



## Дослідження/

**Олексій Кузнецов**

Доктор економічних наук,  
провідний науковий співробітник  
відділу глобальних систем сучасної  
цивілізації Інституту світової економіки  
і міжнародних відносин  
Національної академії наук України

## Стабілізація світової валютної системи в контексті теоретичних підходів Дж. М. Кейнса

*Аналізуються особливості функціонування світової валютної системи від золотого стандарту до режиму вільно плаваючих валютних курсів через призму пропозицій Дж. М. Кейнса щодо забезпечення довгострокової стабільності міжнародної валютно-фінансової системи. Досліджено можливості адаптації кейнсівських рецептів до сучасних умов з урахуванням існуючих у світі геоекономічних та геофінансових дисбалансів.*

Грошові, валютні та фінансові кризи — незмінні супутники в процесах розвитку капіталізму. Причиною криз є дезінтеграція ринків грошей і ринків капіталу, коли за рахунок надзвичайного інвестування на ринку капіталів реальний сектор недоотримує тих доходів, які зазвичай забезпечують попит на кінцеву продукцію товаровиробників. Унаслідок дефіциту фінансових ресурсів на внутрішньому ринку країна вдається до хворобливого регулювання відсоткової ставки (у бік підвищення) та валютного курсу (у бік зниження) з метою, відповідно, залучення іноземного капіталу та підвищення конкурентоспроможності продукції національних виробників на зовнішніх ринках. Обидві дії, однак, ведуть до подорожчання умов рефінансування на національному ринку, а також до підвищення вартості імпортованої продукції для кінцевих споживачів. Із метою страхування від коливання відсоткових ставок та валютних курсів суб'єкти ринкової діяльності інвестують кошти в придбання різноманітних деривативів, що призводить до роздмухування ринку спекулятивних активів і спричиняє зростання нестабільності й невпевненості трансна-

ціональних контрагентів. Отже, з метою безперебійного функціонування міжнародної торгівлі світова валютна система має підлягати суворому нагляду та контролю.

Вивченню питань розвитку світової валютної системи присвячено праці багатьох видатних науковців. Найбільший внесок у дослідження цієї тематики зроблено, зокрема, Дж. Кейнсом, Р.Манделом, Ф.Бергстеном, Б.Айхенгріном, Дж. Стігліцем, В.Ханкелем, Й.Шумпетером, М.Фрідманом, Ф.Гаєком та багатьма іншими. В Україні це питання досліджують А.Гальчинський, Ю.Пахомов, О.Єременко, О.Береславська, М.Савлук, О.Шаров, С.Круглик, Т.Унковська, А.Філіпенко, З.Луцишин, Т.Шемер та інші.

Мета статті — проаналізувати особливості розвитку світової валютної системи на різних етапах її становлення, приділивши особливу увагу розгляду пропозицій Дж. М. Кейнса щодо забезпечення довгострокової стабільності міжнародної валютно-фінансової системи, вивченню можливостей їх адаптації до сучасних умов, а також аналізу геоекономічних та геофінансових проблем, що виникають у зв'язку з цим.

### МІЖНАРОДНІ ВАЛЮТНІ РЕЖИМИ

У своєму еволюційному розвитку світова валютна система пройшла три основні етапи — золотого, золотовалютного (доларового) та паперово-валютного (девізного) стандарту [1, с. 125–126]. Із XIX століття змінилися чотири міжнародних валютних режими — золотий стандарт проіснував із першої чверті XIX ст. до Першої світової війни; потім деякий час панувала змішана система міжвоєнного періоду; Бреттон-Вудський золотовалютний стандарт діяв до 1973 року, нині діюча Ямайська валютна система характеризується існуванням різних форм плаваючого обмінного курсу. Відмінності в цих стандартах можна продемонструвати за допомогою так званої трилеми грошово-кредитної політики. Трилема полягає в тому, що з трьох традиційних цілей грошово-кредитної політики — *фіксованого або стабільного обмінного курсу* (наприклад, золотого стандарту чи фіксованого курсу в рамках Бреттон-Вудської системи), *монетарної незалежності* (що дає змогу центробанку самостійно розробляти внутрішню монетарну по-

літику відносно циклів ділової активності) і *свободи міжнародного руху капіталів* — одночасно можуть досягатися лише дві цілі, третя ж буде порушена [2, с. 149–150] — див. схему.

