

**Віктор Козюк**

Доктор економічних наук, професор

E-mail: victorkozyuk@rambler.ru

ЖИТТЄВИЙ ЦИКЛ РЕЗЕРВНОЇ ВАЛЮТИ

Виявлено, що в процесі аналізу перспектив резервних валют зростає значення атеоретичних підходів, що засвідчує невизначеність майбутньої моделі глобальних монетарних взаємин. На підставі дослідження глобальної монетарної нестабільності стверджується, що резервний статус валют не повинен розглядатися як незмінний. Розроблена теоретична модель життєвого циклу резервних валют краще узгоджується з логікою формування глобальної поліцентричності, дає змогу побачити специфічні риси монетарних взаємин у світі у розрізі окремих стадій життєвого циклу резервної валюти. Потенційна нестабільність у сфері резервних валют потребує від України орієнтації на більш гнучкий курс та зниження залежності макророзрахункової стабільності від величини валютних резервів.

It was revealed that when analyzing reserve currencies prospects the role of atheoretical approaches is rising, being indicative of uncertainty of the future model of global monetary relations. On the ground of the investigation of the global monetary uncertainty it is asserted that currency's reserve status should not be considered as a permanent one. The developed theoretical model of reserve currencies' life cycle is harmonized with the logic of formation of global polycentricity and makes it possible to see specific features of the global monetary relations in the context of separate stages of the reserve currency life style. Potential instability in the reserve currencies sphere requires Ukraine's orientation towards more flexible exchange rate and a reduction of the macrofinancial stability dependence on the amount of exchange reserves.

Ключові слова: резервні валюти, резервні активи, валютні резерви, життєвий цикл, глобальна монетарна нестабільність.

Key words: reserve currencies, reserve assets, exchange reserves, life cycle, global monetary instability.

Непередбачуваність наслідків глобальної фінансової кризи стає дедалі окресленішою з віддаленням у часі від обвалу іпотечного ринку США. Особливої гостроти проблемі додає те, що нагромаджені з цілком раціональних міркувань глобальні валютні резерви загрожують не просто трансформацією вразливості країн зі значними зовнішніми активами, а починають перетворюватися на тягар для глобальної економіки в цілому. Однак найбільшою мірою це загрожує центрам емісії резервних валют, оскільки продовження невизначеності у траєкторіях розвитку глобальних монетарних процесів не підвищує вірогідності відновлення резервного статусу провідних грошових одиниць у світі, а розширює

спектр потенційних варіантів розвитку подій, роблячи точку біфуркації ризиковою відносно спроможності підтримувати глобальну макророзрахункову стабільність навіть порівняно з поточною ситуацією асиметричного панування долара США та євро. Глобальна фінансова криза інспірувала прискорення глибоких змін у світовій економіці, які демонструють потребу створення теоретичних, структурних та сценарних альтернатив чинній монетарній карті світу, акцентуючи на тому, що резервний статус валюти – це не довічна монополія. Наявність історичних прецедентів швидкої зміни глобальних монетарних лідерів (втрата лідерства Британією та його набуття США) припускає певну щирість у набутті і втраті резервно-

го статусу деякими національними грошовими одиницями. Відсутність теоретичних напрацювань у цій площині сукупно зі значними ризиками спонтанного формування нового монетарного устрою світу зумовлюють актуальність дослідження феномену життєвого циклу резервної валюти.

ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ ВРАЗЛИВОСТІ РЕЗЕРВНИХ ВАЛЮТ У ПОСТКРИЗОВОМУ ВИМІРІ

Теоретичні моделі резервної валюти передбачають, що така валюта несе певні вигоди для користувачів – країн світу у вигляді ліквідності, ефекту масштабу цін, зниження трансакційних витрат і ефекту мережі. З цих міркувань вона є своєрідною

природною монополією [1]. Переводячи даний підхід на категорії теорії галузевих ринків, слід констатувати: наявність вигод від природної монополії не виключає, що структура ринку резервних валют може відхилитися від панівної виокремленості одного центрального банку. Якщо взяти до уваги також і фінансовий аспект проблеми, то якість активів, емітованих у такій валюті, є не менш важливим елементом, що визначає тип відповідної ринкової структури. Звідси більшість критеріїв набуття валютою статусу резервної так чи інакше поєднує монетарні та фінансові переваги природного монополіста. Однак такий підхід не містить прямих теоретичних застережень щодо монополії лише однієї резервної валюти. Це означає можливість певної конкуренції між окремими валютами сукупно із фінансовими системами, що генерують деноміновані у них активи.

У світлі глобальної фінансової кризи дискусії про альтернативу пануванню долара здебільшого спираються на ідею щодо неадекватності моделі глобальної ліквідності через асиметричний доступ країн світу до резервних активів. Викривлення в глобальній грошовій пропозиції у цьому зв'язку є очевидними, що має негативні наслідки для фінансової стабільності [2; 3; 4]. Проте чимало дослідників ще до глобальної фінансової кризи наголошувало, що панівний статус долара не відображає багатьох нових тенденцій, зумовлених поступовою регіоналізацією монетарного та фінансового простору світу, зростанням значення країн із ринками, що формуються, пошуком альтернатив долару безвідносно до характеру монетарної політики США [5; 6]. При цьому розширення аналізу за рахунок долучення до монетарних переваг долара специфіки боргових ринків розвинутих країн [7], а також природних бар'єрів швидкого "виходу з резервної валюти" [8] відображає наявність потужної інерції у сфері глобальних монетарних взаємин, що, ймовірно, підтримуватиметься як самими США, так і тими, хто одержує зиск від перерозподілу доларової ліквідності на користь підтримки власного економічного зростання (теоретичний аналіз цієї тези див. у [9]).

