

Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет
Кафедра економічної теорії

Міждисциплінарна курсова робота
з економічної теорії
на тему:
«Еволюція світових валют»

Студентки 3 курсу ЕА-31

Ризванюк(Гащак) К.В.

Науковий керівник:

Козюк В.В.

доктор економічних наук, професор

Національна шкала _____

Кількість балів _____

Оцінка ECTS _____

Зміст

1. Теорія міжнародної валюти.....	3
2. Структурні зміни в глобальному монетарному домінуванні.....	10
3. Вибір валютної прив'язки в Україні.....	26
4. Політика підвищення глобальної монетарної стабільності.....	35
Висновки.....	42
Список використаної літератури.....	44

1. Теорія міжнародної валюти

Світова валютна система - це сукупність економічних відносин у світовій господарській сфері, пов'язаних з функціонуванням валюти. Основним завданням світової валютної системи (МВС) є регулювання сфери міжнародних розрахунків для забезпечення сталого економічного зростання та підтримки рівноваги в зовнішньоторговельному обміні. Основою валютної системи є валюта. Під валютою розуміється грошова одиниця, використовувана для вимірювання величини вартості товару або послуги. Якщо розглядати поняття валюти з позиції міжнародних фінансових відносин, то можна привести наступне визначення: валюта - це грошова одиниця держави, яка звертається на внутрішньому ринку і за його національними кордонами.

Міжнародна валютна система (світова валютна система) - світова грошова система всіх країн, в рамках якої формуються і використовуються валютні ресурси і здійснюється міжнародний платіжний оборот. Світова валютна система являє собою:

- певний набір міжнародних платіжних засобів;
- режим обміну валют, включаючи валютні курси;
- умови конвертованості, механізм забезпечення валютно-платіжними засобами міжнародного обороту;
- регламентацію форм міжнародних розрахунків;
- режим міжнародних ринків валюти і золота;
- статус міждержавних інститутів, що регулюють валютні відносини;
- мережу міжнародних та банківських установ, які здійснюють міжнародні розрахункові та кредитні операції, пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю.

Мета цієї системи полягає в забезпеченні ефективності міжнародної торгівлі товарами і послугами. Світова валютна система у своєму розвитку пройшла такі етапи:

1. Паризька валютна система (1816-1914 рр.)

В її основу було покладено золотомонетний стандарт. Золотомонетний стандарт - це власна (класична) форма золотого стандарту, пов'язана з використанням золота і золотих монет в якості грошового товару. Діяв з 1816 по 1914 г. (вперше офіційно введений в Великобританії), в основу Паризької валютної системи був покладений в 1867 р. Характерними ознаками золотомонетного стандарту є обчислення цін товарів в золоті, звернення золотих монет і їх необмежена карбування державними монетними дворами для будь-яких власників, вільний обмін кредитних грошей на золоті монети за номіналом, відсутність обмежень на ввіз і вивіз золота; звернення на внутрішньому ринку поряд з золотими монетами і банкнотами неповноцінною розмінної монети та державними паперовими грошима з примусовим курсом.

Паризька валютна система визнала золото єдиною формою світових грошей. Банки вільно змінювали банкноти на золото. При цьому в розвинених країнах законодавчо фіксувалося золотий вміст національної грошової одиниці, т. Е. Золотий паритет.

Золотий паритет - співвідношення грошових одиниць різних країн по їх офіційному золотому змісту. Він був основою формування валютних курсів і був скасований МВФ в 1978 р. Пізніше введений золотослітковий стандарт - це урізана форма золотого стандарту, що передбачає обмін кредитних грошей не злитки золота вагою 12,5 кг. Золотозлитковий стандарт діяв з 1914 по 1941 р.

Поступово поряд із золотом в міжнародних розрахунках стали використовуватися долари США і фунти стерлінгів. Так з'явився золотодевізний стандарт, покладений в основу Генуезької валютної системи.

Генуезька валютна система (1922-1944 рр.)

Золотодевізний (золотовалютний стандарт) - урізана форма золотого стандарту, що передбачає обмін кредитних грошей на девізи в валютах країн золотослиткового стандарту і потім на золото. При золотодевизном стандарті валюти одних стан ставилися в залежність від валют інших стан, знецінення яких викликало нестійкість супідрядних валют. Діяв з 1922 по 1944 р

Бреттон-Вудська валютна система (1944-1976 рр.)

У ній зберігалася деяку подобу золотодевізного стандарту, особливість якого в тому, що був, по-перше, золотодевізний стандарт тільки для центральних банків, а по-друге, при цьому тільки долар США обмінювався на золото, т. Е. Це був золотодоларовий стандарт. Основні принципи системи:

- збереження функції світових грошей за золотом при одночасному використанні в якості міжнародних платіжних і резервних валют національних грошових одиниць (долар);
- обов'язковість обміну резервної валюти на золото іноземним урядовим закладом і центральним банком за офіційним курсом (35 доларів США за тройську унцію);
- взаємне прирівнювання і обмін валют на основі узгоджених з МВФ, які висловлюються в золоті та доларах США валютних паритетів, які повинні бути стандартними;
- жорстка прив'язка валют до долара (допустиме відхилення ринкових валютних курсів - не більше 1%).

У 1969 р МВФ були введені для розрахунків спеціальні права запозичення СДР, і золотодевізний стандарт був замінений стандартом СДР. У серпні 1971 року уряд США офіційно припинило продаж золотих злитків на долари.

2. Ямайська валютна система (1976 г. - по теперішній час)

У грудні 1976 р угодою країн - членів МВФ був переглянутий статус золота і введені плаваючі валютні курси. Ямайська валютна система була оформлена Ямайська угода, яка була ратифікована в 1978 р. Основою для прийняття Ямайської угоди була угода тимчасового комітету МВФ 1976 року про перебудову Бреттон-Вудської системи:

- Найважливішим елементом Ямайської валютної системи є витіснення золота з міжнародних розрахунків.
- Центральні банки країн отримали можливість здійснювати операції з золотом за ринковими цінами, золоті паритети були скасовані.
- Витіснення золота супроводжувалося висуненням СДР на роль міжнародного резервного засобу.

- Країнам надавалося право вибору режиму валютного курсу, і в основному стали застосовуватися плаваючі валютні курси, які складаються під впливом двох основних умов: паритету купівельної спроможності валют і ринкового співвідношення попиту і пропозиції на світових валютних ринках.

Принципи ямайської валютної системи:

1. Перехід золотодевізного стандарту до мультивалютного ринкового стандарту. Був офіційно введений стандарт СДР. СДР був оголошений базою ямайської валютної системи і основою валютних паритетів.

СДР - це міжнародні платіжні і резервні кошти. Вони використовуються для безготівкових міжнародних розрахунків шляхом запису на спеціальних рахунках МВФ і в якості розрахункової одиниці МВФ.

