютних курсів, здавалось би, відобразила формування схильності не до “спорожнення середини” спектру, а до заповнення тільки однієї крайньої його частини. З іншого боку, розвиток подій впродовж останнього десятиліття продемонстрував наявність феномену “страху перед плаванням” (*fear of floating*) та затребуваність збереження жорстких валютно-курсних режимів у країнах третього світу, як з макроекономічних (контроль за інфляцією в умовах недостатнього інституціонального захисту незалежності центральних банків), так і з відтворювальних міркувань (нарощування частки експорту з високим ступенем обробки, який особливо чутливий до курсових змін тощо). Витіснення проміжних курсових режимів внаслідок того, що вони провокують валютні кризи, інспіровані спекуляціями та недовірою до макроекономічної політики, актуалізує дослідження жорстких курсових режимів як альтернативи плаванню валютних курсів. Особливо актуальним це питання стає в умовах глобалізації, оскільки глобальні ринки надчутливі до макроекономічної дисципліни в країні, а підтримання жорстких курсових режимів неможливе поза такою дисципліною, внаслідок чого і з'являється їх дисциплінуючий ефект.

Однією з найбільш радикальних альтернатив плаваючим курсам є режим валютної ради (*currency board*). На думку фахівців МВФ відновлення популярності даного монетарного устрою пов'язана з цілим рядом системних змін в політико-економічній системі країн третього світу на тлі процесів глобалізації. Робиться наголос, що якщо розвинуті країни та найбільш індустріально розвинуті країни третього світу пішли по шляху інституціонального забезпечення незалежності монетарної політики, реалізації її правилоорієнтованих моделей, необхідність чого напругу пов'язане з викликами глобалізації, то для більшості країн третього світу властива інша ситуація: слабкість інституцій та можливості демократичного тиску в напрямку проведення популістської політики, що, в підсумку, обертається інфляційною дестабілізацією та валютно-фінансовими кризами [1, с. 15].

Так, в економічній літературі феномен валютних рад є достатньо глибоко дослідженим і, як механізм макроекономічної стабілізації, і як протизвага системі центрального банку, що є інституцією, яка забезпечує дискреційну емісію хартальних грошей. В світлі альтернативності плаванню, валютні ради розглядаються поміж таких варіантів як повна доларизація та створення валютного союзу Дж.Говкінзом та П.Мейссоном [2, с. 4]. Огляд функціонування валютних рад в світлі досвіду підтримання фіксованих курсів міститься в дослідженні МВФ щодо валютних курсів в умовах світової взаємозалежності [3]. У працях вітчизняних економістів актуальні питання валютних рад, в основному в світлі досвіду трансформаційних економік, розглядалися В.Стельмахом та О.Петриком [4], а також у авторському дослідженні процесів становлення центральних банків у країнах Центрально-Східної Європи [5, с. 182-275]. Проте, в дослідженнях з даного питання не розкриваються актуальні питання переваг та недоліків функціонування валютних рад в умовах глобалізації. Зміна макроекономічного оточення даного режиму, пов'язана з процесами глобалізації, потребує виходу за рамки традиційного монетарного аналізу за збереження розгляду історичної етимології валютних рад, виникнення яких припало на першу хвилю глобалізації. Відповідно, в даній статті на основі аналізу досвіду історичного розвитку, занепаду та відновлення інтересу до валютних рад¹ виявляються перспективи їх функціонування в умовах глобалізації.

Історично, валютні ради функціонували як монетарний елемент колоніальної адміністрації, що забезпечував фінансовий зв'язок підконтрольної території з метрополією. Специфікою такої системи було те, що, фактично, вона втілювала більшість з класичних ознак золотого стандарту, в першу чергу, щодо саморегулюючого впливу валютних резервів на ділову активність. Основною передумовою для успішності

© Віктор Козюк, 2005

¹ Особливий інтерес до даного монетарного устрою з'явився після того, як у 1983 р. він був запроваджений у Гонконгу і у 1991 р. в Аргентині. Причиною зростання такого інтересу було те, що до того часу вважалося, 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.