Якщо ж подивитися на цю проблему з позиції кумулятивного поєднання тривалої тенденції до нагромадження валютних резервів у світі з посткризовими труднощами у розви-

нутих країнах, то можна побачити виокремлення низки досліджень, які вказують на: наявність сучасного варіанта "дилеми Триффіна" [10]; просування інтернаціоналізації валют країн із ринками, що формуються, як альтернативи асиметричній діаді долар – євро [11; 12]; природне зниження ролі долара США внаслідок очікування того, що частка Сполучених Штатів у глобальному ВВП суттєво скоротиться у найближчі 20 років, а євро має низку переваг, передусім в аспекті інституціонального статусу Європейського центрального банку (ЄЦБ) та його більш консервативної монетарної стратегії [13; 14; 15]; прояв негативних рис резервного статусу валюти, вірогідність яких не розглядалася раніше у межах аналізу односторонніх вигод, що капіталізуються центром її емісії [6; 12, с. 10–17; 16; 17; 18]; зміну мотивів і подальшу їх сегментацію в сфері управління валютними резервами залежно від фізичних обсягів їх акумулювання та граничного приросту тощо [9; 19].

Проаналізувавши вказані джерела, можна побачити, що в умовах змін глобальних монетарних взаємин та структурної крихкості системи фінансових дисбалансів резервний статус валюти наражається на дію одразу кількох чинників: самодеструктивних механізмів, які підривають її перспективи; стабілізуючих механізмів, що підвищують резистентність фінансової системи в центрі її емісії і тим самим накладають обмеження на спонтанні та швидкі зміни на ринку резервних валют; механізмів, які з певного моменту передбачають несумісність інтересів управління резервними активами з елементами монополізму у сфері їх пропозиції. Неможливо теоретично визначити, який з названих механізмів має панівну дію, що спонукає до виникнення певної методологічної альтернативи аналізу перспектив резервних валют. Вона базується на атеоретичному сценарному моделюванні варіантів вірогідного розвитку подій. У такий спосіб вдається запобігти похибкам у вихідних теоретичних припущеннях, концептуальна валідність яких може бути неспівмірною зі спекулятивним характером висновків постпостіорі. З другого боку, атеоретичний аналіз перспектив резервних валют ґрунтується на визнанні факту, що вони стають дедалі вразливішими: долар США – до невизначеності траєкторії федерального боргу в майбутньому та до

посткризової зосередженості Федеральної резервної системи (ФРС) на подоланні внутрішніх проблем у сфері зайнятості; євро – до фіскальної вразливості Європейського валютного союзу (ЄВС) та асиметричної втрати конкурентоспроможності в процесі реальної конвергенції; японська ена – до відносного фізичного стиснення японської економіки внаслідок так званого "втраченого десятиліття"¹; британський фунт – до неспівмірності між масштабами фінансового центру в Лондоні та рівнем боргової стійкості британського уряду тощо [17; 20; 21; 22].

Поруч із дослідженнями, які вказують на варіанти реформування глобального монетарного устрою з акцентом на зниженні монопольного становища традиційних резервних валют [2; 3; 4; 10; 23], у низці праць, акцентованих на проблемах інтернаціоналізації валют нових світових лідерів, підкреслено наявність обмежень на збереження долларом та євро їхнього нинішнього, здавалося б, безсумнівного статусу. Насамперед ідеться про реальні кроки з посилення ролі китайського юаня та про специфічний підхід до його інтернаціоналізації, що припускає утворення значних залишків за торговельними операціями без можливості їх застосування на внутрішньому ринку активів Китаю. Фінансові та монетарні реформи у КНР однозначно похитнуть позиції традиційних резервних валют у довгостроковій перспективі, незважаючи на те, що юань наразі неспроможний виконувати функцію грошової одиниці деномінації зовнішніх авуарів [24; 25; 26].

В окрему групу можна виділити дослідження, що відображають наявність історичних прецедентів швидкої та несподіваної зміни лідерства у сфері монетарних взаємин. Різке зростання значення долара США після Першої світової війни свідчить про те, що виняткові позиції британського фунта були дуже швидко нівельовані, а остаточна втрата останнім монетарного лідерства відбулася ще до початку Другої світової війни, а не після, як це традиційно подається в літературі [27; 28].

Аналіз літературних джерел свідчить про чітку тенденцію до опонування дослідженням, в яких наголошується на унікальних та непохитних

¹ "Втрачене десятиліття" – період застою в економіці Японії після колапсу японської фінансової бульбашки. Термін спочатку охоплював період з 1991 до 2000 року, пізніше його розширили до 2010 року включно.