З 1.01.70 р була введена нова умовна валюта (СДР) - спеціальні права запозичення (SDR - Special Drawing Rights). Спочатку СДР була прирівняна до долара США (1 СДР = 1 USD).

З 1.07.74 р СДР стала формуватися на основі кошика валют 16 найбільш розвинених країн ПРС. Однак виникли проблеми, пов'язані з коливаннями курсів валют.

З 1.01.84 р СДР стали формуватися на основі кошика 5 головних валют світу (американського долара, німецької марки, японської ієни, англійського фунта стерлінгів і французького франка).

З 1.01.02 р СДР формуються на основі кошика 4 головних валют світу (американського долара, євро, англійського фунта та ієни).

СДР відноситься до міжнародних колективним валют і використовується для безготівкових розрахунків країн - членів МВФ шляхом записів на спеціальних рахунках. СДР не має матеріальної основи, а є валютою записи. Курс СДР встановлюється на основі валютного кошика.

Валютний кошик - це метод порівняння середньозваженого курсу колективної валюти по відношенню до певного набору національних валют.

Кількість валют в наборі, їх склад і розмір валютних компонентів, т. Е. Кількість одиниць кожної валюти в наборі, встановлюються довільно.

2. Юридично завершена демонетизація золота, яка виражалася в тому, що скасована офіційна фіксована ціна на золото, введений плаваючий ринковий курс золота, який визначається на біржових торгах, скасовані золоті паритети, припинено обмін доларів на золото. Демонетизація золота - перетворення золота з фінансового активу в товар, який більше не використовується як засіб платежу між центральними банками країн, а переходить в сферу товарного обігу.

Фактично демонетизація золота визначається реальними умовами товарного виробництва, світового господарства і валютних відносин:

- країнам надано право вибору будь-якого режиму валютного курсу (фіксованого або плаваючого);
- посилення міждержавного регулювання через МВФ.

В даний час в світі існують дві взаємопов'язані і взаємовиключні тенденції. Це глобалізація і регіоналізація світової економіки. У зв'язку з цим поряд з вже існуючою Світовою валютною системою в останні десятиліття формуються регіональні валютні системи зі створенням своєї регіональної валюти. Найбільш значущою і перспективною регіональною валютною системою є Європейський економічний і валютний союз (ЕВС) дванадцяти європейських держав (одночасно є членами Європейського союзу).

Сенс Ямайської угоди про золото полягав в поступове витіснення золота з міжнародних розрахунків і підвищення ролі СДР, які повинні були в перспективі стати центром нової валютної системи. Відповідно до прийнятих рішень МВФ повернув частину золота (ОД) його членам, а іншу частину (також 1/6) реалізував на вільних ринках золота, створивши з виручених сум фонд допомоги найменш розвиненим з країн, що розвиваються. З прийняттям поправок до Статуту Фонду країни-члени звільнялися від зобов'язання вносити 25% квоти в золоті. Новою угодою скасовувалася офіційна ціна золота, відповідно втратили своє значення золоті паритети валют. Центральним банкам

країн-членів було дозволено здійснювати купівлю-продаж золота за ринковими цінами. Передбачалося, що в міру продажу золота з резервів центральних банків його місце займуть СДР.

Скасування офіційної ціни золота, яка стала нереальною ще до середини 60-х років, і заборони для центральних банків купувати його але ринковою ціною усунула формальні перешкоди на шляху більш широкого використання золотих запасів, що складають (за ринковою ціною) понад половини офіційних резервів країн - членів Фонду .

В даний час не існує жодного офіційного угоди про долю золотих запасів. Особливе значення в Ямайській валютної системі надавалося СДР, які, за задумом авторів, повинні були стати головним резервним активом міжнародної валютної системи - «стандарт СДР», а в разі повернення до системи фіксованих паритетів перетворитися в універсальний еталон вартості національних валют. Однак проголошені цілі носили, скоріше, характер побажань, так як не містили жодних вказівок щодо засобів їх досягнення. Введення СДР досі не змінило принципових засад механізму регулювання міжнародних валютних відносин і не могло вплинути внаслідок їх незначного розміру (42,8 млрд дол. З 10 серпня 2009 року) на характер міжнародної валютної ліквідності і на роль первинних резервів, тобто . золота і резервних валют.

У новій валютній системі долар США продовжує залишатися головною резервною валютою, але його положення в цій ролі більш не закріплено спеціальною статтею.

Нові правила щодо валютних курсів узаконили існуючий на практиці з 1973 р режим «плаваючих курсів». Разом з тим не виключалися можливості створення регіональних угод про фіксованих курсах (по типу з'явилася вже в березні 1979 р Європейської валютної системи). Нові правила не містили чіткої позиції щодо формування паритетів валют і валютних курсів, залишаючи рішення цього питання за національним валютним законодавством.

Таким чином, як свого часу Бреттон-Вудська конференція узаконила склалася на той час межаународною валютну практику, так і поправки до Статуту МВФ,

по суті, лише закріпили фактичний стан речей в міжнародних валютних відносинах в середині 70-х років.

2. Структурні зміни в глобальному монетарному домінуванні

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.

Запровадження євро виступило фундаментальним фактором трансформації усієї 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 коливання 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 взаємозалежності 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 врівноваження 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. Смілова, 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 перекис 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 мас-штабної 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 макро економіки 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, при цьому існує тенденція інвестувати у високодоходні активи, а пасиви формувати за рахунок низько доходних джерел; валюта деномінації міжнародних фінансових 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 позначається 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 геоелекономічних 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 перекоосу 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, усталеними 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).

Таблиця 1

Критерії трансформації валюти у світову в проєкції на конкуренцію

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 долар 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 мереж	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 долар провідною світовою валютою.
Рональд МакКіннон	Ефекти мереж	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; долар є валютою торгів на товарних біржах первинних ресурсів; долар є валютою інтервенцій для корекції валютного курсу третіх країн, що впливає з попереднього; долар 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: поперше, 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 позичати у своїй валюті (так званий "конфлікт чеснот" (від англ. conflicted virtue)), 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.

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 світовій 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 валюти щодо інших валют у парі (табл. 2).

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

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, долар 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 3

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

	Усі випуски	Випуски у США	Випуски у зоні євро	Японські випуски
1998-2002				
Долар США	44,3	77,2	25,6	26,9

Японська сена	14,0	4,6	11,1	52,6
Німецька марка	9,9	4,1	18,3	3,5
2004-2008				
Долар США	42,8	82,2	14,7	25,3
Японська сена	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]

	2005	2006	2008	2009	2010
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.