функціонування такої системи була домінуюча роль сальдо торгівельного балансу у впливі на величину валютних резервів і, відповідно, обсяг грошової пропозиції. Проте, впродовж 1950-1960-х рр. процес здобуття незалежності багатьма колоніальними країнами позначився на ліквідації валютних рад². Варто зазначити, що ще після Першої світової війни Ліга націй пропагувала створення центральних банків як альтернатив жорстким монетарним системам, що ґрунтуються на курсовій прив'язці. Основними детермінантами занепаду валютних рад у країнах третього світу можна назвати:

зовнішньополітичні. Запровадження власної валюти та створення національного центрального банку розглядалися як засоби забезпечення національної самоідентичності — своєрідні символи державності;

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 слабозрозвинутих 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.

Ідея повернення до системи валютної ради в сучасних умовах в основному спирається на те, що: стабільний номінальний якір на сьогодні має набагато більше значення, ніж ще кілька десятиліть тому, вигоди від нього перевищують можливі вигоди від політики циклічного згладжування з допомогою монетарного інструментарію; валютні ради спроможні забезпечити ефективну стабілізацію в процесі ринкової трансформації, переходу від війни до миру в умовах, коли досвід функціонування центрального банку відсутній, а інституції макроекономічної політики не користуються довірою (наприклад, валютна рада тривалий час розглядається як можливий варіант побудови монетарного устрою в Іраку, Сомалі, Ліверії, Палестині, вона передувала доларизації в Екваторі, Сальвадорі та на Східному Тиморі, Естонія, Болгарія та Боснія і Герцеговина — з поміж трансформаційних країн — дотримуються її досі). Незважаючи на те, що дана аргументація віддзеркалює загальні позитивні риси валютної ради у вигляді запобігання дискреційній грошовій пропозиції, підвищення стабільності монетарної політики, створення надійного номінального якоря для ринкових очікувань, основний наголос робиться на її монетарних перевагах як таких.

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

Проте, сучасні валютні ради мають ряд особливостей, які відрізняють їх від тих, які сформувались історично і які більше відповідають їх автохтонному змісту.

По-перше, сам характер побудови сучасних валют 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 (табл. 1).

² Наприклад, на території Африки у різний час до розпаду колоніальної системи функціонувало кілька потужних валютних рад. Валютна рада Західної Африки здійснювала емісію західно-африканського фунта, який дорівнював фунту стерлінгів. На території Камеруну (що тепер увійшла до складу Нігерії) вона існувала з 1916 р. по 1959 р. і після набуття незалежності у 1959 р. Нігерією не функціонувала жодного року; на території Гамбії, відповідно, — з 1913 р. по 1971 р., при цьому — 6 р. з дати набуття незалежності цієї країни; на території Золотого Берегу (тепер Гана) — з 1913 по 1958 р., у тому числі рік після здобуття незалежності; те саме на території Тоголенду (тепер Гана); у Сьєра Леоне — з 1913 по 1964 р., відповідно, 3 роки; у Нігерії — з 1913 по 1959 р, відповідно 1 рік. Подібної участі зазнала і Східно-африканська валютна рада, що здійснювала емісію східно-африканського шилінгу.

Окремі характеристики сучасних валютних рад [2, С. 20; 5, 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, включаючи і 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: * 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.

Як видно з табл. 1., сучасні валютні рад набагато м'якші, ніж їх історичні попередниці. По-перше, 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 було властиво Аргентині).