Так, в умовах золотого стандарту підтримувалися фіксовані валютні курси та вільний рух капіталів, а держава не мала монетарної незалежності. На той час не існувало такого поняття, як міжнародний кредит. Дефіцит платіжного балансу покривався золотом. Для збільшення припливу золота центробанки були змушені підвищувати процентні ставки, що призводило до стискування національної грошової маси, зменшення внутрішнього попиту і стимулювало експорт. З метою захисту фіксованого валютного курсу від спекулятивних атак з боку світових фінансових ринків центральний банк мав постійно вживати контрзаходів у вигляді валютних інтервенцій та зміни відсоткових ставок. Усе це утруднювало його можливості щодо проведення незалежної грошово-кредитної політики та призводило до небажаних змін валютних резервів. Іншими словами, центральний банк втрачав свій грошово-валютний суверенітет.

У рамках Бреттон-Вудської системи золотовалютного стандарту підтримувалися фіксовані курси та забезпечувалася монетарна незалежність центробанків, але контроль над фінансовими потоками обмежував рух короткострокового капіталу. Регулювання дефіцитів платіжного балансу здійснювалося за допомогою кредитних механізмів МВФ та Світового банку, які перерозподіляли фінансові кошти між країнами з профіцитом та дефіцитом торгівлі. І нарешті, в умовах сучасних плаваючих курсів Ямайської валютної системи монетарна незалежність і свобода руху капіталів

досягаються за рахунок відмови від фіксованих курсів. Дефіцит платіжного балансу регулюється шляхом девальвації валют або прямого контролю імпорту (протекціонізму). Така політика неефективна, оскільки девальвація, як і протекціонізм, призводить до зниження реальних доходів унаслідок подорожчання й дефіциту товарів та втрати платоспроможності.

Зауважимо, що в історії не було іншого періоду, ніж за часів золотого стандарту, коли валютні курси мали більшу стабільність. Світова валютна система була майже такою ж метричною, як і національна, а монетарною віссю цієї системи був фунт стерлінгів, проте в зовсім іншому розумінні, ніж сьогодні долар США.

По-перше, фунт стерлінгів виступав не “останнім”, а лише “передостаннім” засобом міжнародної ліквідності — у будь-який час англійська валюта могла бути конвертована в золото за твердим курсом. При цьому Банк Англії гарантував викуп своїх фунтів не тільки за кількістю, а й за номінальною вартістю, підтримуючи твердий курс унції чистого золота у 3 фунти 17 шилінгів 9 пенсів. Гарантії цінової та вартісної стабільності забезпечували фунту стерлінгів статус і престиж світової валюти, оскільки всі інші валюти орієнтувалися на лондонську ціну золота для переведення золотого вмісту, масштабу цін та гарантії цінової і вартісної стабільності власних валют. Таким чином, на кшталт того, як міжнародний еталон метра, виготовлений зі сплаву платини та іридію зберігався в Парижі, монетарний еталон вартості золотого стандарту знаходився в Лондоні.

По-друге, за часів золотого стандарту не існувало валютного курсу як засобу відображення різниці між

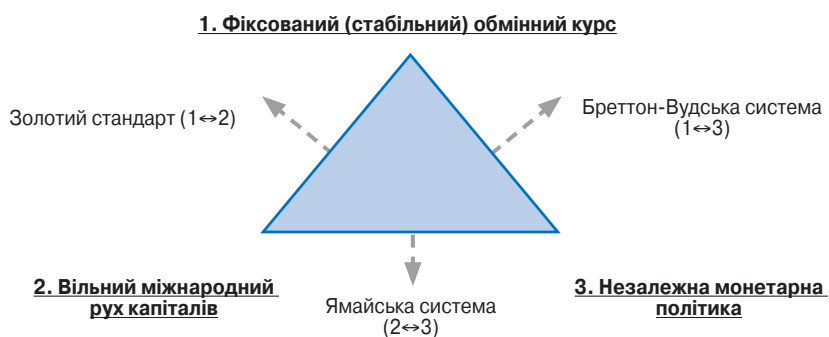
внутрішньою та зовнішньою вартістю грошей. Обидві вартості визначалися через однаковий засіб — золото. Грошова стабільність не виражалася через фіксацію цінового індексу споживчого кошика чи купівельної спроможності. Як для громадян Англії, так і для іноземців еквівалентом грошової стабільності виступало золото, а не його купівельна спроможність. Загроза втрати валютою своєї вартості мала не внутрішній, а зовнішній характер, що спричинялася дефіцитом платіжного балансу. Оскільки в розрахунках між центральними банками на той час кредит використовувався в дуже обмежених обсягах, дефіцит платіжного балансу мав покриватися готівкою, тобто золотом. Із метою дотримання правила золотого покриття банк був змушений або скорочувати обіг паперових грошей, або підвищувати відсоткову ставку, щоб залучити кредитні кошти для фінансування дефіциту платіжного балансу та запобігти подальшому впливу золота.