Таблиця 5

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

	2004	2008	2011
Частка у міжнародних банківських активах, %			
Долар США	34,5	42,5	40,7
Євро	26,0	27,8	36,3
Єна	9,5	8,6	5,0
Частка у міжнародних банківських пасивах, %			
Долар США	42,8	46,6	44,7
Євро	23,0	23,4	31,1
Єна	7,2	6,5	4,0
Частка у приватних інвестиційних портфелях, %			
Долар США	47,0	45,8	45,5
Євро	28,0	29,0	31,0
Єна	9,0	16,3	15,5
Частка у довгострокових вкладеннях, %			
Долар США	32,0	15,3	22,0
Євро	54,0	68,5	43,7
Єна	7,0	7,3	14,0
Частка в емісіях міжнародних боргових зобов'язаннях, %			
Долар США	51,0	46,5	40,5
Євро	28,0	34,0	44,7

Єна	6,0	7,6	3,6
-----	-----	-----	-----

За даними таблиці 5 спостерігаємо, що формується тенденція, коли долар 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 провідними 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” капіталізацію 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 поживлення економічної 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 поживлення 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 затягувати тенденції рецесійного 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 вузких 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.

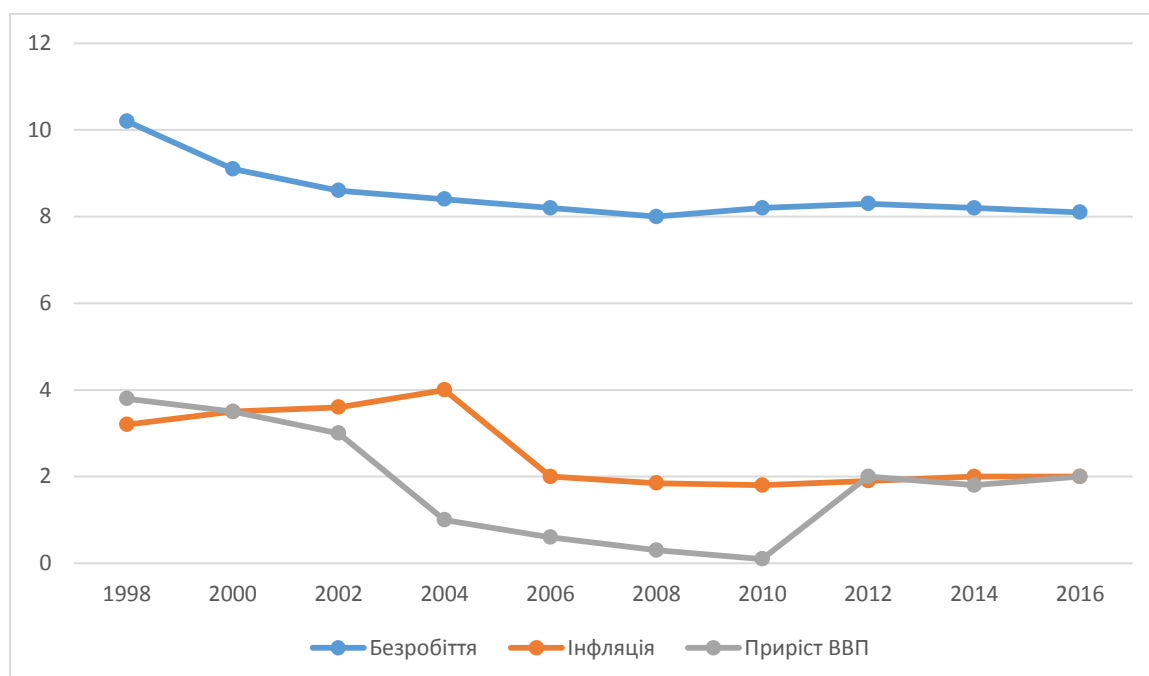


Рис. 1. Безробіття, інфляція і ВВП Єврозони, 1971–2006 рр

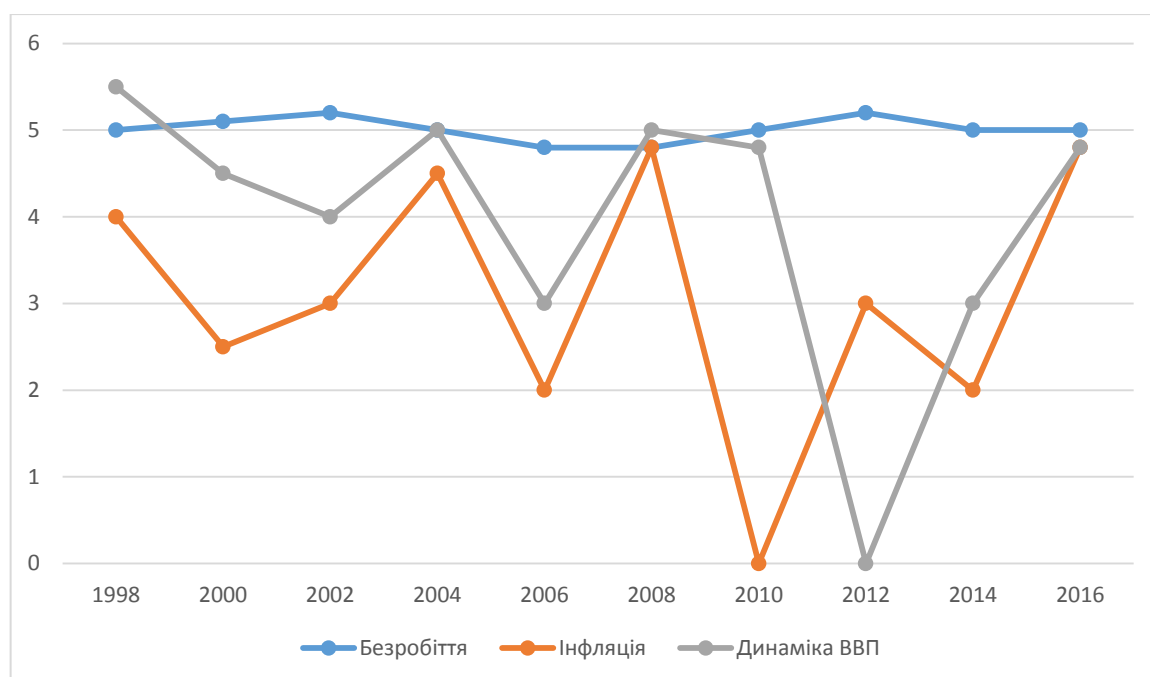


Рис. 2. Безробіття, інфляція та ВВП у США, 1971–2006 рр

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[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.

Таблиця 6

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

	1998	2000	2002	2004	2005
Усі країни					
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
Країни доларового блоку, за виключенням США та ЄВС					
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
Країни блоку євро, за виключенням США та ЄВС					
Валютні резерви всього, млн. дол. США	83550	84174	100085	140034	145101
Долар США	39,5	35,3	31,5	30,8	31,5
Євро * Німецька марка.	35,6	48,1	58,3	57,8	57,4

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].

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 казначейства 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 БреттонВудської 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.

3. Вибір валютної прив'язки в Україні

На самому початку становлення ринкових відносин в Україні, що, як ми пам'ятаємо, характеризувалося макроекономічною нестабільністю, недовірою до національної валюти, скороченням виробництва, повальним дефіцитом споживчих товарів та повальним їх імпортом, рішення про таргетування валютного курсу (підтримку стабільності номінального курсу гривні відносно долара США) дало можливість стабілізувати ситуацію, надало економіці певний «номінальний якір».