властивостях валют, емітованих у гео-економічних центрах світу. З огляду на те, що структурні зміни в глобальній економіці припускають виникнення альтернативних зон гравітації макрофінансових процесів, слід констатувати наявність передумов до трансформації моделі резервних активів у світі. Однак для більш коректного теоретичного аналізу таких процесів бракує концептуальних позицій, які б дали можливість показати відсутність об'єктивної незмінності масштабів застосування резервних валют, навіть при тому, що їхній резервний статус не ставиться під сумнів остаточно. Підхід до аналізу резервних валют на основі моделі життєвого циклу дасть змогу заповнити цю прогалину. Розробка такого підходу в екстраполяції на посткризові глобальні монетарні взаємини є метою цієї статті.

ГЛОБАЛЬНІ РЕЗЕРВИ В ЕМПІРИЧНОМУ РОЗРІЗІ: НЕСТАБІЛЬНІСТЬ, НЕВИЗНАЧЕНІСТЬ ТА ІНЕРЦІЙНА РЕЗИСТЕНТНІСТЬ

Політлення невизначеності щодо перспектив усталеної монодоларової моделі резервних активів відбувається на тлі глобального зміщення у напрямі зростання темпів акумуляції зовнішніх активів центробанками, які не знизилися під час кризи, а навіть дещо прискорилися. Графік 1 демонструє, що останнім часом зростання валютних резервів у світі випереджає експоненціальний тренд. Така тенденція робить систему резервних активів парадоксально нестійкою.

З одного боку, експоненціальне зростання резервів свідчить про структурне зміщення глобального попиту у бік володіння значно біль-

Таблиця 1. Структура глобальних валютних резервів у довгостроковому періоді, %

	Золотий стандарт		Система фіксованих курсів із централізованою корекцією		Гнучкі курси та ринкові ціни на золото		
	1880 р.	1913 р.	1950 р.	1970 р.	1988 р.	2006 р.	2011 р.
Золото	90.7	81.1	70.2	40.1	48.6	9.8	11.42
Валюти	9.3	18.9	26.4	48.3	44.2	89.26	84.85
Позиція в МВФ	-	-	3.4	7.6	4.2	0.46	1.26
СПЗ	-	-	-	4.0	3.0	0.48	2.47

Джерело: Lindert P. The World Money Climate and the Ultimate Exchange-Rate Choices // International Economics. 9th ed. – Homewood: Irwin, 1991. – P. 505; річні звіти МВФ за відповідні роки.

	1987 р.	1990 р.	1993 р.	1996 р.	1999 р.	2002 р.	2005 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Долар США	56.0	50.3	56.2	60.2	67.9	64.8	66.9	64.1	62.0	61.8	62.2
Євро	-	-	-	-	12.6	23.8	24.1	26.4	27.7	26.0	25.0
Фунт стерлінгів	2.2	3.2	3.1	3.4	4.0	2.8	3.6	4.0	4.2	3.9	3.8
Японська єна	7.0	8.2	8.0	6.0	5.5	4.4	3.6	3.1	2.9	3.7	3.5
Швейцарський франк	1.8	1.3	1.2	0.8	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Німецька марка	13.4	17.4	14.1	13.0	-	-	-	-	-	-	-
Французький франк	0.8	2.3	2.2	1.9	-	-	-	-	-	-	-
Нідерландський гульден	1.2	1.0	0.6	0.3	-	-	-	-	-	-	-
ЕКЮ	14.2	9.6	8.3	5.9	-	-	-	-	-	-	-

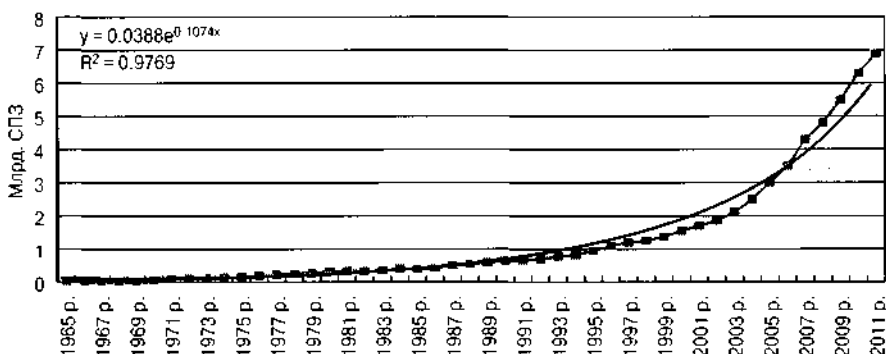
Джерело: річні звіти МВФ за відповідні роки.

шими обсягами резервних активів. Це відповідає логіці так званих мотивів завбачливого страхування від валютно-фінансових потрясінь. Підвищення значення мотивів пристосування до шоків потоків капіталу порівняно з шоками умов торгівлі та поточного рахунку також є очевидним. З другого боку, володіння резервами розподілене нерівномірно, внаслідок чого виділення групи країн зі значними їх обсягами демонструє наявність ризиків концентрації, сегментації мотивів та реалокції портфелів. Обсяг резервів країн з ринками, які формуються, є таким, що будь-які портфельні зміни позначаються на рівновазі глобального фінансового ринку та співвідношенні курсів між резервними валютами [9; 29]. Також саме країни, котрі нагромадили значні резерви, демонструють дедалі більший інтерес до зниження своєї залежності від резервних валют шляхом просування проєктів інтернаціоналізації власних грошових одиниць [30].

