

## АКТУАЛЬНІ ПИТАННЯ ТЕОРІЇ І ПРАКТИКИ ФІНАНСІВ



Віктор КОЗЮК

### **ВАЛЮТНА КОМПОЗИЦІЯ МІЖНАРОДНИХ ТРАНСАКЦІЙ: КОНКУРЕНЦІЯ МІЖ ДОЛАРОМ ТА ЄВРО З ПОЗИЦІЇ МОНЕТАРНОГО АНАЛІЗУ ГЛОБАЛЬНИХ ПРОЦЕСІВ**

*На основі аналізу валютної структури міжнародних трансакцій виявлено функціональний поділ впливу долара та євро на обслуговування міжнародних інвестиційних та позичкових операцій. В основі даного явища формуються раціональні очікування відносно відмінностей у монетарній політиці ФРС та ЄЦБ. Домінування долара у глобальних валютних резервах є результатом монетарних взаємин між платіжними позиціями США та Азійських країн.*

*Analysing currency composition of international transactions we found functional distinguishing between a dollar as international investment currency and a euro as borrowing one. Formed rational expectations of differences between monetary policy of FRS and ECB form the basis of such phenomenon. Dollar dominance in the global exchange reserves is the result of global monetary relations between payment positions of the USA and Asian countries.*

Запровадження євро виступило фундаментальним фактором трансформації усєї структури монетарних взаємин у глобальній економіці. Водночас, дискусії до 1999 р. та після не втрачають свого напруження, оскільки відбувається поступова трансформація моновалютного світу у бівалютний, або, принаймні, тріадовалютний. Перехід на єдину європейську валюту у другій за обсягами економіці світу (ЄС) та тенденції до розширення Європейського валютного союзу не може не зачепити більш глибокі пласти глобальних монетарних процесів і, тим більше, не може обмежуватись поверхневими дискусіями відносно ко-

ливання курсів провідних трьох валют з яскраво вираженим акцентом щодо долара США та євро. Посткризові події в Азії та геополітичні зміни після 2001 р. загострили ситуацію довкола глобальної фінансової стабільності, а відносна глобальна роль долара США та євро опинилися в епіцентрі монетарного виміру такої стабільності. Це обумовлено низкою базових явищ: конкуренція між провідними валютами за типом монетарного лесеферизму; ринкові засади виконання валютами ролі світових грошей через відповідність певному набору критеріїв, які є предметами теоретичної дискусії; виникнення трансмісійних каналів взає-

мозалежності у глобальній економіці через сформовану валютну структуру міжнародних трансакцій; домінування монетарного прояву функціонування даних каналів, що обумовлено роллю тієї чи іншої світової валюти як номінального якоря монетарної політики окремої країни та виконання такою валютою ролі валюти прив'язки та інтервенцій.

З огляду на відсутність моновалютного світу в умовах глобального обігу долара та євро постає проблема того, як вище перелічені базові явища актуалізуються в контексті конкуренції між грошовими одиницями ЄВС та США. Важливість даної проблеми також пов'язана з тим, що менш ніж за 10 р. свого обігу євро продемонструвало тенденцію більш значимої валюти, порівняно з ідеєю глобального доларового стандарту Р. МакКіннона, але не повною мірою зайняла позицію у глобальних фінансах, як то передбачають відносні масштаби економік США та ЄВС (наприклад, кореляція процентних ставок у світі щодо долара є вищою, порівняно з тою, яка має місце щодо євро [1], реакції світових процентних ставок на сигнали з США є більш суттєвими, ніж – з ЄВС, а ставки по долару більшою мірою впливають на ставки по євро, ніж навпаки [2]). З огляду на те, що якості світової валюти безпосередньо пов'язані з монетарною політикою емітента такої валюти, а вибір валютної структури міжнародних трансакцій є важливим для платіжного балансу окремої країни, що робить це значимим і для поведінки окремих центробанків, особливо гостро постає проблема того, що на сьогодні не відбувається формування симетричної валютної структури в розрізі окремих міжнародних трансакцій, наслідком чого може виступити погіршення структури глобальної взаємозалежності, викривлення в процесах ринкового врівнова-

ження глобальних дисбалансів та погіршення якостей гомеостазу системи глобальної фінансової стабільності. Указане робить актуальним дослідження процесів у сфері вибору валюти деномінації міжнародних операцій саме з позиції монетарного аналізу глобальних процесів.