Завдяки прив'язці валютного курсу економічні суб'єкти отримали можливість планувати свою діяльність, інвестиції та виробництво, що стало тим елементом стабільності, без якого бізнес не має змоги реалізовувати власні програми розвитку. Водночас слід нагадати, що вперше курсової стабільності вдалось досягнути лише у 1996-1997 роках – усі попередні спроби підтримувати на певному рівні валютний курс були невдалими.

Дестабілізуючим чинником виступала бюджетна політика, що вимагала емісійного фінансування значного дефіциту бюджету. У 1996-1997 роках дефіцит хоча і залишався значним (5-6% ВВП), та все ж відчутно скоротився порівняно з показниками першої половини 1990-х. І головне – більше не фінансувався безпосередньо емісійними коштами НБУ: фінансування відбувалося переважно через участь нерезидентів у внутрішньому ринку ОВДП. Це створило ілюзію фінансової стабільності, яка через невважену бюджетну політику та відсутність глибинних змін у реальному секторі довго підтримуватися не могла та цілком логічно завершилася валютною кризою 1998 року. Пристосування економіки до нових умов тривало понад два роки, впродовж яких гривня девальвувала відносно долара США майже втричі [7].

Починаючи з 2000 року, Національний банк України фактично здійснює політику умовно фіксованого курсу гривні до долара США, при одночасних спробах продовжувати вплив на обсяги кредитування та ліквідності в економіці (формально використовуючи досить широкий набір інструментів). На відміну

від режиму валютного бюро (currency board), курс гривні не зафіксовано постійно – НБУ залишає за собою право його змінювати у визначених умовах (приклад ревальвації гривні навесні 2005 року). Подібний режим, який можна віднести до числа «проміжних» або «гібридних», здатний працювати, однак, тільки в умовах закритої або напівзакритої економіки. З огляду на перспективи зростаючої зовнішньої інтеграції української економіки, у тому числі її фінансового сектора, необхідним є швидкий вихід з нинішнього «гібридного» режиму грошової політики до одного з так званих крайніх (чистих) режимів (corner solutions).

Це або фіксований назавжди валютний курс при відмові від національної грошової політики, або продовження самостійної грошової політики при зміні „номінального якоря”. У другому варіанті йдеться про грошову стратегію, орієнтовану на безпосереднє регулювання рівня інфляції, тобто інфляційне таргетування при вільно плаваючому курсі. Щодо можливості використання режиму фіксованого валютного курсу, то в умовах України цей варіант може мати форму або валютного бюро, або заміни гривні однією з основних валют, долара або євро, у якості офіційної грошової одиниці. Надалі ми розглянемо більш детально режим валютного бюро. Його основні характеристики полягають у наступному:

- курс національної валюти до валюти-лідера фіксується назавжди у законодавчому порядку;
- грошова база повинна мати 100-процентне покриття чистими міжнародними активами центрального банку;
- центральний банк відмовляється від будь-яких активних операцій з внутрішніми активами (стерилізації); це означає, що зміни в грошовій базі відбуваються винятково в результаті змін у міжнародних активах.

На мою думку, в Україні є політичні, інституційні й економічні умови для забезпечення необхідної довіри до режиму валютного бюро, якщо таке рішення було б прийняте. В цілому, назавжди зафіксований валютний курс має сприяти зниженню інфляції та процентних ставок до рівня, близького відповідному

рівню країни валюти-якоря. Однак, з огляду на високий вихідний рівень інфляції в Україні і різниці в рівнях цін, процес вирівнювання цих рівнів і інфляційної конвергенції може розтягнутись на декілька років. У будь-якому випадку втрачається внутрішній контроль над рівнем інфляції, і навіть у майбутньому, після завершення процесу конвергенції цін, зберігається ризик автоматичного «імпорту» інфляції в результаті її підвищення в країні валюти-якоря або різких змін у крос-курсах. Режим валютного бюро можна ввести в Україні досить швидко, і він не буде радикально відрізнятися своєю інструментальною логікою від типу проміжного режиму, що використовувався протягом останніх 6 років. Він не буде також шоком для економічних суб'єктів і населення, що звикли до стабільного курсу. Крім того, у НБУ є достатній обсяг валютних резервів для забезпечення 100-процентного покриття грошової бази [2]. Однак виникає кілька питань економічного та технічного характеру, які необхідно вирішити до введення цього режиму. По-перше, – це вибір валюти-якоря. Дотепер гривня (як і більшість національних валют країн СНД) була фактично „прив'язана” до долара США.

Плаваючий валютний курс самостійно (вільно) формується на валютних біржах (ринку) під впливом попиту і пропозиції. При змішаному валютному курсі держава вибирає валютний режим з урахуванням конкретної економічної ситуації, намагаючись подолати абсолютизацію жорсткого фіксування чи вільного плавання. Змішаний валютний курс іншими словами можна охарактеризувати як контрольований плаваючий курс. Однією з форм такого контролю є введення так званого курсового валютного коридору – встановлення мінімального і максимального значення відхилення валютного курсу.

Режимом вільно плаваючого валютного курсу також передбачається встановлення валютних курсів на підставі приватного попиту та пропозиції на іноземну валюту. При цьому змінюється валютний курс, але не рівень міжнародних резервів країни, що сприяє автоматичному відновленню платіжного балансу.

За сучасних умов режими фіксованого та вільно плаваючого курсів у чистому вигляді практично не застосовуються, діють їх модифікації: фіксований, але регульований валютний курс та курс керованого плавання.

Режим керованого плавання означає, що уряд виходить на ринки іноземної валюти, щоб вплинути на валютний курс, але не зобов'язується підтримувати його фіксованим. Залежно від характеру втручання центрального банку при змінах приватного попиту та пропозиції іноземної валюти можуть змінюватися валютні курси та/або міжнародні резерви.

Зі скасуванням золотого стандарту фіксовані та плаваючі режими, по суті, стали операційними різновидами плаваючого валютного курсу. Країни, що увійшли до Європейської валютної системи, підтримували свої валютні курси фіксованими між собою. Водночас їхні валюти перебували у спільному плаванні щодо інших валют, зокрема долара США.

Різниця між двома полярними режимами значною мірою полягає у технічній стороні забезпечення відносної стабільності обмінних курсів національних валют, коли вони коливаються одна відносно одної. Але й ці, суто операційні відмінності поступово стираються. За умов зростання мобільності капіталу та збільшення обсягів зовнішньої заборгованості країнам доводиться вдаватися до все частіших і все незначніших коригувань фіксованих обмінних курсів. Це необхідно для того, щоб підтримати рівноважний курс і протистояти потрясінням, які мають незворотний характер [1, с. 89-90].