По-друге, функціональні зв'язки в макроекономічній системі суттєво відрізняються. Якщо в історичних валютних радах механізм зміни обсягу резервних активів визначав характер грошової пропозиції і, відповідно, ділової активності, то тепер основна роль в трансмісійному механізмі відводиться процентній ставці. Остання щільно зв'язана з процентними ставками у країні, до валюти якої відбувається прив'язка, внаслідок чого валютна рада не може повною мірою виконувати роль номінального якоря для товарів, що не є предметом міжнародної торгівлі. Але, водночас, створюються позитивні стимули для припливу більш дешевого капіталу за рахунок арбітражних операцій, ефективність яких, порівняно з колоніальною добою зросла. Тим не менше, волатильність короткострокових ставок в системі валютної ради є вищою, порівняно з системою центрального банку. Наприклад, волатильність одномісячних ставок грошового ринку, виражена у базових пунктах в Аргентині за період 1996-2000 рр. склала 52, у 2001 р. — 310, в Естонії за період 1996-2002, відповідно, — 139, в Гонконгу за період 1996-1997 рр. — 28, 1997-1998 — 65, 1999-2002 — 5, в Литві за 1996-2002 рр. — 88. При цьому, в Австралії цей показник за 1996-2002 р. склав 1, в Чилі, відповідно, 9, Латвії — 59, Великій Британії — 19, США — 12 [2, 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 [2, с. 34], порівняно з країнами, де не функціонує режим валютної ради. Основна причина того, що зміна валютних резервів вже не повною мірою визначає динаміку грошової пропозиції, обумовлена рядом факторів. До них можна віднести масштаби фінансово-банківського сектору, який спроможний здійснювати мультиплікацію грошей в умовах коли, пропозиція резервів центральним банком, зв'язаним

зобов'язаннями по підтримці валютної ради, обмежена. Якщо в історичних валютних радах основний вплив на резерви справляла зовнішня торгівля, то в умовах нерозвинутого фінансового сектора це створювало передумови для щільного зв'язку між валютними резервами та внутрішньою макроекономічною ситуацією, тоді як розвинутий фінансовий сектор спроможний згладжувати шоки торгівлі та послаблювати обумовленість динаміки внутрішніх грошових агрегатів станом валютних резервів. Зрештою, можливість здійснювати операції по управлінню ліквідністю на міжбанківському ринку також забезпечують пом'якшення впливу зміни резервів на грошову пропозицію.

Однак, саме наділення валютних рад гнучкістю є потенційно небезпечним в умовах глобалізації. Приклад краху аргентинської валютної ради у 2002 р. є яскравим тому підтвердженням. Попри те, що дефолт в Аргентині був спровокований значною короткостроковою зовнішньою заборгованістю, певні детермінанти кризи за джерело походження мають як загальні макроекономічні недоліки устрою валютної ради, так і суто аргентинський її варіант. Найбільшим недоліком даного устрою є те, що в умовах високої торгівельної відкритості зовнішні шоки не можливо компенсувати з допомогою важелів монетарної політики. Через динаміку резервних активів такі шоки передаються усій макроекономічній системі країни. Наприклад, з 1991 р. аргентинська валюта обмінювалась на долар США за курсом один до одного, але при цьому мала місце, хоч і не значна, інфляція, яка забезпечила суттєву її реальну ревальвацію. Девальвація бразильського реала у 1999 р. ще більшою мірою погіршила платіжний баланс Аргентини. Уповільнення темпів економічного зростання за рахунок стагнації в експортному секторі, значні зовнішні боргові зобов'язання та бюджетний дефіцит привели в дію механізм кризи. Разом з тим, аргентинська валютна рада була найбільш м'якою серед сучасних подібних устроїв, зокрема, фактор внутрішньої грошової експансії не був повною мірою елімінований за рахунок здійснення операцій з кредитування уряду та комерційних банків, отже інфляція живилась за рахунок бюджетних витрат, підтримуваних доходами від сеньйоражу (зокрема, у 1998 р. Естонія теж опинилась у скрутному становищі в зв'язку з реальною ревальвацією крони та девальвацією російського рубля, але валютна рада не зазнала дестабілізації). З цього можна зробити висновок, що чим більшою мірою валютна рада інституціонально та операційно зберігатиме ознаки гнучкості, властиві системі центрального банку, тим більшою мірою вона буде ризиковою альтернативою плаваючим курсам в умовах високої торгівельної відкритості та мобільності капіталів.