Фактографічний аналіз структурування міжнародних трансакцій з точки зору валюти деномінації досить широко представлений у сучасній літературі [3, 4]. Водночас, існуючий аналіз процесів виконання окремими валютами ролі світових грошей спирається на ряд достатньо відмінних бачень процесів у глобальних монетарних процесах. Можна виділити політекономічний підхід, представлений у працях Д. Сміслова, згідно якого ситуація у сфері формування структури міжнародних трансакцій розглядається з позиції критики процесів послаблення регулятивної наддержавної складової у функціонуванні міжнародної валютної системи, відповідно до чого закріплюється лідерство долара США [5; 6; 7]. Акцент на тому, що технологічне лідерство США зумовлює довгостроковий перекид на користь долара у системі міжнародних операцій зроблено у праці О. Бондаренка [8]. Незважаючи на те, що такий підхід до визначення детермінант формування тої чи іншої структури є досить обмежений (не беруться до уваги інші передумови перетворення валюти на провідну у світі), він певною мірою кореспондує з так званими рівноважними моделями глобальних дисбалансів, коли спроможність Сполучених Штатів генерувати інвестиційні активи створює стимули для економічного зростання у США та в глобальній економіці за масштабної нерівноваги поточних рахунків в світі [9].

Також можна виділити мікроекономічний підхід щодо аналізу фінансових

трансакцій. Щодо торгівлі, то тут на сьогодні застосовується підхід, що спирається на дослідження зв'язку між процесами ціноутворення на зовнішніх ринках, передавальним ефектом від валютного курсу до цін та макроекономічними якостями ключової світової валюти, тобто відбувається поступовий перехід від традиційної макроекономіки до нової макроекономіки відкритої економіки (*new open economy macroeconomics*). Перший спирається на аналіз поведінки суб'єкта глобального фінансового ринку щодо вибору валюти деномінації активів та пасивів. В основу такого аналізу покладено ряд традиційних теоретичних моделей: покритий (непокритий) паритет процентних ставок; арбітражна теорія паритетів процентних ставок; портфельна теорія оптимізації диверсифікаційних рішень у мультивалютному світі; аргументи на користь оптимізації валютної структури активів та пасивів суб'єкта глобального бізнесу відповідно до принципу симетрії в деномінації вхідних та вихідних грошових потоків. Указані тенденції відображають те, що нині ринки дають можливість максимально уникнути валютного ризику, або повною мірою його хеджувати (акцент на процентних диференціалах та не підтвердження гіпотези непокритого паритету процентних ставок). Іншим аспектом даної тенденції є наявність високої кореляції між процентними ставками США та іншими ринками, навіть за умови плаваючих валютних курсів [1].

Огляд емпіричних та теоретичних результатів таких досліджень дозволив Б. Когену зробити такі висновки: не підтверджується теорія непокритих паритетів; в більшості своїй валюта деномінації інструментів визначається на основі процентних диференціалів, причому існує тенденція інвестувати у високодоходні активи, а пасиви формувати за рахунок низько доходних джерел; валюта деномінації міжнародних фінан-

сових трансакцій визначається не тільки об'єктивними факторами, але й перевагами учасників ринку, зокрема, на даний час сформувалася ситуація, коли переваги інвесторів є більш вагомі, ніж переваги позичальників [10].

Дослідження проблеми використання ключової валюти для зовнішньоторговельних операцій, у свою чергу, спирається на інші базові теоретичні моделі. По-перше, тут приймається до уваги характер ціноутворення на ринку та ступінь його монополізованості. По-друге, – характер трансмісії змін валютного курсу щодо цін на експортному/імпортному ринку. По-третє, – номінальна негнучкість цін. Так, перехід на модель *price to market* (ціноутворення на основі конкурентної ціни за місцем продажу, внаслідок чого валютний ризик приймається виробником чи постачальником) у міжнародному бізнесі призвів до того, що використання ключової валюти стає суттєво залежним від якості монетарної політики у країні-емітенті валюти, у якій здійснюється виробництво, а не збут, та активізації форвардного ринку для перестрашування ризику зміни валютного курсу у країні призначення збуту. З даного підходу випливає, що вибір валюти деномінації міжнародних торговельних трансакцій залежатиме від того, наскільки пов'язані між собою монетарні політики країни експортера та імпортера. Належність до одного валютного блоку, в рамках якого відбувається намагання країн учасниць мінімізувати курсові коливання щодо країни-центру (яка є емітентом ключової валюти), є суттєвим фактором розширення використання такої ключової валюти для обслуговування зовнішньої торгівлі. По суті, політичний вибір на користь фіксації курсу чи прив'язки, рано чи пізно починається на тому, що торгівля починає здійснюватись на основі валюти, до якої

відбулася прив'язка чи фіксація. Згідно теорії А. Кампс, посилення ролі євро як валюти, що обслуговує зовнішньоторговельні операції, відбувається в першу чергу у країнах, які здійснюють інтеграцію з ЄВС, або щільно пов'язані з ним торговельними зв'язками [11].

Дані підходи дозволяють суттєво уточнити засади, на яких здійснюється конкуренція між провідними валютами за виконання ролі деномінації міжнародних фінансових та торговельних трансакцій, але, водночас, вони неспроможні пояснити ті фактори, які визначають макроекономічні рамкові умови оптимізаційного вибору економічного агента.