Таким чином, за золотого стандарту збереження золотого покриття та підтримання стабільного валютного курсу досягалися шляхом підвищення відсотків, навіть якщо це призводило до рецесії, кризи та безробіття. Із завершенням епохи золотого стандарту забезпечення бездефіцитності платіжного балансу втрачало пріоритет.

Золотий стандарт діяв майже бездоганно з 1821 року (коли після закінчення наполеонівських війн у статуті Банку Англії було відновлено офіційну конвертованість фунта стерлінгів у золото) до початку Першої світової війни і потім з деякими ускладненнями — до 1931 року. Однак унаслідок Великої депресії та розбалансування міжнародної торгівлі багато країн світу виявилися неспроможними забезпечувати подальшу конвертацію національних валют у золото й підтримувати їх фіксований курс. Таким чином, головні системні ознаки золотого стандарту було порушено.

З метою стабілізації світової валютної системи в липні 1944 року на американському лижному курорті Бреттон-Вудс (США, штат Нью-Гемпшир) члени антигітлерівської та антияпонської коаліції провели міжнародну валютну конференцію, на якій 45 країн-учасниць погодили текст угоди про створення нового світового валютного порядку, що

Трикутник несумісності грошово-кредитної політики



одержав назву Бреттон-Вудської системи. Центральним елементом її став Міжнародний валютний фонд (МВФ, Фонд)<sup>1</sup>. З метою запобігання знеціненню національних валют МВФ був зобов'язаний надавати короткострокові кредити центральним банкам країн — членів Фонду для фінансування дефіциту платіжного балансу. Поряд із МВФ була створена сестринська організація — Світовий банк, метою якого стало кредитування структурних реформ у країнах, що розвиваються, для уникнення дисбалансів у міжнародній торгівлі.

### КРИЗА БРЕТТОН-ВУДСЬКОЇ СИСТЕМИ

**Н**а Бреттон-Вудській конференції було запропоновано два плани реорганізації валютно-фінансових відносин: від США і Великобританії. Британський план розробив Дж. М. Кейнс, який на той час був радником Банку Англії та керівником британської делегації на цій конференції. Кейнс запропонував створення міжнародного платіжного союзу (International Clearing Union) як прототипу наднаціонального світового центрального банку, який водночас виконував би функції рефінансування й резервування для національних центральних банків. Розрахунковим і резервним засобом мали б слугувати емітовані цим банком світові гроші — банкор<sup>2</sup> (попередник сучасних Спеціальних прав запозичення — СПЗ). Кейнс запропонував також оригінальний механізм збалансування розрахунків у зовнішній торгівлі. Він виходив із тієї логіки, що в закритій системі (якою є, наприклад, Бреттон-Вудська) дефіцити одних країн мали викликати профіцити інших або навпаки. Тому потрібно уникати обох причин, що виводили систему з рівноваги.

Отже, Кейнс вважав, що не тільки країни з дефіцитом платіжного балансу, а й країни з його профіцитом мають обкладатися штрафом у вигляді відсотків із прогресивною ставкою. За кожний експортований товар країна мала одержувати на свій рахунок банкори, а за кожний імпортований товар банкори віднімалися. Країни повинні докладати зусиль для підтримки балансу рахунку банкорів

близьким до нуля. Якщо країна накопичувала занадто багато банкорів, то певний відсоток цього профіциту віднімався й додавався в резервний фонд Міжнародного платіжного союзу. Цей штраф повинен був заохочувати країни з профіцитом купувати товари в країн із дефіцитом, щоб світовий торговельний баланс підтримувався у стані рівноваги [3].

У сучасних умовах функціонування подібного механізму мало б приборкувати політику експортної експансії таких країн, як Китай, Німеччина, Японія. Крім того, за рахунок грошей урядів багатих країн Кейнс пропонував створити Структурний фонд для країн, що розвиваються, з метою надання їм фінансової допомоги.