Проте найбільшим ризиком валютних рад в умовах глобалізації є поєднання, з одного боку, переоцінки прив'язаної валюти і дефіциту платіжного балансу, а з іншого, — нагромадження значних зовнішніх короткострокових боргових зобов'язань, у тому числі приватним сектором, в зв'язку з прогнозованою вартістю обслуговування пасивів на тлі збереження, в загальному, валютного ризику. Так, наявність валютного ризику обумовлюється тим, що ринки усвідомлюють — валютна рада може бути замінена на інший монетарний інститут, але за іншого — нижчого — курсового співвідношення. Наприклад, країни зони французького франка, об'єднані у західно- та центральноафриканські валютні союзи, що працюють на основі системи, що аналізуються, були змушені вдатися до девальвації у 1994 р., після того як збереження паритету з 1946 р. перестало відповідати макроекономічним передумовам для забезпечення економічного зростання. Це саме стосується і Аргентини у 2002 р. За рахунок цього навіть така жорстка система прив'язки як валютна рада не гарантує цілковитої довіри до можливості підтримувати валютний курс особливо в умовах високої мобільності капіталів на значних міжнародних фінансових потоках. 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, зокрема, що пов'язано із зростанням зовнішнього боргу для підтримання необхідного обсягу валютних резервів з метою задоволення попиту на іноземну валюту за впливу капіталів.

Отже, система валютних рад не усуває повною мірою недоліків режимів валютних курсів, що базуються на різного роду прив'язках, і, попри свою ефективність в процесі реалізації програм з мінімізації інфляції, в умовах високої волатильності фінансових потоків не дозволяє забезпечити макроекономічну стабільність у довгостроковому періоді без суттєвих втрат у експортному та бюджетному секторах. Основною вразливістю системи валютної ради в сучасних умовах є те, що зростання її гнучкості щодо внутрішньої грошової пропозиції супроводжується посиленням розбалансованості по поточних статтях платіжного балансу. Внаслідок цього, підтримання резервів на рівні, що дозволив би запобігти внутрішній рецесії внаслідок стиснення грошової бази, стає залежним від того, як надходження по капітальних рахунках платіжного балансу покривають дефіцит по поточних. З огляду на волатильність міжнародних фінансових потоків та імперфекції глобальних ринків капіталу (чутливість інвестиційних рішень до відхилення ставки на окремому ринку від глобальної середньої, поява феномену одноденного рівноважного портфелю інвестицій, хаотичність потоків капіталу, утворена внаслідок збільшення кількості доступних міжнародних активів, асиметрія інформації, яка тільки каталізується збільшенням кількості учасників глобального фінансового ринку тощо). В сукупності дані фактори зумовлюють ситуацію, коли режим валютної ради не може розглядатись як ефективний в умовах глобалізації, а серед найбільш жорстких альтернатив плаванню валютних курсів слід розглядати повну доларизацію або формування валютних союзів, в яких на рівні окремих країн-учасниць валютних курсів не існує, але зберігається гнучкий курсовий режим щодо інших валют.

Література

1. *Мировая экономика в XX веке: потрясающие достижения и серьезные проблемы* // МЭиМО. — 2001. — № 1. — С. 3-16.
2. *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.
3. *Exchange Rates in the Interdependent World* // *IMF Occasional Papers.* — 2001. — №193 // www.imf.org.
4. *Стельмах В., Петрик О. Модель монетарного устрою "currency board": "за" чи "проти"?* // *Вісник НБУ.* — 2000. — №3. — С. 2-7.
5. *Козюк В.В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення.* — *Тернопіль: Астон, 2001.* — 300 с.
6. *Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy* // *IMF Working Paper.* — 2001. — WP/01/184. — P. 1-62.
7. *Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic* // *NBER Reporter.* — Fall 2000 // www.nber.org.
8. *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

[Повернутися на початок](#)