Макроекономічний підхід до проблеми відображає аналіз виконання валютами провідної ролі не з позиції окремого економічного агента, а з позиції монетарних процесів у світі в цілому та з позиції характеру монетарної політики гео економічних центрів й структури взаємозалежності у світі. Важливість даного підходу у тому, що він поширюється на аналіз процесів деномінації глобальних валютних резервів, що особливо актуально в світлі перекося ролі долара у активах центробанків світу, порівняно з його роллю в обслуговуванні експорту, чи взагалі масштабів економік США та ЄВС [12, 258–266]. При цьому, установлені вже стали погляди на критерії, відповідність яким визначає виконання валютою ролі світової: значні масштаби економіки; розвинутий фінансовий ринок; довіра до валюти (забезпечення нею збереження вартості); політична стабільність; зовнішні ефекти мережі (*network externalities*) [4, 6–10]. Водночас, різні економісти по різному акцентують на кожному з них, що особливо добре засвідчили дебати щодо конкуренції між долларом та євро, за рахунок чого до таких критеріїв додався ще один – ефект диверсифікації (табл. 1).

Втім, не існує теоретичних розробок відносно того, чому в розрізі типів міжнародних трансакцій відбувається домінування долара, а в інших простежується актуалізація ефекту диверсифікації. Відповідно, на основі емпіричного аналізу валютної структури міжнародних операцій виявляються передумови для функціонального поділу впливу ключових валют у сфері глобальних фінансів, що обумовлюється принциповим фактором – характером монетарної політики та її реакції на циклічні процеси, дія якого, однак викривлюється формуванням валютних блоків (блок долара та блок євро), які мають відносно відмінний масштаб.

Емпіричний аналіз дозволяє спостерігати ситуацію, коли валютна структура міжнародних трансакцій в розрізі тих чи інших операцій демонструє чинність як одних, так і інших критеріїв відповідності світової валюті. Наприклад, валютна структура обороту на валютних ринках дозволяє побачити яскраво виражене домінування долара, що підтверджує дієвість зовнішніх ефектів мережі, оскільки саме даний індикатор є свідченням застосування тої чи іншої світової валюті щодо інших валют у парі (табл. 2).

Дані табл. 2 свідчать про те, що напередодні переходу на євро сумарна частка валют країн, що запровадили єдину європейську валюту була навіть вищою, ніж згодом. Дане явище обумовлено тим, що запровадження євро виключило зі статистики глобальних оборотів внутрішні обороти країн-членів ЄВС. Поряд з тим, доллар суттєво не втратив свої позиції; це свідчить на користь того, що він залишається провідною валютою, що обслуговує обороти на глобальних валютних ринках відповідно, посилюючи дію зовнішніх ефектів мережі. Водночас, структура міжнародних випусків боргових інструментів свідчить на користь того, що відбувається посилення диверсифікаційного ефекту на користь євро (див. табл. 3–4).

Таблиця 1

## Критерії трансформації валюти у світову в проекції на конкуренцію між долларом та євро: антропний підхід

Економіст	Критерій	Характеристика
Фред Бергстен, Роберт Манделл	Значні масштаби економіки, довіра до валюти, політична стабільність	Економіки США та ЄВС є співмірними за територіальними масштабами, обсягом ВВП та населенням. При цьому, ЄВС-ЄС домінує за обсягами світового експорту над США. І США, і ЄВС мають приблизно однакові інституціональні, макроекономічні та політичні передумови для підтримання цінової стабільності. Як наслідок, євро та доллар повинні виконувати роль світових грошей на паритетних засадах.
Роберт Манделл	Ефект диверсифікації	Відносна рівнозначність економік США та ЄВС за вищенаведеним критерієм повинно виступити потужною передумовою на користь глобальної диверсифікації активів та пасивів в напрямку від долара до євро.
Беррі Ейченгрін	Ефект диверсифікації	Висока волатильність долара відносно інших валют та флуктуації ділового циклу в США можуть спонукати інвесторів до перегляду своїх преференцій від долара до євро.
Пітер Кенен	Розвинутий фінансовий ринок та структура валютних операцій, ефекти мережі	Запровадження євро не змінює тенденцій щодо домінування долара, оскільки абсолютна більшість крос-курсів визначаються з його допомогою. "Вихід" з долара повною мірою є не вигідний, оскільки обмежує операції з іншими валютами, наприклад, з тими, які прямо не котируються щодо євро
Ричард Купер	Ліквідність фінансового ринку	Висока ліквідність фінансового ринку є привабливою для офіційних та приватних операцій, внаслідок чого валюта має тенденцію до інтернаціоналізації. Найбільш ліквідний ринок – ринок інструментів державного боргу США, що і робить доллар провідною світовою валютою.
Рональд МакКіннон	Ефекти мережі	Чим довше використовуються валюта за певний період часу та чим у ширшому колі трансакцій вона використовується, тим більшою мірою з'являються зовнішні ефекти мережі, які відображають стійкий попит на таку валюту. До зовнішніх ефектів мережі, які сприяють домінуванню долара, належать: застосування долара на міжбанківському ринку третіх країн; доллар є валютою торгів на товарних біржах первинних ресурсів; доллар є валютою інтервенцій для корекції валютного курсу третіх країн, що впливає з попереднього; доллар є резервною валютою, оскільки валюта інтервенцій і валюта деномінації валютних резервів повинна бути однією і тією ж.
Рональд МакКіннон	Інші ефекти мережі. Ефект номінального якоря	Світовою валютою є та, яка виконує роль номінального якоря для третіх країн, а у номінальний якор вона перетворюється, якщо у країні-емітенті підтримується стабільність цін. Використання валюти в якості інтервенційної та резервної автоматично означає набуття нею статусу номінального якоря. Це породжує два ефекти: по-перше, через номінальний якор здійснюється ув'язка валютного курсу та внутрішніх цін; по-друге, актуалізується ефект "статей балансу". Останній має два типи: міжнародні боржники прив'язуються до валюти деномінації своїх боргів, що сприяє домінуванню долара; міжнародні кредитори, які не можуть позичити у своїй валюті (так званий "конфлікт чеснот" (від англ. <i>conflicted virtue</i> )), позичатимуть у світовій валюті. Домінуюча роль долара тут обумовлена тим, що такими країнами є Японія та Китай, які позичаючи в доларах закордон, мають внутрішні зобов'язання у власній валюті, через що тяжіють до запобігання ревальвації щодо долара з метою уникнення погіршення стану у фінансовому секторі.