Запропонована Кейнсом методика розрахунків квот членів союзу і відхід від золота до світових грошей відображали бажання Великобританії зберегти незалежність своєї валютної політики від США. Тому американські експерти розкритикували план Кейнса, й замість нього був прийнятий план Г.Д. Вайта — представника Міністерства фінансів США. Від пропозицій Кейнса залишилися лише дух і мета, а запропонований інструментарій було проігноровано. Замість банкора в ролі офіційного резервного та розрахункового засобу прийняли долар. Ідея симетричного вирівнювання платіжного балансу була відкинута взагалі. Натомість США запропонували інші механізми фінансування — зокрема план Маршалла та допомогу розвитку й роззброєнню. Таким чином, віднині тільки боржник асоціювався із поганим господарем, до якого мала застосовуватися “система штрафів” у вигляді сплати відсотків за отримані кредити. Це повністю відповідало місцю США у світі, які після Другої світової війни перетворилися на нетто-експортера та нетто-кредитора. Замість світового центрального банку було створено МВФ, а місце Структурного фонду зайняв Світовий банк. Згодом Кейнс так прокоментував це рішення: “з мого банку вони зробили фонд, а з мого фонду — банк” [4, с. 22–23].

Бреттон-Вудська система, як і система золотого стандарту, базувалася на дотриманні принципу фіксованих валютних курсів, що відома також як система паритетів, оскільки курси валют усіх країн — членів МВФ були прив'язані до долара і не могли відхилятися від установлених паритетів більш як на 1% без погодження

з МВФ. Лише долар міг конвертуватися в золото, інші валюти — тільки шляхом їхнього попереднього обміну на долари. У цьому сенсі долар виступав прототипом світових грошей.

З метою збереження провідних міжнародних позицій долара протягом більш як 35 років (1934–1971 рр.) під тиском США підтримувалася занижена офіційна ціна золота (35 доларів за 1 тройську унцію — 31.1035 г), яка служила базою офіційного масштабу цін і паритетів валют. Вільна (приватна) купівля-продаж золота була заборонена. Під впливом державного регулювання офіційна ціна золота значно відставала від його реальної вартості. Але Статут МВФ зобов'язав уряди країн-членів проводити операції з золотом лише за офіційною ціною для підтримки незмінного золотого вмісту долара і його репутації як резервної валюти. З цієї ж метою вперше в історії протягом 1961–1968 рр. здійснювалося міждержавне регулювання ринкової ціни золота через золотий пул.

Для того, щоб забезпечити центральні банки інших країн необхідною кількістю доларів для формування національних валютних резервів, необхідно, аби у США постійно спостерігався дефіцит платіжного балансу. Але такий дефіцит підривав довіру до долара й знижував його цінність у ролі резервного активу. Щоб згладити протиріччя між міжнародним характером використання й національною природою долара, в 1969 році МВФ створив власну резервну безготівкову валюту, котра отримала назву “Спеціальних прав запозичення” (СПЗ).

Однак крах Бреттон-Вудської системи на той час уже був неминучим. У результаті фінансування США війни у В'єтнамі доларова маса значно зросла, що спровокувало розвиток інфляційних процесів та дефіцит американського платіжного балансу. Почалася “втеча від долара”, якій посприяв президент Франції генерал Шарль де Голль. У 1965 році він пред'явив США до обміну за офіційною ціною (35 доларів за унцію) 1.5 мільярда доларів з офіційних резервів Франції. Вибухнув скандал. США стали тиснути на генерала через НАТО. У відповідь де Голль оголосив про готовність Франції вийти з НАТО, ліквідувати 189 натовських баз на території Франції та вивести 35 тисяч солдатів об'єднаних військ. Оскільки всіх необхідних формальностей було дотри-

<sup>1</sup> Німеччина та Японія приєдналися до цієї угоди лише у 1952 році.

<sup>2</sup> Запропонований Дж. М. Кейнсом термін “банкор” походить від англійського слова bank та французького or — золото.



мано, з 1965-го по 1967-ий рік США були змушені віддати Франції 3 000 тонн чистого золота за твердим курсом [5, с. 273]. Генерал де Голль створив для США найнебезпечніший прецедент. Слідом за Францією до обміну на золото пред'явили долари Німеччина та Японія. У період із 1949 по 1970 рік золоті запаси США скоротилися більш як удвічі – з 21 800 до 9 838.2 тонни. Якщо в 1949 році централізовані запаси золота США оцінювалися в 24.6 млрд. доларів (і становили понад 70% офіційних золотих резервів країн капіталістичного табору), що в 3.15 раза перевищувало загальну суму доларів, розміщену в центральних банках світу, то в 1971 році їхня вартість становила лише 11.1 млрд. доларів, що було в 6 разів менше доларових активів, які перебували в міжнародному обігу [6, с. 22].