При плаваючих режимах під впливом таких факторів, як стан ВВП, обсяг зовнішньої заборгованості, динаміка внутрішньої та зовнішньої пропозиції грошей тощо, відбувається безперервний рух обмінного курсу; фіксованим режимам притаманні перервність (дискретність) та більша амплітуда змін курсу. Тому при застосуванні фіксованих обмінних курсів сумарний дисбаланс, обумовлений відхиленням офіційно встановлених паритетів від реальних валютних курсів, може призвести як наслідок до суттєвого зростання інфляції. До цього спричиняються недостатня динаміка товарного ринку та ринку праці, залежність від імпорту, а найбільше те, що значне зниження курсу суб'єкти

ринку розцінюють як результат неефективності економічної політики уряду. Брак довіри до економічної політики завжди супроводжується підвищенням темпів інфляції.

За сучасних умов і плаваючі, і фіксовані курси, щоб ефективно функціонувати, потребують регулювання з боку держави. Це підтверджує практика економічно розвинутих країн (де, як правило, застосовуються плаваючі курси): втручання центральних банків у доларовий ринок в останні десятиліття значно посилилося порівняно з періодом існування бреттонвудської системи. Фактично йдеться про координоване втручання групи центральних банків з метою проведення єдиної курсової політики. Прикладом тому — домовленість у вересні 1985 року керівних грошово-кредитних установ країн так званої Великої п'ятірки — Франції, Німеччини, Великобританії, Японії та США (нині це ж стосується Великої сімки) — про спільні дії, спрямовані на стимулювання тенденцій до зниження вартості долара. Така узгоджена курсова політика проводилась і в подальшому.

Відтак довгострокове підвищення попиту на міжнародні резерви, яке спостерігалось після падіння бреттонвудської системи, можна пояснити як подальшим застосуванням фіксованих валютних режимів, так і втручанням центральних банків країн із розвинутою ринковою економікою за умов керованого плавання курсу.

За сучасних умов і плаваючі, і фіксовані курси для свого ефективного функціонування потребують регулювання з боку держави, набір інструментів для якого залежить від ступеня ринкової трансформації економіки [2, с. 104-105].

Зазначимо, що існує суттєва різниця між можливостями впливу на грошово-кредитну політику за фіксованих валютних курсів і використанням короткострокових грошово-кредитних коливань із метою стабілізації (але не фіксації) обмінного курсу при плаваючому режимі. У першому випадку політика позбавлена найменшої самостійності і цілковито підпорядкована завданню утримувати заявлений обмінний курс — навіть тоді, коли змінилися

фактори, що його визначають. При цьому за умов нестабільного попиту на гроші валютний курс використовується як показник, орієнтир грошово-кредитної політики.

Застосування режиму плаваючого курсу в Україні, по-перше, потребує скасування регулятивних антикризових заходів щодо організації торгівлі іноземною валютою, які тимчасово запровадили уряд та НБУ, щоб утримати курс гривні у визначених межах. Однак нинішній стан платіжного балансу не дає змоги відмовитися від застосування адміністративних важелів підтримки валютного курсу в Україні.

По-друге, фінансові ринки в Україні недостатньо розвинуті для того, щоб Національний банк міг ефективно застосовувати непрямі інструменти регулювання валютного курсу — облікову ставку та операції на відкритих ринках із метою впливу на рівень процентних ставок і потенційний рівень прибутковості. Це робить проблематичним перехід до гнучкішого валютного курсу. По-третє, існує загроза політичного тиску щодо емісії грошей у разі відміни зобов'язань уряду України підтримувати валютний курс у визначених межах, що може призвести до нестабільності плаваючого валютного курсу.

Неадекватний розвиток ринку ОВДП спричинив деградацію фінансових ринків в Україні, зумовив надвисокі процентні ставки та призвів до вилучення грошей із реального сектора економіки і, як наслідок, поширення грошових сурогатів.

Крім того, за відсутності форвардного валютного ринку в Україні страхування валютного ризику зовнішньоторговельних угод можна забезпечити лише з допомогою прив'язки курсу гривні до вільно конвертованої валюти.

Саме відсутність зазначених передумов звела нанівець спробу Росії відмовитися 2 вересня 1998 року від практики підтримки курсу рубля щодо долара США у межах майже вдвічі розширеного валютного коридору. Центральний банк Росії змушений був повернутися до моделі жорстко керованого валютного курсу і заявити, що до кінця 1998 року утримуватиме курс на рівні, не нижчому 20 рублів за долар. Ці зобов'язання за умов обмежених валютних резервів Росії (як, власне, і в Україні) підтримуються

системою адміністративної регламентації торгів іноземною валютою [10, с. 63-65].

За сучасних умов і плаваючі, і фіксовані курси для свого ефективного функціонування потребують регулювання з боку держави, набір інструментів для якого залежить від ступеня ринкової трансформації економіки.

Зазначимо, що існує суттєва різниця між можливостями впливу на грошово-кредитну політику за фіксованих валютних курсів і використанням короткострокових грошово-кредитних коливань із метою стабілізації (але не фіксації) обмінного курсу при плаваючому режимі. У першому випадку політика позбавлена найменшої самостійності і цілковито підпорядкована завданню утримувати заявлений обмінний курс — навіть тоді, коли змінилися фактори, що його визначають. При цьому за умов нестабільного попиту на гроші валютний курс використовується як показник, орієнтир грошово-кредитної політики.

За цих обставин зростає роль ціни на фінансові активи процентних ставок. Вони є одночасно і проміжним орієнтиром, і показником ефективності грошово-кредитної політики: операції центрального банку на відкритому ринку поряд зі встановленням облікової ставки стали основним інструментом регулювання плаваючих валютних курсів у розвинутих ринкових економіках.

Отже, курсовий режим як такий не впливає на фактори, що визначають динаміку курсу: визначальними чинниками є ефективність та адекватність економічної і валютної політики. Проте чим гнучкіший курс, тим успішніше амортизує він потрясіння, обумовлені накопиченими в економіці дисбалансами [5, с. 56-58].

Перевагами плаваючих валютних курсів можна вважати те, що визначаються вони в основному ринковими силами під впливом попиту та пропозиції, і відображають реальний стан економіки держави. Якщо ринки працюють ефективно і валютний курс вільно плаває, то в спекулянтів не буде можливості отримувати прибуток за рахунок центрального банку. Попит та пропозиція на іноземну валюту буде балансуватись ринком і в центрального

банку не буде потреби проводити валютну інтервенцію. Тому зовнішні потоки не будуть впливати на внутрішні монетарні показники і буде проводитись незалежна грошово-кредитна політика.

Недоліками плаваючих валютних курсів можна вважати те, що може виникнути ситуація, коли валютний курс може перебувати на необумовленому економічними прогнозами рівні. Майбутній валютний курс може бути взагалі не визначеним, що може створити труднощі для підприємств в сфері планування та ціноутворення. В деяких ситуаціях від невизначеності прогнозу валютного курсу можна застрахуватися використовуючи форвардні або ф'ючерсні угоди, проте такі дії супроводжуються додатковими витратами.