Згруповано за: [13; 14; 15; 16; 4, 10–16].

Таблиця 2

**Обсяги та валютна структура обороту на глобальному валютному ринку [4, 31]**

	1998		2001		2004	
	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%
Долар США	1260000	87,4	1060441	90,4	1572918	88,7
Євро*	752262	52,2	441545	37,6	659361	37,2
Єна	300064	20,8	266050	22,7	359231	20,3
Усього	1441529	200	1173066	200	1773275	200

\* Сумарно для країн, що перейшли на євро.

Таблиця 3

**Валютна структура міжнародних випусків боргових інструментів, середня за період, % [10, 57]**

	Усі випуски	Випуски у США	Випуски у зоні євро	Японські випуски
<b>1993–1998</b>				
Долар США	44,3	77,2	25,6	29,9
Японська єна	14,0	4,6	11,1	52,6
Німецька марка	9,9	4,1	18,3	3,5
<b>1999–2004</b>				
Долар США	42,8	82,2	14,7	25,3
Японська єна	4,6	2,5	3,3	60,5
Євро	41,0	10,6	73,7	9,6

Таблиця 4

**Випуски боргових інструментів у доларах та євро щодо випусків у США та ЄВС, % [4, 31]**

	1997	2000	2003	2004	2005, 1 кв
Усі випуски, млрд. дол. США	555	1091	1389	1552	966
Випуски у євро / випуски в ЄВС	99	117	106	112	104
Випуски в доларах / випуски в США	181	119	171	183	230

Більш детальний аналіз вибору валюти деномінації у сфері глобального фінансового бізнесу дозволяє побачити не просто посилення ефекту диверсифікації на користь євро, а функціональний поділ ролей між долларом та євро, що демонструють дані табл. 5.

За даними таблиці 5 спостерігаємо, що формується тенденція, коли доллар домінує в активних операціях, а євро в пасивних. Найпростіший аргумент, який пояснює дану ситуацію полягає у тому, що ставки по першому є вищими. Втім, ситуація із розривом у валютній структурі глобальних фінансових активів та

пасивів не може бути зведена до ефективності процентних диференціалів, оскільки в даному випадку їх наявність відображає глибоку структурну тенденцію. Дана тенденція має монетарну природу, оскільки характер монетарної політики та вибір центральних банків щодо пріоритетної цілі в межах ділового циклу обумовлює поведінку таких диференціалів і, що саме головне, впливає на очікування в учасників ринку. Слід відзначити, що тут можна простежити два канали впливу на очікування учасників ринку, поведінка яких відображає функціональний поділ ролей між двома про-

Таблиця 5

## Валютна структура глобальних фінансових активів та пасивів [9, 44–48]

	1998*	2000	2003
<b>Частка у міжнародних банківських активах, %</b>			
Долар США	34,5	42,5	40,7
Євро	26,0	27,8	36,3
Єна	9,5	8,6	5,0
<b>Частка у міжнародних банківських пасивах, %</b>			
Долар США	42,8	46,6	44,7
Євро	23,0	23,4	31,1
Єна	7,2	6,5	4,0
<b>Частка у приватних інвестиційних портфелях, %</b>			
Долар США	47,0	45,8	45,5
Євро	28,0	29,0	31,0
Єна	9,0	16,3	15,5
<b>Частка у довгострокових вкладеннях, %</b>			
Долар США	32,0	15,3	22,0
Євро	54,0	68,5	43,7
Єна	7,0	7,3	14,0
<b>Частка в емісіях міжнародних боргових зобов'язаннях, %</b>			
Долар США	51,0	46,5	40,5
Євро	28,0	34,0	44,7
Єна	6,0	7,6	3,6

\* Національні валюти країн ЄВС.