У 1971 році США припинили конвертацію долара у золото, а у 1973 році – підтримку фіксованого курсу долара, що означало кінець Бреттон-Вудської системи. Інші країни перейшли спочатку до вільного, а згодом і до контрольованого плавання своїх валют. У 1978 році було остаточно юридично оформлено Ямайську валютну систему вільно плаваючих валютних курсів, що формально діє й сьогодні, але фактично означає відсутність системи, оскільки чинна квазісистема не забезпечує стабільності міжнародного валютно-фінансового обігу.

Отже, в сучасних умовах розбалансування системи міжнародної торгівлі реанімація рецептів Дж. М. Кейнса є цілком актуальним завданням, особливо з урахуванням того, що починаючи з кінця 1960-х рр., США поступово перетворилися на найбільшого в світі боржника і нетто-імпортера.

### АКТУАЛІЗАЦІЯ РЕЦЕПТІВ ДЖ. М. КЕЙНСА

**Н**а час розробки механізмів МВФ передбачалося, що країни пред'являтимуть рівномірний попит на валюти країн – членів Фонду для збалансування своїх міжнародних рахунків, але на практиці кредити надаються переважно в доларах. Таким чином, становище США у ролі боржника є доволі специфічним, оскільки саме ця країна (а не МВФ) виступає у ролі кредитора останньої інстанції та постачальника ліквідності на світові ринки. Крім того, МВФ змушений увесь

час звертатися до США для отримання необхідного обсягу доларів для видачі стабілізаційних кредитів країнам-членам. На відміну від інших країн, які для отримання кредитів МВФ мають девальвувати власну валюту або зменшувати золотовалютні резерви, США як світовий банкір надають собі цю допомогу власноруч – за рахунок друкарського верстата, чим експортують інфляцію в решту країн світу. Отже, в світі існує подвійна асиметрія: між нетто-експортерами та нетто-імпортерами, з одного боку, та між США як найбільшим привілейованим боржником і рештою країн світу – з другого.

Як уже підкреслювалося, основу чинної світової валютної квазісистеми становлять вільно плаваючі валютні курси, які змінюються щодня і ризики цих змін практично неможливо прорахувати. Така ситуація провокує проведення валютних спекуляцій та, як наслідок, нескінченне нагромадження деривативів.

Утім, уявлення про те, що в сучасних умовах ринок можна стабілізувати лише шляхом зміни національного чи регіонального законодавства, видається досить наївним. Адже в будь-якому законодавстві можна знайти прогалини, які дають змогу обійти заборону і вийти з-під контролю регулятора, як це протягом багатьох років відбувається у сфері використання позабалансових банківських рахунків. Крім того, будь-яке нове регулювання спирається на досвід попередніх криз і не має засобів уникнення нової кризи. Приміром, остання фінансова криза, що почалася в США, базувалася на активному використанні таких інновацій, як міжбанківський ринок депозитів, сек'юритизація та створення компанії спеціального призначення (special purpose vehicle – SPV).

Так, розвиток міжбанківського ринку депозитів дав змогу фінансовим ринкам уникнути залежності від вкладників та центральних банків як традиційних постачальників грошових ресурсів. Таким чином, гроші стали створюватися всередині самої банківської системи в обхід дворівневої схеми рефінансування, яка традиційно існує між комерційними та центральними банками. У свою чергу, сек'юритизація дала змогу банкам трансформувати вже один раз укладені гроші (у вигляді іпотечних та інших кредитів) у цінні папери і, одержуючи при цьому додаткову ліквідність, здійснювати їх по-

вторне інвестування.

Таким чином, у фінансовому світі фактично було створено “вічний двигун”: сек'юритизація активів поряд із відсутністю вимог щодо створення обов'язкових резервів під міжбанківські депозити уможливили майже необмежене зростання кредитного мультиплікатора. Інновацією, яка забезпечувала безперешкодну роботу цього “вічного двигуна”, стали компанії спеціального призначення (SPV), які створювалися банками для виведення сек'юритизованих активів на позабалансові рахунки з метою їх подальшого прибуткового продажу<sup>3</sup>. Створені у формі банківських дочірніх підприємств компанії спеціального призначення розглядалися регуляторами як цілком платоспроможні, доки зазначені сек'юритизовані активи не стали токсичними.