Проведення зваженої внутрішньої грошово-кредитної політики може бути порушено, коли уряд та центральний банк, не маючи можливості протидіяти падінню валютного курсу, вимушені будуть проводити інфляційну бюджетну та грошово-кредитну політику.

Перевагами фіксованого валютного курсу можна вважати те, що фіксований валютний курс, коли він стабільний, дає підприємствам учасникам зовнішньоекономічної діяльності основу для планування та ціноутворення. Режим фіксованого валютного курсу може використовуватися у випадках, коли в державі не достатньо розвинені інструменти для проведення ринкової грошово-кредитної політики.

Недоліком фіксованих валютних курсів можна вважати те, що на сьогоднішній день не існує надійного способу для визначення, чи г обраний валютний курс оптимальним. Ні уряд, ні центральний банк не можуть з впевненістю сказати, що вони краще за ринок знають в якій точці знаходиться курс рівноваги.

Крім того, центральному банку необхідно мати достатню кількість валютних резервів, та бути готовим провести валютну інтервенцію. Порівняння фіксованих та плаваючих валютних курсів і відповідно систем валютного регулювання дають змогу зробити висновок, що жодна з цих систем на має суттєвих переваг. Плаваючі валютні курси як правило не стійкі що до

короткострокових періодів, проте в довгостроковій перспективі вони достатньо гнучкі і відображають стан економіки. Фіксовані валютні курси мають перевагу з точки зору короткострокової стабільності, але вони виявляються надзвичайно нееластичними в довгостроковій перспективі. У зв'язку з цим, більшість країн віддають перевагу керованому плаваючому валютному курсу [8, с. 42-43].

4. Політика підвищення глобальної монетарної стабільності

Більшість позицій стосовно макроекономічних та фінансових проблем, пов'язаних з валютним курсом, спонукають до пошуку альтернативних монетарних режимів, адекватних процесам глобалізації. Якщо на прикладі розвинутих країн здебільшого мова йде про монетарну інтеграцію, то на прикладі країн, що виникають, міркування скеровуються у бік саме спрощення та уніфікації, аніж, власне, інтеграції. Незважаючи на такі відмінності, в економічній науці продовжує зберігатись погляд на глобальну монетарну інтеграцію під кутом зору проблеми валютного курсу.

Так, С. Шмуклер прямо вказує на те, що “дебати про світову валюту є частиною загальних дебатів про те, чи повинна країна підтримувати плаваючий або ж фіксований валютний курс”. Відштовхуючись саме від таких позицій, він стверджує, що “основна вигода від світової валюти – усунення невизначеності щодо валютних курсів – насправді не така важлива як про це думають”. Невипадково, що більшість досліджень міжнародних монетарних режимів так і не можуть вийти за рамки дилеми вибору оптимального валютно-курсового режиму. Про це яскраво свідчать окремі праці, побудовані за принципом виявлення довгострокових тенденцій трансформації міжнародного монетарного устрою, його адаптації до криз типу Азійської, аналізу протистояння по лінії “долар – євро”. Акцент на тому, що ефективні центральні банки в сукупності з мобільними міжнародними інституціями, покликаними врегулювати кризові ситуації, можуть досягти вагомих результатів у сфері забезпечення глобальної монетарної та фінансової стабільності, слід визнати невиправдано оптимістичним. Більш скептичний погляд на цю проблему висловлює П. Боулес, який зазначає, що неоліберальна модель глобалізації дійсно поставила під ризик існування національні валюти. Однак, найбільшою проблемою є те, що серед теоретиків неоліберального напрямку не спостерігається однозначної

позиції щодо ролі валют у сучасному глобалізованому світі. Валюта повністю залишається на “відкуп” політиці, внаслідок чого окремі країни можуть продемонструвати успіху адаптацію до викликів глобалізації, а інші преречені залишатись в епіцентрі перманентного конфлікту між процесами глобалізації та валютно-курсовою політикою.

З одного боку, таку позицію слід визнати більш реалістичною, порівняно з підходами, які приховують апологетику національно-центричного погляду на глобальну фінансову стабільність. Як показав приклад глобальної фінансової кризи 2007–2008 рр., остання може настати навіть за прийнятних макроекономічних показників, що явно іде всупереч з практично усіма історичними прикладами глобальних фінансових потрясінь. Це відкидає сумну тінь на виправданість взагалі будь-якої догматизації підходу, в рамках якого достатньо досягнути внутрішньої макроекономічної стабільності, забезпечити інституціональний захист центрального банку, зорієнтованого на цінову стабільність, щоб уникнути серйозних потрясінь та ізолювати негативний вплив на економіку країни зовнішніх шоків. Сформований рівень інтеграції та взаємозалежності вимагають глобально-центричного погляду на потрясіння, внаслідок чого і побудова адекватного монетарного режиму має спиратись на принципи глобально-центризму. З іншого боку, *status quo* у сфері глобального регулювання в широкому розумінні цього терміна та, конкретно, в аспекті міжнародного монетарного устрою залишає без відповіді багато питань, які стосуються структурних асиметрій та диспропорцій, що загрожують постійною реплікацією криз та стресів. Проміжну позицію займають розвідки, які наголошують на реформізмі у сфері глобального регулювання на основі запровадження глобальної валюти, але відштовхуються від проблеми валютних курсів. Яскравим прикладом тут виступають праці М. Бонпассе, який на сьогодні є одним з найактивніших популяризаторів ідеї запровадження єдиної глобальної валюти на основі функціонування глобального валютного союзу з глобальним центральним банком.

Аргументація Бонпассе на користь такої радикальної новації вкрай проста. Умовно її можна звести до таких складових: А) Аналіз звітів про фінансові результати провідних глобальних компаній дає змогу побачити, що зміни валютного курсу призводять до таких зрушень у показниках прибутковості, які вимірюються мільярдами. Звідси Бонапсе проводить пряму аналогію: усунення валютних курсів елімінує збитки від зміни валютних курсів, що одразу дасть змогу збільшити можливості у сфері інвестицій. Б) Усунення валютного ризику дасть змогу знизити процентні ставки, тим самим заохочуючи інвестиції по всьому світу. На думку автора, з валютним ризиком пов'язана ситуація з відносно заниженою вартістю глобальних фінансових активів порівняно з тою, яка могла би бути у випадку відсутності невизначеності зміни курсових коливань і, відповідно, її виключення з процедури оцінювання вартості фінансових інструментів. В) Валютний курс привносить значні трансакційні витрати в систему глобальної комерції, що є прямими економічними втратами. Незважаючи на відносну очевидність значних втрат на мікрорівні від змін валютного курсу, підхід Бонпассе до проблеми скоріше суто бухгалтерський: представити збитки від зміни валютного курсу в одних, ігноруючи прибутки від цього в інших компаній. Так само, відсутність збитків від усунення валютних курсів ще абсолютно не гарантує, що такі суми одразу перетворяться на інвестиції. Трансакційний аспект усунення курсових коливань загалом не новий, що відомо з часів активного обґрунтування створення Європейського валютного союзу і на сьогодні ця складова пояснює те, чому світ повинен рухатись у напрямі монетарної інтеграції, в принципі, не викликає серйозних застережень. Найбільш яскравим прикладом тут є функціонування фінансового ринку у Європі, що під впливом переходу на євро отримав фундаментальні стимули для свого розвитку та підвищення ефективності. Що ж до аргументу про усунення валютного ризику в структурі процентних ставок, то він також не є новий. Будь-яка практична концепція формування валютного союзу спирається на

презумпцію зниження процентних ставок як стимулу для інвестицій внаслідок усунення валютного ризику.