відними валютами. Перший – пов'язаний із циклічною асинхронністю в країнах-емітентах таких валют. Другий – волатильністю базових макроекономічних параметрів впродовж ділового циклу.

В основу побудови першого каналу покладено припущення, що будь-які флуктуації у діловому циклі, які викликані реакцією центробанків на відхилення цільових показників від трендових, мають місце в межах пріоритету забезпечення цінової стабільності. За рахунок цього, країна, яка перебуває у стані економічного піднесення, має вищі процентні ставки, але водночас і жвавішу динаміку капіталізації фінансових ринків. Це створює передумови для підвищення привабливості її валюти як валюти для інвестиційних операцій. Якщо ж країна перебуває в стані рецесії або стагнації, тобто темпи зростання у неї порівняно з першим випадком є низькі, має нижчі процентні ставки, "мляву" ка-

піталізацію ринків, що робить її валюту привабливою для формування пасивів. Екстраполяція цього на США та ЄВС підтверджує дану тезу, внаслідок чого долар стає валютою для інвестицій, а євро – валютою запозичень. Те, що за рахунок цього формується розрив у валютній структурі активів та пасивів глобального характеру, не сприймається як фундаментальний ризик для фінансової стабільності. Це пов'язано з тим, що валютні ринки дозволяють хеджувати відповідні ризики, про що вже згадувалось вище. В даному випадку такі можливості хеджування забезпечують можливості для функціонального поділу впливу провідних валют, що в сукупності призводить до появи сприятливих алокаційних ефектів у глобальній економіці в цілому. Висока інвестиційна активність в одному геоекономічному центрі через торговельні та інвестиційні канали позитивно впливає на пожвавлення еконо-

мічної ситуації в іншому, а це позитивно відображається на країнах периферії, оскільки розширюються ринки збуту їх продукції тощо. Ризиком даної ситуації є консервація рецесії в центрі-емітенті валюти, що обслуговує формування пасивів, оскільки приплив капіталів скеровується до центра-емітента валюти, що обслуговує інвестиції. Саме тому ЄВС стикається з проблемами підвищення гнучкості економіки та її конкурентності, оскільки від цього залежать можливості розширення функціональної ролі євро у сфері глобальних фінансів.

Другий канал враховує те, що функціональний поділ валют на ті, у яких деномінуються активи, та ті, у яких деномінуються пасиви, спирається на факт нейтральності монетарної політики, внаслідок чого втручання у діловий цикл привносить додаткові його коливання, а не навпаки. Саме такий погляд є панівний у сучасній неокласичній монетарній теорії. Відмінна реакція центробанків на коливання інфляції і ВВП (безробіття) та, відповідно, відмінні флуктуації ділових циклів створюють ситуацію, коли більш активний центробанк стикатиметься з проблемою перетворення його валюти на валюту інвестицій (внаслідок чого вона матиме тенденцію до переоцінки, а коливання інфляції та ВВП будуть супроводжуватись проблемою зовнішнього дефіциту), адже стимули у вигляді м'якої акомодативної монетарної політики можуть у короткостроковому періоді впливати на пошкваллення інвестицій. Тоді як більш консервативний центробанк опиняється у протилежній ситуації. Його жорсткіше слідування забезпеченню цінової стабільності означає також і меншу реакцію на коливання ВВП (безробіття), що в підсумку призводить до мінімізації таких коливань відповідно до принципу довіри до монетарної політики. Попри те, що це може затягнути тенденції ре-

цесійного чи стагнаційного характеру, валюта більш консервативного центробанку починає розглядатись як валюта формування пасивів. Таке явище буде впливати з того, що менш акомодативна політика призводить і до вужчих флуктуацій макропараметрів, внаслідок чого це позитивно сприймається учасниками ринку з позиції підвищення довіри до валюти, у якій потрібно буде погашати борги. Тобто тут усвідомлюються переваги більш збалансованого, менш волатильного зростання, тоді як більш флуктуюче зростання не сприймається як суттєвий ризик для інвестицій, і валюта країни з такою циклічною поведінкою стає валютою інвестицій. Наявність активнішого та більш консервативного центральних банків серед провідних у глобальній економіці через систему сформованих очікувань економічних агентів перетворюється на структурний фактор, що здійснює вплив на розподіл ролей щодо валют, емітентами яких виступають такі монетарні органи. Отже, можна узагальнити, що валюта більш активного центробанку тяжіє до того, щоб бути валютою інвестицій, а більш консервативного – валютою формування пасивів. За допомогою рисунків 1–2 продемонстровано, що у довгостроковому періоді європейська економіка виглядає більш збалансованою, а упродовж 2000-х рр. економіка ЄВС є менш волатильною.