Екстраполяція експоненціального тренду зростання зовнішніх активів центробанків на їх структуру (див. таблиці 1–2) вказує на наявність передумов для глобальної макрофінансової нестабільності, пов'язаної зі збереженням актуальної моделі домінування долара США.

Як показано в таблицях 1–2, консервування долароцентричних витоків у глобальних монетарних процесах кореспондує із підвищувальним трендом у кумулятивних обсягах резервів, граничний приріст яких посилював інтерес до альтернативи – євро. Це означає, що чим більше зростає попит на зовнішні активи, тим більше посилюється схильність до диверсифікації. Однак кожна з доступних резервних валют має об'єктивний та унікальний набір обмежень. До перших можна віднести: фізичну ємність ринку, ліквідність боргових зобов'язань, фінансову стійкість країни-емітента, можливість здійснення кредитування останньої інстанції в

Графік 1. Динаміка глобальних валютних резервів (за винятком золота)



Джерело: побудовано на основі даних річних звітів Міжнародного валютного фонду (IMF Annual Report) за відповідні роки.

масштабах, які перевищують ємність внутрішнього ринку. Унікальні обмеження впливають із позиціонування валют перед іншими центробанками чи специфіки регулювання окремих сегментів фінансової системи. А чим більше посилюється інтерес до диверсифікації, тим більший вплив справлятиметься на курс валюти-альтернативи та ринок активів у цій валюті. В результаті цього вузький ринок (або структурно обмежений ринок, наприклад, внаслідок регулювання) ставатиме обмеженим для граничного приросту розміщених на ньому резервів чи, тим більше, для реалокації портфеля резервів. Монопольні переваги долара та євро є свідченням того, що решта ринків має недостатні фізичні параметри, щоб задовольняти потреби у глобально ліквідних засобах. У свою чергу, фрагментація суверенного боргового ринку країн ЄВС збільшує переваги долара, відносний обсяг якого в авуарах не змінюється, але в абсолютному вимірі продовжує суттєво зростати.

Можна було би стверджувати, що наявність структурних переваг долара (та євро) захищатиме позиції цих валют, утверджуючи чинну монетарну модель світу. Однак у довгостроковій перспективі така картина не є однозначною, а, швидше, навпаки.

По-перше, нагромадження резервів певною мірою є одночасно і наслідком, і причиною відносно швидших темпів зростання країн, що володіють та накопичують резерви, порівняно з країнами-емітентами резервних валют. Це впливає як з мотиву монетарного меркантилізму (занижений валютний курс і підтримання профіциту поточного рахунку), так і з мотиву самострахування від флуктуацій у потоках капіталу. В першому випадку швидші темпи економічного зростання в нагромаджувачів резервів з'являються завдяки прямому монетарному стимулюванню експорту. В другому – підтримання швидких темпів зростання досягається шляхом послаблення вразливості до шоків на фінансових ринках. Моделі конкурентного нагромадження резервів показують: шойно один великий гравець починає одержувати вигоду від подібної стратегії, його приклад наслідують усі інші. Звідси нагромадження валютних резервів супроводжується процесом перерозподілу глобального ВВП на користь країн із ринками, що формуються, створюючи передумови для розширення транзакційної

зони грошових одиниць лідерів із числа таких країн.

По-друге, відносна нейтральність стану поточного рахунку щодо макроекономічної стабільності послаблює чутливість до конкурентного тиску та допускає змищення у бік вищих обсягів споживання порівняно з рівноважними. Втім, якщо раніше це справді можна було б вважати, за визначенням Шарля де Голля, "надмірною привілеєю" (від англ. – *exorbitant privilege*) монопольного емітента резервної валюти, то в сучасних умовах ситуація вже не є такою однозначною. Це пов'язано із наявністю асиметричних конкурентів (наприклад, євро можна вважати асиметричним конкурентом долара). Але найбільшою проблемою тут є те, що звуження реальної частки економіки монополіста-емітента резервної валюти в обсягах глобального ВВП зменшує відносну транзакційну зону та сприяє виникненню нових "монетарних агломерацій". Останні мають довгостроковий потенціал нарощування частки реальної економіки в структурі глобального випуску продукції та поглиблення фінансових систем, завдяки чому ставатимуть дедалі зацікавленішими у послабленні залежності від монополізму окремої валюти та зниженні ризиків коливання вартості зовнішніх активів, нагромаджених у значних обсягах.

По-третє, наявність асиметричної конкуренції між кількома резервними валютами в умовах нагромадження резервів третіми країнами призводить до того, що найбільші економіки світу стають залежними від політики таких країн щодо управління своїми зовнішніми активами, а останні беруть на себе ризики коливання вартості зовнішніх активів залежно від того, якою є траєкторія курсового співвідношення між двома валютами-лідерами. Наприклад, рішення Китаю диверсифікувати власні резерви на користь євро супроводжувалося стрибком його курсу до кризи, погіршуючи конкурентоспроможність ЄВС та роблячи його більш вразливим.