Однак ситуація з окремим валютним союзом та глобальною економікою в цілому не є тотожною. В першому випадку зниження процентних ставок за рахунок усунення ризику курсових коливань дійсно створює сприятливі стимули для інвестицій, оскільки можливості їх залучення для кожного окремого члена союзу покращуються. Розрив між ставками, очищеними від валютного ризику, і рівноважним рівнем ВВП, зайнятості та інфляції може бути подоланий як статично, так і динамічно завдяки змінам в обсягах заощаджень, інвестицій та чистого експорту. Потоки капіталу їх врівноважать і в розрізі членів союзу, і в глобальному контексті, оскільки окремий валютний союз є складовою глобальної економіки. У другому випадку ситуація буде відрізнятися тому, що глобальна економіка є закритою системою, отже одномоментне загальне зниження процентних ставок ще не гарантує ні статичного, ні динамічного розширення інвестиційних можливостей, оскільки природний рівень глобального ВВП та зайнятості не можуть змінитися тільки відповідно до зниження глобальних ставок.

З цих міркувань теоретичне обґрунтування глобальної монетарної інтеграції повинно спиратись на більш системну аргументацію, порівняно з розглянутими вище доводами, які є не стільки теорією, скільки спекуляцією з приводу привабливих ідей. На відміну від Бонпассе, Ф. Мошіріан пропонує більш узагальнений підхід до проблеми глобальної монетарної інтеграції. Він наводить приклад запровадження єдиної валюти в США у XIX ст. та Європи у XX ст., що було потужним джерелом усунення курсової нестабільності та створило потужні передумови для розвитку фінансових ринків як основи для експансії міжнародного бізнесу, стверджуючи, що на сьогодні ми маємо технології, які зроблять процес монетарної інтеграції в цілому світі менш болісним, ніж той, з яким стикнулись у свій час США та Європейський Союз.

З іншого боку, запровадження єдиної світової валюти не може відбуватись осторонь процесу глобалізації інституцій у сфері регулювання та

представництва. Глобальні суспільні блага, які вже виникли сьогодні, повинні бути доповнені глобальними грішми з відповідним інституціональним підкріпленням в аспекті легітимізації функціонування світового уряду, парламенту та центрального банку.

З одного боку, акцентування тільки на тому, що усунення курсової нестабільності є глобальним суспільним благом, не сприяє розумінню того, чому перехід до глобальних грошей виправданий. Зокрема, це пов'язано з тим, що засобами посилення глобальної фінансової стабільності можуть виступати національно-центричні рішення у сфері монетарної політики, наприклад, такі як зближення функцій реакцій центральних банків, симетрія їх мандатів, включення у функцію реакцій глобальних змінних тощо¹³. З іншого боку, сприйняття сфери грошового обігу як специфічної та такої, що в силу різного роду обставин є провалом ринку, відоме ще з середини XIX ст., зокрема завдяки А. Пігу. Останній наголошував, що усунення нестабільності, пов'язаної з приватно-банківською системою грошового обігу, є суспільним благом. З цих міркувань, погляд на глобальну монетарну інтеграцію з позиції ув'язки між глобальними суспільними благами та глобальною фінансовою стабільністю є методологічно виправданим. Наприклад, Д. Венер наголошує, що боротьба з валютно-фінансовими кризами є глобальним суспільним благом, оскільки останні швидко поширюються в розрізі країн, спонукаючи до колективних акцій з боку багатьох центральних банків. Однак це аж ніяк не причина того, щоб обмежувати підставу для пропозиції такого блага тільки сферою нестабільності та невизначеності валютних курсів та асоційованою з цим фінансовою крихкістю.

Тут варто визнати, що абсолютизація саме валютно-курсowego фактора фінансової нестабільності як підстави для колективних дій, що перетворили би усунення такої нестабільності на суспільне благо, генетично укорінена в розуміння базових джерел макрофінансових проблем світу. Мається на увазі, що постановка питання щодо глобального урядування та реформування міжнародного регуляторного устрою виникла саме під кутом зору актуалізації

волатильності потоків капіталу та валютних курсів, які в сукупності з проблемами у сфері монетарної політики породили світ валютних, боргових та банківських криз у взаємозалежному світі¹⁶. Вони віддзеркалюють характерне мислення “постазійського періоду”, відзначеного активними пошуками шляхів запобігання валютним та валютно-банківським кризам.

Такий ракурс неявно приховує конфлікт між тенденцією до лібералізації фінансового простору та еволюцією центральних банків, коли ще вигоди від цінової стабільності не компенсували втрати від нестабільності курсів, але, водночас, фінансова система не була трансформована на стільки, щоб генерувати дисбаланси навіть за умов цінової стабільності. Це можна висловити й іншими словами. Коли рух валютного курсу в країнах, що розвиваються, відбувався вниз, це сприймалось як прояв кризових процесів і ніхто не міг передбачити, що відсутність руху курсу вгору створить не менш серйозні проблеми для глобальної економіки. Тобто курсові коливання можуть бути не більш загрозливими, ніж їхня відсутність. Звичайно, існує величезна різниця між поточною волатильністю, яка створює проблему непрогнозованості та невизначеності у короткостроковому періоді, та невизначеністю щодо руху у бік рівноважних валютних курсів. Наприклад, цю проблему активно пробує вирішити Дж. Вільямсон, пропонуючи систему “відповідних валютних курсів” (reference rate system), яка передбачає, що курс симетрично повинен рухатись як вгору, перешкоджаючи надмірному нагромадженню валютних резервів, так і вниз, запобігаючи їх масштабній втраті. Це також має прямі наслідки для процентних ставок та контролю за потоками капіталу. Визначення таких курсів повинно відбуватись під егідою МВФ і загалом вирішити проблему намагання ухилитись від рівноважних змін курсових паритетів.