Постає питання: яким чином потрібно реформувати світову валютну систему, аби унеможливити подальшу ескалацію кризових явищ у міжнародній економіці та стабілізувати національний економічний розвиток? Вихід із ситуації, що склалася, пропонує відомий німецький економіст, один із розробників проєктів запровадження єдиної європейської валюти і Спеціальних прав запозичення професор Франкфуртського університету В. Ханкель. Він вбачає шлях стабілізації міжнародної валютної системи через реанімацію Бреттон-Вудської системи, але з урахуванням здобутого після її розпаду досвіду. В. Ханкель пропонує концепцію, яка складається з чотирьох основних пунктів.

По-перше, повноваження МВФ мають бути розширені, а сам він перетворений із фонду в банк центральних банків із правом емісії системних грошей: прототипу кейнсіанського банку в його осучасненій формі Спеціальних прав запозичення. В результаті такої трансформації нова фінансова інституція стає незалежною від дотацій своїх членів. Натомість члени МВФ деномінують валютний курс своїх національних грошових одиниць в СПЗ, які завдяки цьому отримують стабільність і

<sup>3</sup> Серед сек'юритизованих активів найбільшу популярність одержали “позики, забезпечені активами/заставними” (asset/mortgage backed securities, ABS/MBS), “забезпечені боргові зобов'язання” (collateralized debt obligations, CDO) та “кредитно-дефолтні свопи” (credit default swaps, CDS).

гарантію від знецінення: національні валюти можуть (та мають за необхідності) підвищувати або знижувати свою вартість відносно СПЗ; знецінення Спеціальних прав запозичення відносно інших валют неможливе, оскільки вони виступають системним еталоном вартості, яким свого часу були долар чи золото. Отже, нові СПЗ більше не потребують валютного кошика для засвідчення їх вартісної стабільності; суперечки щодо того, яка валюта із якою вагою має бути включена до кошика, стають недоцільними.

По-друге, члени МВФ домовляються про рівні (“симетричні”) права та зобов’язання між кредиторами й боржниками. Проблема дисбалансів вирішується спільними зусиллями країн-кредиторів, які беруть паритетну участь у наданні балансуєчих кредитів та фінансової допомоги країнам-боржникам. Таким чином, боргові кризи, які виводять систему з ладу, відходять у минуле. Система отримує автоматичний стабілізатор рівноваги, а МВФ як остання інстанція врівноваження платіжного балансу емітує мінімальний обсяг нових СПЗ, що не провокує інфляційні процеси.

По-третє, всі члени МВФ зобов’язуються дотримуватися реально, а не номінально зафіксованих стабільних валютних курсів. Вони залишають право та можливість щодо проведення автономної внутрішньої економічної, валютної, фінансової та соціальної політики; жодна країна більше не має робити вибір між інфляцією та/або безробіттям (як це було в старій Бреттон-Вудській системі); тиск на уряди щодо адаптації економічної політики послаблюється; жодна країна не повинна “імпортувати” інфляцію. Внутрішня вартість грошей (інфляція, дефляція) має відображатися в зовнішній вартості валюти, її валютному курсі, який повинен бути стабільним з урахуванням паритету купівельної спроможності.

По-четверте, МВФ як гарант системи контролює дотримання правил, які забезпечують гармонійне співіснування структурно та кон’юнктурно гетерогенних країн і валют. У ролі банку центральних банків він погоджує з цими країнами стандарти, які є обов’язковими для дотримання всіма країнами-членами: розміру мінімальних квот забезпечення власним капіталом, регулювання щодо ефектів левериджу (квоти кредитного покриття,

гарантії під ризиковані кредити, принципи відповідності термінових операцій тощо). Повернення фінансового сектору до виконання притаманних йому завдань і функцій у реальному економічному секторі має стати ключовим елементом спільної програми дій МВФ та центральних банків країн-членів, а також предметом та головною темою порядку денного майбутніх самітів у рамках “Групи двадцяти” (G-20) [7, с. 203–204].

Зазначені пропозиції є слушними та ґрунтовними, але їх імплементація є проблематичною в умовах пануючої геоекономічної та геофінансової парадигми.