По-четверте, за умови відсутності кількісного контролю за монетарними змінними відсутність симетричної курсової реакції світу на макроекономічну політику монопольного емітента резервної валюти призводить до того, що глобальна грошова пропозиція стає залежною не так від грошової пропозиції останнього, як від поведінки глобальної ліквідності. Причому

нагромадження валютних резервів є складовою механізмом поведінки глобальної ліквідності через рух потоків капіталу та попит на фінансові інструменти емітента резервної валюти. А зміна структури світової фінансової системи відображає, що поведінка глобальної ліквідності також спирається на динаміку зовнішніх зобов'язань найбільших банків. Фінансова стабільність перетворюється на ключову складову ефективної роботи механізму глобальної грошової пропозиції. Звідси механізм грошової мультиплікації в глобальних масштабах стає похідним від рівня левериджу у фінансовому секторі, котрий набагато чутливіший до рівня процентних ставок, які, знову-таки, залежать від змищення у бік володіння значними резервами. Внаслідок цього глобальна економіка стає вразливою або до підвищення цін на первинні ресурси та зростання вартості активів, або до падіння ліквідності. Фрустрація глобального монетарного контролю безпосередньо не загрожує "виходу" з резервної валюти, але легітимізує політичний пошук альтернативних варіантів.

По-п'яте, рівноважне підвищення глобального попиту на валютні резерви дедалі більше сигналізує про проблему розриву між можливостями нарощувати пропозицію резервної валюти і пропонувати активи, деноміновані у цій же валюті в релевантних обсягах. Якщо класична "дилема Триффіна" демонструє несумісність попиту на міжнародні ліквідні засоби зі спроможністю США виконувати зовнішні зобов'язання щодо підтримання конвертованості долара у золоті за фіксованим курсом, то сучасна її інтерпретація дещо змінюється. ФРС нічим не обмежена у пропозиції доларів, однак можливості фінансової системи США генерувати активи є вичерпними. Якщо на сьогодні її конкурентоспроможність (у категоріях глибини та ємності ринку, ліквідності і професійності) не викликає сумнівів, то це не означає того ж самого в перспективі. З великою вірогідністю можна прогнозувати виникнення нових фінансових систем із співмірними параметрами (у результаті реформування і подальшої інтеграції ЄВС, лібералізації і підвищення фінансової надійності ринків Китаю, Індії, Бразилії тощо). Але найбільшою проблемою є те, що значний приплив капіталів на ринок монополіста у сфері емісії резервної валюти не гарантує імунітету від фінансових

МОДЕЛЬ ЖИТТЕВОГО ЦИКЛУ РЕЗЕРВНОЇ ВАЛЮТИ Й АНАЛІТИЧНИЙ ОГЛЯД ГЛОБАЛЬНИХ МОНЕТАРНИХ ПРОЦЕСІВ

циклів, буму кредитування чи утворення бульбашок на окремих сегментах фінансового ринку. Дедалі очевидніша зосередженість урядів на подоланні наслідків фінансової нестабільності породжує своєрідний конфлікт. Він полягає в тому, що підтримання певного рівня державного боргу є необхідним для збереження валютою резервного статусу (цим валюта суттєво відрізняється від монетарного золота, яке не приносило проценти, але саме собою було складовою механізмом монетарної стабільності), тим більше, що внутрішній попит на боргові інструменти також існує. Водночас гарантії надійного функціонування фінансової системи з високим рівнем зовнішніх активів та зобов'язань наближають обсяг державного боргу до межі фіскальної стійкості. Отже, збереження існуючого попиту на резервні активи, деноміновані в доларах, не виключає конфлікту довіри до боргової спроможності Сполучених Штатів як суверенного, так і приватного позичальника. Невипадково фіскальний фактор став суттєвою причиною послаблення позицій євро (див. таблицю 2).

По-шосте, виконання центробанком – емітентом резервної валюти ролі глобального кредитора останньої інстанції дає змогу підтримувати ліквідність світової фінансової системи навіть у середньостроковому періоді. Внаслідок цього забезпечення фінансової стабільності через відсутність обмежень на грошову пропозицію і її глобальну акцептабельність у моменти фінансових стресів дає можливість утримувати вартість активів, довгостроковим результатом чого є надмірна пропозиція резервної валюти. Вона здебільшого осідає у зовнішніх активах центробанків, які прагнуть послабити свою залежність від неї та вивести їх з-під ризику колапсу довіри до монетарного курсу емітента-монополіста. Розгляд проблеми резервних валют з позиції глобальної макрофінансової стабільності дає змогу побачити наявність динамічної інконсистентності в політиці ФРС. Докризисний варіант можна коротко охарактеризувати так: реакція на інфляцію вартості первинних ресурсів загрожувала підривом фінансової стабільності, а підтримання останньої шляхом стимулювання ліквідності заохочувало зростання цін на світових ринках. Посткризовий варіант є подібним. Необмежена підтримка ліквідності фінансових інституцій та ринку акти-

вів у глобальних масштабах на короткостроковий період породжує сумніви у стабільній вартості долара в довгостроковому періоді. Оскільки масштабний вихід з доларових активів деструктивний у короткостроковому періоді, то в довгостроковому періоді найкращою альтернативою є послаблення залежності від долара США. Меншою мірою це можна екстраполювати на зону євро. ЄЦБ менше схильний до виконання функції кредитора останньої інстанції, чим робить в моменти шоків вразливішим ринок активів, у яких можуть розміщуватись авуари центробанків, але і меншою мірою наражає спільну європейську валюту на недовіру як до монетарної одиниці. Наближення стратегії ЄЦБ до ФРС не гарантує успіху, якщо взяти до уваги сегментацію мотивів валютної диверсифікації суверенних зовнішніх активів та наявність асоціювання першого з певною нішею на ринку резервних валют.