Те, що американська економіка за останнє десятиліття стає більш волатильною, ніж європейська видно і з показників дисперсії зростання ВВП та інфляції. За 1995–2006 рр. дисперсія зростання ВВП у США склала 1,29, а інфляції 1,01, тоді як у ЄВС, відповідно, 0,76 та 0,25. При цьому середні значення вказаних макропоказників, відповідно, складають 3,25% і 2,14% та 1,93% та 1,95% (обраховано на основі даних



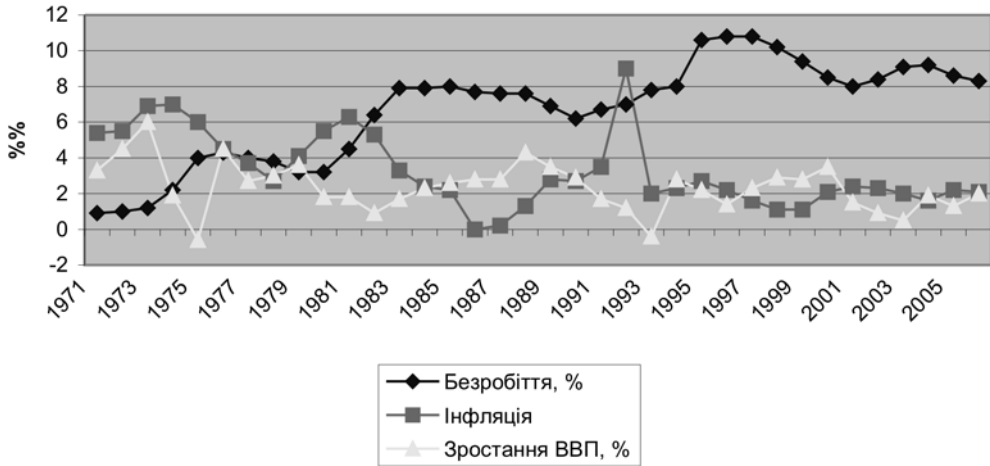


Рис. 1. Безробіття, інфляція і ВВП єврозони, 1971–2006 рр.

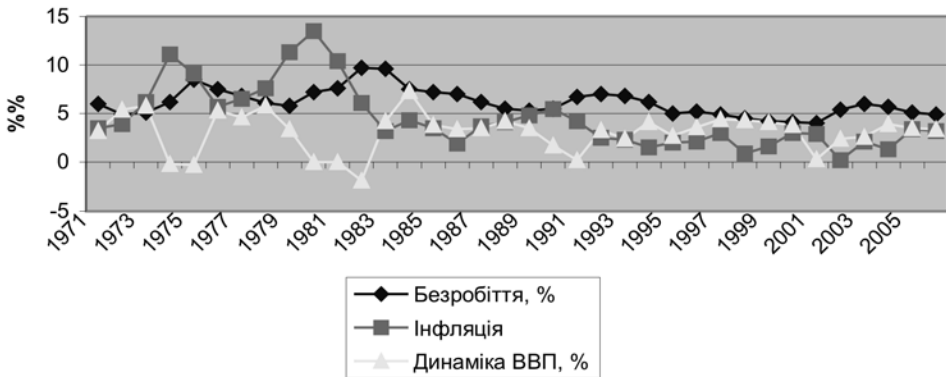


Рис. 2. Безробіття, інфляція та ВВП у США, 1971–2006 рр.

[18; 19]). Вказані дані також свідчать про те, що вищі (хоча і більш варіативні) темпи зростання ВВП у США спонукають глобальних інвесторів шукати можливості отримання прибутків через операції у доларах, тоді нижча та більш стабільна, порівняно зі Сполученими Штатами, інфляція в Європейському валютному союзі стимулює здійснювати запозичення у євро, що підтверджує висунуте теоретичне припущення про канали впливу на очікування учасників ринку, внаслідок формування яких відбувається функціональний поділ ролей між двома провідними валютами.

Розширення палітри дослідження за рахунок аналізу деномінації валютних

резервів, водночас, свідчить, що сфера глобальних фінансових операцій з функціональним поділом ролей між долларом та євро достатньо відмінна від сфери офіційних операцій, пов'язаних із формуванням зовнішніх активів центральних банків. Як свідчать дані таблиці 6, спостерігається яскраво виражене домінування долара у деномінації глобальних валютних резервів. Попри відчутний диверсифікаційний ефект у цій сфері, частка доларів США у понад 60% у валютній структурі зовнішніх активів монетарних органів суттєво перевищує частку США у глобальному ВВП, експорті та фінансових активах [12, 258–266].