По-перше, емісія світових грошей вимагатиме від країн посиленої кооперації, передусім від США, які поки що, здається, не готові її продемонструвати. Наприклад, поточна частка США в загальному розмірі квот в МВФ (17.70) є невинуватою завищеною. Незважаючи на спадаючу роль у світовій економіці, США залишаються єдиною країною-членом МВФ, яка завдяки володінню найбільшою часткою голосів (16.76%) може заблокувати будь-яке рішення МВФ, прийняття якого потребує кваліфікованої більшості голосів (85%) [8]. Таке становище зберігається, зокрема, внаслідок застосування МВФ особливої формули для розрахунку квот країн-членів, розмір яких є вирішальним для отримання країною голосів у Фонді. Особливості математичної побудови цієї формули надають США переваги і ставлять їх у привілейоване становище відносно решти країн світу<sup>4</sup>.

По-друге, фіксація реальних валютних курсів потребує гармонізації таких макроекономічних змінних, як інфляція та відсоткова ставка, а також гармонізації динаміки зростання реальних доходів населення, що, в свою чергу, потребує гармонізації фінансової та соціальної політики. Крім того, країни мають демонструвати конвергенцію продуктивності праці, а також забезпечувати рівномірним доступом до нових технологій та ринків капіталу. Тобто йдеться вже про нову систему міждержавної кооперації, яка б передбачала відхід від пануючої моделі міжнародного поділу праці, відомої як “Північ-Південь” (або “центр-периферія”), що практикується у відносинах між розвинутими індустріальними державами та країнами, що розвиваються, і будується за принципом нееквівалентного обміну (торгівля готовою продукцією в обмін на сировину).

По-третє, аналіз рішень, прийнятих на антикризових самітах “Групи двадцяти”, вказує на те, що вони не передбачають проведення кардинальних змін у домінуючій у світі неоліберальній моделі соціально-економічного розвитку й здебільшого мають декларативний характер<sup>5</sup>. Мало того, щоб виграти час для консолідації своїх сил у період відносно-го зниження ефективності неоліберальної моделі капіталізму, країни Заходу, здається, намагаються послабити вплив тих периферійних відцентрових сил, які спрямовуються на орбіту Китаю. Намагання країн Заходу залучити на свій бік країни, котрі найдинамічніше розвиваються, приймає різні форми: від розширення традиційного формату “Великої сімки” до обіцянок паритетного розподілу голосів у міжнародних фінансових організаціях. Однак було б наївним вважати, що, контролюючи світові фінансові потоки, країни Заходу, передусім США і Великобританія, самостійно відмовляться від своїх домінуючих позицій у системі міжнародних фінансів, змінюючи діючі стандарти регулювання на шкоду собі й втрачаючи при цьому свої порівняльні переваги в рамках фінансової глобалізації [9]. Таким чином, доки “Група двадцяти” не перейде від декларацій до конкретних дій, важко очікувати повернення фінансового сектору в сферу реальних економічних процесів. Пасивна споглядальна конформістська позиція решти країн світу у цьому питанні може мати надзвичайно негативні наслідки для всього глобального суспільства.

## ВИСНОВКИ

Світова валютна система пройшла у своєму розвитку три основні етапи: золотого, золотовалютного та паперово-валютного стандарту. На кожному етапі своєї еволюції валютна система відігравала важливу функцію в процесах розвитку капіта-

<sup>4</sup> Див.: Кузнецов О. В. Аналіз деяких питань реформування МВФ // Банківська справа. — 2010. — № 4. — С. 30–39.

<sup>5</sup> Див.: Кузнецов О. Особливості антикризової програми “Групи двадцяти” // Економіка України. — 2011. — № 1. — С. 70–79.

лізму. Стабільність фунта стерлінгів як монетарної вісі золотого стандарту забезпечувала поширення здобутків індустріальної революції на велике коло країн та перетворення Великобританії у найпотужніший фінансовий центр світу. Підкреслимо, що гарантом грошової стабільності за золотого стандарту виступав не сам факт накопичення в підвалах і сховищах центробанків певних запасів золота (яке Кейнс називав “варварським пережитком”), а, навпаки, законодавче зобов’язання центробанків скуповувати все наявне золото, що перебувало в обігу. За часів Бреттон-Вудської системи функції найбільшого фінансового центру перейшли до США, які, однак, виявилися неспроможними забезпечити довгострокову грошову стабільність через невідповідність принципів національної емісійної природи та міжнародного використання долара як ключової резервної валюти. Наслідком цієї невідповідності стала сучасна дестабілізація світової фінансової системи, неймовірне роздмухування номінальної вартості незабезпечених фінансових активів, посилення спекулятивних операцій, що зумовили відхилення фінансових потоків від реального сектору економіки, спричинивши кризи заборгованості й зростання безробіття.