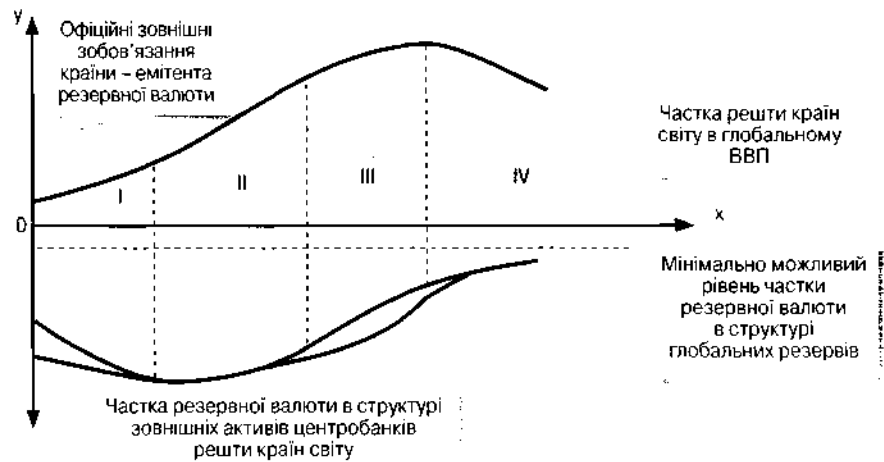
По-сьоме, з огляду на зростання вали фіскальних заходів у врегульованні фінансових потрясінь надійність резервних активів стає дедалі чутливішою до того, наскільки їх емітент дистанційований від вичерпання фіскального простору. Поки рівень державного боргу перебуває в межах допустимих відхилень від довгострокових медіанних значень, фіскальні виклики резервному статусу валюти мізерні. Так само їх можна вважати незначними, коли країна – емітент резервних активів є не просто монополістом у цій царині, а коли її частка в глобальному ВВП виявляється великою і відсутні жодні ознаки монетарного та фінансового поліцентризму. Однак шойно виникає невпевненість у довгостроковій борговій траєкторії країни – монетарного лідера, як фіскальні виклики резервному статусу її валюти різко підвищуються. Зниження ринкової вартості боргу такої країни має прямий вплив на капітальні втрати центробанків, котрі нагромадили чималі резерви (цей випадок суттєво відрізняється від часів міжвоєнного періоду, коли невпевненість у борговій спроможності Великобританії допускала переведення у банківські метали структури зовнішніх активів; якщо знехтувати коливанням ринкових цін на золото, вартість валютних резервів залишалася незмінною), внаслідок чого значні втрати у вартості зовнішніх активів спонукатимуть до пошуку інших варіантів їх алокації чи заміщення на власні грошові одиниці у міжнародних розрахунках.

з проведеного вище аналізу випливає, що резервний статус валюти вже не гарантує однозначних переваг і не є імунітетом від макрофінансових потрясінь. Формування поліцентричної моделі реального сектору глобальної економіки та рух у напрямі фінансового поліцентризму підвищує вразливість резервної валюти, яка спочатку втрачає свій монополітний статус, а далі наражатиметься на більш жорстку конкурентну боротьбу з валютою – новим лідером (новими лідерами). Навіть якщо така валюта є “нішевою” (тобто розглядається як валюта диверсифікації) і утворює разом із валютою – старим лідером ринкову структуру, що має ознаки і олігополії, і монополістичної конкуренції, то це не так наділяє останню асиметричними перевагами, як робить її вразливою до виникнення альтернатив їй обом, що і відповідає логіці поліцентризму на противагу асиметричній біполярності. Графік 2 ілюструє тезу про те, що резервним валютам властива траєкторія, яка може бути інтерпретована в категоріях життєвого циклу.

Основні параметри моделі життєвого циклу резервної валюти в теоретичній формі визначаються такими змінними:

◆ частка решти світу в структурі глобального ВВП. Нагромадження резервів можна розглядати як складову прискореного зростання країн, які їх накопичують, порівняно з країною – емітентом резервної валюти. Важливість ролі валютних резервів при цьому не варто обмежувати суто відмінностями в монетарних режимах та способах пристосування до шоків, так само, як і розрив у величині частки ВВП на душу населення не є визначальним фактором швидшого економічного зростання бідніших країн. У рамках моделі життєвого циклу слід припустити, що великі обсяги резервів відображають якісно відмінні підходи до забезпечення економічного зростання та компенсації шоків, завдяки чому розрив у темпах приросту в довгостроковому періоді перерозподіляє економічну потужність та масштаби трансакційної зони. Такий процес перерозподілу не є

Графік 2. Схема-модель життєвого циклу резервної валюти



лінійним щодо функції попиту на валютні резерви. Він також нелінійно впливає на ступінь довіри до резервної валюти залежно від величини зовнішніх вимог до країни її емітента;