Таблиця 6

## Валютна структура зовнішніх активів центробанків, % [4, 17–19]

	1998*	2000	2002	2004	2005, 3 кв.
<b>Усі країни</b>					
Валютні резерви всього, млн. дол. США	1643855	1942241	2408756	3749063	4052658
Долар США	69,3	71,0	67,1	65,8	66,4
Євро	13,8	18,4	23,9	25,0	24,4
<b>Країни доларового блоку, за виключенням США та ЄВС</b>					
Валютні резерви всього, млн. дол. США	524483	708846	829133	1317584	1377925
Долар США	79,3	78,4	75,7	75,3	75,5
Євро	6,7	13,7	17,8	18,3	17,7
<b>Країни блоку євро, за виключенням США та ЄВС</b>					
Валютні резерви всього, млн. дол. США	83550	84174	100085	140034	145101
Долар США	39,5	35,3	31,5	30,8	31,5
Євро	35,6	48,1	58,3	57,8	57,4

\* Німецька марка.

Аналізуючи дані таблиці 6 можна побачити позитивний диверсифікаційний ефект, що сприяє посиленню ролі євро у глобальних фінансових та монетарних процесах, але він залишається досить обмеженим. По-перше, він стосується загального підвищення частки євро у деномінації валютних резервів в світі, у доларовому блоці та у виході на домінуючі позиції – в євро блоці, тоді як частка долара у відповідних показниках суттєво не зазнала змін, хоча й зменшилась. По-друге, відносний масштаб доларового та євро блоків демонструє те, що яким би не був ефект диверсифікації, а він є обмежений, фізичне домінування блоку долара призводить до суттєвого зростання ролі цієї валюти у формуванні глобальних зовнішніх активів центральних банків.

Загрозливість даної ситуації для глобальної фінансової стабільності можна побачити у двох тенденціях: кон'юнктурній та структурній. До першої можна віднести тенденцію до підвищення значення більш ризикових активів в авуарах монетарних органів [21]. Дана тенденція може свідчити на користь розміщення коштів у облігаціях казначей-

ства США, але тільки в контексті того, що поглиблення дефіциту їх платіжного балансу при одночасному підвищенні дефіциту федерального бюджету зумовлюватиме зростання норми відсотка, відображаючи ризик вкладень у доларові процентні активи. Структурна тенденція полягає в експоненціальному зростанні валютних резервів у світі. Таке прискорене зростання обсягів зовнішніх активів у глобальній економіці розглядається в контексті: заниженого курсу азійських валют щодо долара з метою стимулювання експортоорієнтованого зростання; прив'язки курсу Азійськими країнами до долара США, внаслідок чого ревальвація їх курсів унеможливується попри значний профіцит їхніх поточних рахунків і значний дефіцит поточного рахунку США; подальше нагромадження валютних резервів, деномінованих у долари, понад усе у Азії, створює ситуацію, коли девальвація американської валюти в подальшому також запобігатиметься через небажання зменшення вартості доларових авуарів та інших фінансових активів. При цьому, з одного боку, така ситуація розриває зв'язок між статусом

платіжного балансу США та курсом долара, підвищуючи ризик його відкладеної масштабної девальвації та послаблюючи механізм внутрішньої корекції сукупного попиту щодо потреб збалансованого економічного зростання; з іншого боку, ЄВС опиняється у подвійній невідповідній ситуації. Плавна девальвація долара щодо євро послаблює можливості щодо експансії європейського експорту (до того ж рівень відкритості ЄВС-ЄС за показником співвідношення експорту до ВВП є вищим, ніж для США, внаслідок чого залежність зростання від зовнішнього попиту у першому випадку є вищою, ніж у випадку Сполучених Штатів), а прив'язка до долара азійських валют робить конкурентоспроможність європейських товарів із азійськими ще більш уразливою. У свою чергу, стагнація у експортному секторі ЄВС-ЄС, обумовлена глобальними монетарними факторами, уповільнюючи зростання ВВП, ставить клин у експансію євро як світової валюти, обмежуючи і дієвість ефекту диверсифікації, і послаблюючи для євро сприятливий прояв ефекту мережі. А це консервує ситуацію із зовнішньою нерівновагою у глобальній економіці, особливо в контексті домінування долара США у глобальних валютних резервах на тлі значного дефіциту платіжного балансу Сполучених Штатів і його профіциту в Азії (вказана тенденція відновила дискусію з приводу запровадження міжнародного стандарту диверсифікації валютних резервів. Нагадаймо, що вперше така ідея була висловлена Р. Трифінном в контексті запобігання кризі міжнародної ліквідності за Бреттон-Вудської системи. В сучасних умовах, ця ідея реанімується Е. Труманом та А. Вонг [22]). Звідси випливає, що ринкова модель сучасного валютного устрою породжує фундаментальні проблеми для глобальної економіки саме в контексті того, що ринкові процеси гальмують

поширення ролі євро у світі, тим самим стимулюючи збереження ролі долара навіть за умов, коли мароекономічні показники США цьому не сприяють.