Одним із найбільш послідовних та впливових прибічників неокейнсіанської концепції стабілізації світової валютної системи є відомий німецький експерт у грошово-валютній сфері В.Ханкель. Протягом багатьох десятиліть він стоїть в авангарді європейської економічної думки, публічно відстоюючи позиції, спрямовані на відновлення фінансової стабільності в Європі та світі в цілому<sup>6</sup>. Вихід зі складної ситуації, яку переживає світова економіка, В.Ханкель вбачає у реанімації ідей Дж. М. Кейнса щодо запровадження світових грошей у вигляді СПЗ та запровадження правил щодо симетричного розподілу між країнами-боржниками та країнами-кредиторами фінансової відповідальності за утворення глобальних торговельних і фінансових дисбалансів. За його пропозицією, гнучкість економічної політики структурно і кон’юнктурно гетерогенних країн має досягатися за раху-

нок фіксації реальних, а не номінальних (як це було в Бреттон-Вудській системі) валютних курсів. На думку німецького науковця, це дало б змогу подолати розрив між внутрішньою і зовнішньою вартістю національних валют та уникнути подальшого негативного впливу нестійких і непрогнозованих валютних курсів на розвиток міжнародних економічних відносин. Вивчення цих пропозицій заслуговує на особливу увагу. Однак передумовою втілення в життя будь-яких реальних реформ має стати передусім послаблення монетарного суверенітету США на користь інших країн — членів МВФ. Звичайно, в США така перспектива сприймається дуже хворобливо, але, очевидно, що іншого цивілізованого виходу з поточної ситуації для них сьогодні вже не існує.

Для зміцнення грошово-валютного суверенітету України необхідне пріоритетне широке публічне фахове обговорення викладених вище теоретичних концепцій та всебічна підтримка.

#### Література

1. Гальчинський А.С. Криза і цикли світового розвитку / К.: АДЕФ-Україна. — 2009. — 392 с.
2. Лал Д. Возвращение “невидимой руки”: актуальность классического либерализма в XXI веке / Д. Лал; пер. с

англ. — М.: Новое издательство, 2009. — 426 с.

3. Keynes J. M. *Shaping the Post-war World: the Clearing Union* / John Maynard Keynes // *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XXV, Activities 1940-1944* / Donald Moggridge (ed). — London: MacMillan, 1980. — pp. 42–66.

4. Hankel W. *Dollar und ECU: Leitwährungen im Wettstreit* / Wilhelm Hankel. — Frankfurt am Main: Fischer Taschenbuch Verlag, 1992. — 160 s.

5. Rogovskiy E.A. *США: информационное общество (экономика и политика)* / Е.А.Роговский. — М.: Международные отношения, 2008. — 408 с.

6. Гальчинський А.С. *Сучасна валютна система* / А.С.Гальчинський. — К.: LIBRA, 1993. — 96 с.

7. Hankel W. *Geldherrschaft: Ist unser Wohlstand noch zu retten?* / Wilhelm Hankel, Robert Isaak. — Weinheim: Wiley-VCH Verlag GmbH & Co. KGaA, 2011. — 254 s.

8. *IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors* / IMF. — November 30, 2011. [Електр. ресурс] — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx>.

9. Кузнецов О.В. *Англосаксонська модель глобального капіталізму: Монографія* / О.В.Кузнецов. — К.: Освіта України, 2010. — 494 с.

## Офіційна інформація/

### Заборгованість за довгостроковими кредитами в іноземній валюті від нерезидентів<sup>1</sup>

За станом на 31.12.2011 р., млрд. доларів США

Заборгованість за довгостроковими кредитами (А+Б)	94.2 <sup>2</sup>
А. Заборгованість за кредитами, залученими або гарантованими державою	37.5
у тому числі за кредитами МВФ	16.2
Б. Заборгованість за приватними негарантованими державою кредитами	56.7

<sup>1</sup> Довгостроковий кредит – кредит із первісним або подовженим терміном погашення понад один рік.

<sup>2</sup> У загальній сумі зовнішнього довгострокового боргу враховано прострочену заборгованість за основною сумою та відсотками.

<sup>6</sup> Див.: Кузнецов О. Вільгельм Ханкель: від Бреттон-Вудсу до Маастрихту // Вісник Національного банку України. — 2001. — № 8. — С. 6–9.

Матеріал підготовлено департаментом аналізу та прогнозування грошово-кредитного ринку Національного банку України.