◆ величина офіційних зовнішніх вимог до країни – емітента резервної валюти. Динаміка цієї змінної засвідчує інтегральне відображення попиту на дану резервну грошову одиницю та її пропозицію, без чого було б неможливо сформувати зовнішні активи центробанків. По-суті, це – обсяг глобальних валютних резервів у даній валюті, незалежно від конкретного способу розміщення в активах. Проблеми на ринку активів країни, котра емітує резервну валюту, через арбітражні операції еластично передаються активам, конвертованим у цій же валюті, але які походять з інших країн. Можливість виконання центробанком – емітентом резервної валюти ролі глобального кредитора останньої інстанції є важливою (це добре ілюструє мережа своп-операцій ФРС із провідними центробанками світу з підтримання долларової ліквідності у 2008–2009 рр.), але вони підпадають під динамічну інконсистентність;

◆ частка резервної валюти в структурі глобальних валютних резервів. З огляду на інституційні зрушення в попиті на валютні резерви та актуалізацію ефектів диверсифікації поведінка цієї змінної може відрізнятися від поведінки описаного вище чинника. Однак така різниця передусім буде помітною на ранніх стадіях життєвого циклу. У випадку тривалого збереження експоненціального тренду нагромадження резервів та наявності альтернатив монопольному становищу окремої резервної валюти тренди вищезгаданої й даної змінних можуть залишатися різними досить довгий час. У разі зниження глобального попиту на резерви тренди цих змінних швидко почнуть збігатися.

Вісь Ox на графіку 2 відображає часову функцію зростання частки ринку країн світу в глобальному ВВП (тобто це – глобальний ВВП за мінусом ВВП країни – емітента резервної валюти). Даний параметр є однією з найбільш значущих детермінуючих сил зміни структури глобальної економіки, в якій формується попит на резервні активи. Причому збільшення частки ринку країн світу передбачає зростання загального попиту на резерви, що пояснюється потребою в міжнародних ліквідних засобах (не враховуючи специфічні мотиви попиту на зовнішні

активи типу самострахування, монетарного меркантилізму, конкурентного нагромадження тощо). Модель передбачає, що ступінь віддалення від точки панівного значення країни – центру емісії резервної валюти співвідноситься з конкретним типом попиту на резерви, деноміновані у даній валюті. Ефект життєвого циклу проявляється саме тому, що на кожному окремому відтинку значення частки ринку країн світу в глобальному ВВП функція попиту центробанків цих країн на зовнішні активи, деноміновані у даній резервній валюті, змінюватиме свою конфігурацію. Це позначиться як на динаміці обсягів зовнішніх офіційних зобов'язань країни, котра емітує резервну валюту, так і на її частці в структурі глобальних валютних резервів. Скорочення фізичного масштабу економіки країни – емітента резервної валюти (рух уздовж прямої Ox) у структурі глобального ВВП також пов'язане з обсягами нагромаджених резервів, оскільки, як уже зазначалося, саме завдяки спроможності їх накопичувати (а не просто пред'являти попит на них) та функціонально використовувати для згладжування шоків темпи зростання ВВП ринку країн світу перевищують темпи зростання ВВП країни – емісійного центру.

Слід окремо зазначити, що безвідносно до зміни частки ВВП країни – емітента резервної валюти у глобальному ВВП, завжди існуватиме певний поріг, нижче якого питомі ваги резервної валюти в структурі глобальних валютних резервів не опуститься. Це пов'язано з інерційним збереженням макрофінансового потенціалу такою країною, залишковою резистентністю ефектів мережі і тим, що ця валюта в певні моменти може розглядатися як

напряму диверсифікації.

Стадії життєвого циклу резервної валюти характеризуються так:

• **стадія виходу на ринок (I).** Пред'явники попиту на резерви відчують, що підтримання і забезпечення економічного зростання потребує міжнародно визнаних засобів ліквідності. На цій стадії частка ринку країн світу в глобальному ВВП, а також обсяги офіційних зовнішніх зобов'язань країни – емітента резервної валюти є невеликими і поступово збільшуються. Частка цієї валюти в структурі глобальних валютних резервів є значною (у випадку початкового монопольного становища, яке спирається на традиційний набір критеріїв набуття статусу резервної валюти) або збільшується в міру зростання частки ринку країн світу в глобальному ВВП та примноження обсягів зовнішніх зобов'язань країни-емітента;

• **стадія піднесення (II).** Швидкий розвиток ринку країн світу передбачає появу структурних змін у попиті на валютні резерви. Кумулятивне зростання попиту на них передбачає, що фізичні обсяги офіційних зовнішніх зобов'язань країни – емітента резервної валюти починають швидко примножуватися. Втім, це не означає аналогічної поведінки частки цієї валюти в структурі зовнішніх активів центробанків інших країн. Ця валютна частка може продовжувати зростати, а може уповільнити свій приріст, що пов'язано з поступовим виникненням потреби у диверсифікації валютних резервів. Регіоналізація у світі може спричинити тенденцію до формування валютних блоків із прив'язкою до інших резервних валют або з комбінованою прив'язкою до ключової валюти та її асиметричних конкурентів;