Втім, акцентування саме на курсах не дає змогу побачити цілий набір проблем, які впливають із розриву між національно-центричною монетарною політикою, фінансовою інтеграцією та дедалі значимішою глобально-центричною детермінацією фундаментальних макроекономічних процесів. Саме тому побудова принципів глобального регулювання винятково на основі

пошуку варіантів розв'язання дилеми валютних курсів обмежена. Таке розуміння робить передумови для того, щоб рівновага, пов'язана з пропозицією та корисністю такого глобального суспільного блага як стабільність, завжди була частковою, а теоретичний контекст її утворення занадто звужений, навіть порівняно зі своїм історичним прототипом, який явно передбачає включення усього спектру монетарних проблем у вектор виходу із зони провалів ринку.

Екстраполюючи це на сьогоденішню ситуацію, можна побачити, що сформований рівень глобалізації демонструє тенденцію перетворення окремих країн на окремих своєрідних індивідів, зближення ознак політики перших та поведінки других, внаслідок чого система глобального регулювання, принаймні з точки зору позитивної теорії, цілком правомірно може спиратись на концепт провалів ринку та суспільних благ. А це, у свою чергу, вимагає виходу за межі рамок дискусій тільки про роль валютних курсів у генеруванні глобальної фінансової нестабільності та переходу до розгляду цього питання по всьому фронту монетарних джерел останньої і зв'язків між ними.

Висновки

З розглянутого матеріалу можна сказати, що Валютний курс є одним із ключових параметрів міжнародних валютних відносин. Величина валютного курсу та режим його функціонування впливає практично на всю систему макрота мікроекономічних показників країни, на її конкурентні позиції у світовій економіці, перерозподіл ресурсів, збалансованість платіжного балансу тощо. Тому визначення валютного курсу та управління ним є важливим елементом економічної політики кожної держави.

За умов золотого стандарту рівень валютних курсів визначався рівнем золотого паритету валют, тобто співвідношенням їх золотого вмісту. Валютний курс міг відхилятися від золотого паритету тільки на вартість перевозу золота золотого однієї країни в іншу. Межі відхилення валютного курсу від валютного паритету називалися золотими точками.

Фіксований валютний курс часто виявляється бомбою уповільненої дії, яка в певний момент спрацьовує і наносить економіці свій руйнівний ефект. Саме тому більшість світових експертів в області економіки і фінансів вважають, що в політиці ціноутворення національної валюти краще використати гнучкий (плаваючий) валютний курс. Таку політику з лютого 2014 року почала проводити Україна в процесі своєї євроінтеграції та дотримуючись вимог МВФ для отримання міжнародних кредитів.

На практиці часто виходить, що деякі суб'єкти господарювання (передусім — банки) починають цілеспрямовано «розгойдувати» цей курс з метою отримання спекулятивного прибутку або ж просто захисту своїх активів в національній валюті. І навіть, незважаючи на певні санкції від Нацбанку, продовжують це робити, за що отримують нові санкції. Завдяки цьому ми зараз

маємо дуже істотну девальвацію гривні, курс якої за оцінками більшості експертів, сильно занижений і не відповідає реальному стану справ.

Взагалі перехід України до плаваючого курсу був очевидним.

Цьому сприяло те, що в нас спостерігалася вже занадто велика інфляція, а це як нам знайомо призводить до викачування коштів з золотовалютних резервів.

А якщо величина золотовалютного резерву недостатня для того щоб хоча б забезпечити звичайний імпорт товарів хоча б на 3 місяці, то ця країна фактично знаходиться в стані дефолту.

Тому зі зростанням в Україні цін на такому рівні передувало переходу України до плаваючого курсу. Хоча, на мою думку, це повинно було відбутися ще раніше. Якби це було введено раніше, то можливо не було б такої кількості невдоволених. Але ще важливу роль у такому великому ажіотажі навколо політики плаваючого курсу відіграло і те, що не всі були готові до таких радикальних змін.

Як сказала голова НБУ, Валерія Гонтарева, що «Національний банк продовжить дотримуватися політики гнучкого обмінного курсу, і курс навіть у мирний час більше ніколи не буде фіксованим. “Звертаю вашу увагу, що курс на ринку навіть у мирний час ніколи не буде фіксованим. І головним у нашій монетарній політиці буде використання системи гнучкого обмінного курсу, бо тільки плаваючий обмінний курс є протидією зовнішнім викликам і шокам».

На закінчення хочу відмітити, що будь-яке покращення завжди спочатку проходить хворобливо. Коли МВФ ставить Україні умови, то це означає тільки те, що насправді він тільки хоче бути упевненим в тому, що країна зможе повернути видані їй кредити. А повернути їх вона зможе тільки тоді, коли розвиватиметься в потрібних, перспективних напрямках, а не стоятиме на місці, погашаючи кредитами свої борги. Одним із таких потрібних напрямів і являється перехід на плаваючий валютний курс.

Список використаної літератури

1. Закон України «Про Національний банк України» від 20 травня 1999 р.
2. Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р.
3. Балов В.В Регулирование валютных отношений современного капитализма. – М., 2010.
4. Гальчинський А. С. Теорія грошей. — К.: Основи. — 2011.
5. Гроші та кредит / За ред. Б. С. Івасіва. — К., 2009.
6. Деньги, кредит, банки / Под ред. О. И. Лаврушина. — М., 2008.
7. Долан Э. Дж., Кэмпбэлл К. Л., Кэмпбэлл Г. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. — М.; Л., 2011.
8. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смонженко Т.С. Фінансовий словник. – Львів: Видавництво Державного університету “Львівська політехніка”, 2012. – 384 с.
9. “Международные валютно-кредитные и финансовые отношения” – под ред, Красавиной Л.Н. / 2004
10. Козюк В. В. Актуальні питання теоретичного обґрунтування офіційної доларизації в умовах глобалізації економіки // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – № 10. – С. 33–42.

11. Козюк В. В. Валютна композиція міжнародних трансакцій: конкуренція між долларом та євро з позиції монетарного аналізу глобальних процесів // Світ фінансів. – 2007. – Вип. 1. – С. 7–18.
12. Козюк В. В. Вплив відкритості економіки на монетарну політику: емпіричний аналіз на прикладі ОЕСР // Вісник НБУ. – 2005. – № 7. – С. 50–54.
13. Козюк В. В. Вплив глобалізації фінансових ринків на процентні ставки: аспекти монетарної політики // Вісник НБУ. – 2006. – № 4. – С. 40–43.
14. Козюк В. В. Глобалізаційні детермінанти формування та функціонування Східно-карибського валютного союзу // Галицький економічний вісник. – 2004. – № 4. – С. 9–16.
15. Козюк В. В. Глобальний монетаризм та актуальні проблеми кількісної теорії // Економіка України. – 2008. – № 8. – С. 24–35.
16. Козюк В. В. Дезінфляція на тлі глобалізаційного процесу // Фінанси України. – 2005. – № 6. – С. 40–46.
17. Козюк В. В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності // Вісник НБУ. – 2007. – № 4. – С. 34–39.
18. Олейнов А. Валютная структура международных экономических отношений в начале XXI века // Вопросы экономики. – 2005. – № 4. – С. 44–48.
19. 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.

20. 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

21. 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