*Підсумовуючи вищезазначене, зауважимо, що критерії відповідності валюти ролі світової однаково властиві долару та євро. На користь першого грають такі критерії як масштаб економіки, ліквідність ринку, зовнішні ефекти мережі, внаслідок чого він домінує в обслуговуванні обороту на глобальному валютному ринку та в деномінації валютних резервів, тоді як на користь євро – масштаби економіки та ефект диверсифікації. Втім, на основі емпіричного аналізу валютної структури міжнародних трансакцій виявлено неспівпадіння валютної структури глобальних фінансових активів та пасивів. Активи деномінуються в доларах, пасиви – в євро. З цього можна зробити висновок про розподіл функціональних ролей між долларом та євро з точки зору валюти інвестицій та валюти запозичень. Дане явище визначається як структурний фактор, який актуалізується відповідно до сформованих ринкових очікувань відмінностей у характері монетарних політик в гео-економічних центрах. Валюта консервативного центробанку, який здійснює жорсткішу політику, стає валютою формування пасивів; валюта більш активного центробанку стає валютою інвестицій. При цьому, неокласичний аналіз монетарної політики дозволяє стверджувати, що жорсткіша політика призводить і до збалансованішого зростання, тоді як більш акомодативна – до більш значних флуктуацій. А це в сукупності сприяє утвердженню функціонального поділу ролей валют щодо обслуговування інвестиційних та позичкових операцій. Перекіс на користь долара в структурі глобальних валютних резервів, у свою чергу, є наслідком фізичного домінування доларового блоку та негативної ситуації щодо*

консервації платіжного дефіциту США за рахунок політики запобігання ревальвації азійськими експортерами. Внаслідок цього утворюються несприятливі передумови для розширення ролі євро у глобальній економіці відповідно до дії ефекту диверсифікації та консервується домінування долара, навіть всупереч розбалансованості економіки Сполучених Штатів, яка породжує передумови для девальвації долара і послаблення його ролі в світі.

### Література

1. 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](http://www.dnb.nl)
2. Ehrman M., Fratzscher M. *Equal Size, Equal Role? Interest Rate Interdependence Between the Euro Area and the United States* // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2004. – № 800. // [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
3. Олейнов А. *Валютная структура международных экономических отношений в начале XXI века* // Вопросы экономики. – 2005. – № 4. – С. 44–48.
4. Lim E.-G. *The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange reserves) and Other Data* // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/153. – P. 3–38.
5. Смыслов Д. В. *Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем* // Деньги и кредит. – 2002. – № 5. – С. 50–59.
6. Смыслов Д. В. *Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем* // Деньги и кредит. – 2002. – № 6. – С. 32–39.
7. Смыслов Д. В. *Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем* // Деньги и кредит. – 2002. – № 7. – С. 52–58.
8. Бондаренко А. *Какие современные мировые валюты можно считать мировыми?* // МЭиМО. – 2003. – № 9. – С. 48–52.
9. Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. *An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates* // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. // [www.nber.org](http://www.nber.org)
10. Cohen B. *Currency Choice in International Bond Issuance* // BIS Quarterly Review. – 2005. – June. – P. 53–66.
11. Kamps A. *The Euro as Invoicing Currency in International Trade* // ECB Working Paper. – 2006. – № 665. – P. 3–57.
12. Козюк В. В. *Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури*. – Тернопіль: Астон, 2005. – 512 с.
13. Манделл Р. *Євро и стабильность мировой валютной системы* // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293–328.
14. Cooper R. *Key Currencies after the Euro*. – 1997. // [www.post.economics.harvard.edu](http://www.post.economics.harvard.edu)
15. Eichengreen B. *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect* // IMF Working Paper. – 2000. – wp/00/131. // [www.imf.org](http://www.imf.org)
16. McKinnon R. *The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game?* // [www.stanford.edu](http://www.stanford.edu)
17. Reinhart C., Reinhart V. *What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility*. – NBER Working Papers. – 2001. – № 8535. – P. 1–52.
18. *World Economic Outlook*. – Wash. (D.C.): IMF, 2004. – 268 p.
19. *World Economic Outlook*. – Wash. (D.C.): IMF, 2006. – 284 p.
21. Wooldridge Ph. *The Changing Composition of Official Reserves* // BIS Quarterly Review. – 2006. – Sept. – P. 25–38.
22. Truman E., Wong A. *The Case for an International Reserve Diversification Standard* // Institute for International Economics Working Papers. – 2006. – WP 06-2. – P. 1–46.