• **стадія зрілості (III).** Подальше збільшення частки решти країн світу в глобальному ВВП починає підривати основи стабільних позицій резервної валюти. На цій стадії формується тенденція до сегментації мотивів управління резервами. Потребу в їх диверсифікації усвідомлює більшість учас-

ників глобальних монетарних взаємин. “Дилема Триффіна” вкотре підтверджується на практиці у вигляді розриву між доступними високоякісними резервними активами та запасом резервної валюти у глобальному портфелі. Зростає інтерес до інтернаціоналізації валют решти країн світу;

• **стадія спаду (IV).** Зі зменшення частки країни – емітента резервної валюти в структурі глобального ВВП невідповідність між розмірами цієї частки і величиною офіційних зовнішніх зобов’язань даної країни починає змінювати мотиви володіння резервною валютою та активами, де-

Таблиця 3. Особливості глобальних монетарних взаємин у розрізі стадій циклу резервної валюти

Ключові елементи системи резервних валют – активів	I Стадія виходу на ринок	II Стадія піднесення	III Стадія зрілості	IV Стадія спаду
Кількість країн, що використовують світову валюту як валюту прив’язки	Суттєва, що є результатом переваги резервної валюти як природної монополії	Зростає внаслідок посилення ефекту мережі	Зростання уповільнюється. Окреслюються чіткі валютні блоки, які припускають наявність альтернативних валют прив’язки	Зменшується внаслідок появи альтернативних валют прив’язки, інтернаціоналізації третіх валют, зниження попиту на резерви
Структура ринку резервних валют	Проміжна між олигополією та монополією	Монополія з вірогідним переростанням в асиметричну олигополістичну конкуренцію	Можлива монополія з високим ступенем вразливості до переключення на нових лідерів, які утверджуються в середовищі олигополістів (інколи нішевого характеру)	Втрата монопольного статусу та формування олигополістичної моделі з варіантами монополістичної конкуренції
Глобальний попит на резерви	Вагомий	Високий	Високий	Може знизитись у результаті розвитку решти країн світу й поглиблення їх фінансових систем
Надмірна привілея / ефект резервної валюти	Країна-емітент поступово здобуває переваги резервного статусу своєї грошової одиниці	Можливості підтримувати тривалий дефіцит платіжного балансу посилюються, а макроролітика може повністю ігнорувати його стан	Зі зростанням частки решти країн світу в глобальному ВВП та значними запасами такої валюти в світі зростає вразливість до змін у попиті на неї. Послаблення конкурентоспроможності тривале стимулювання збільшення споживання знижують адаптивність країни до глобальних шоків	Країна-емітент має пристосовуватися до змін у глобальному попиті на свою валюту й активи, деноміновані у ній. Надмірна привілея / ефект резервної валюти послаблюються, хоча не зникають повністю
Глобальні втрати від “виходу з резервної валюти”	Незначні у зв’язку з монополією і зростанням попиту на резервну валюту	Незначні завдяки сильному ефекту мережі та стабільному попиту на резервну валюту	З’являються і прогресують з огляду на глобальний запас резервної валюти в портфелях, реалізація яких загрожуватиме фінансовими втратами	Зменшуються внаслідок зниження попиту на резервну валюту і скорочення запасу зовнішніх активів, деномінованих у ній
“Дилема Триффіна”	Актуальна для попередньої резервної валюти, або до спроможності виконувати офіційні формальні зобов’язання	Набуває нового змісту в результаті зростання попиту на резервні активи, який призводить до збільшення частки закордонного володіння фінансовими інструментами країни-емітента, порівняно з її часткою у глобальному ВВП	Посилюється невідповідність між запасом резервної валюти у глобальному портфелі та доступністю високоякісних активів, деномінованих у даній валюті	Тривале підтримання занижених ставок може послабити фінансову стабільність і фискальну стриманість, внаслідок чого посилюється фискальний вимір “дилеми Триффіна” – очікування нестабільної боргової траєкторії прискорює “вихід із резервної валюти”
Сегментація мотивів управління валютними резервами центробанків решти країн світу	Низька	Посилюється з орієнтацією на диверсифікацію частини резервів	Висока з огляду на значні масштаби резервів, деномінованих у даній валюті	Зберігаються екліктичні мотиви в управлінні резервами залежно від їх величини
Панівний мотив – підтримання базової макроекономічної стабільності	Властивий більшості країн	Підтримується значною частиною країн	Поділяється країнами, що не змогли нагромадити великі резерви	Так само, як на попередній стадії
Панівний мотив – ліквідність для протистояння коливанням у потоках капіталу	Властивий окремим країнам	Підтримується країнами, що швидко розвиваються	Так само, як на попередній стадії	Співвідношення між цим мотивом та попитом на резервну валюту залежить від того, наскільки зберігається ліквідний та емійний ринок у даній валюті
Панівний мотив – збереження вартості резервів та запобігання втратам капіталу центробанку	Актуальний, якщо дана резервна валюта на ранніх стадіях є валютою диверсифікації	Актуальний для країн зі значними резервами, що посилює інтерес до диверсифікації та альтернативних зовнішніх активів	Актуальний для чимраз більшої кількості країн	Так само, як на попередній стадії
Панівний мотив – стратегічні цілі (неринкові мотиви)	Не простежується або стратегічну поведінку важко реалізувати	Закладаються передумови для реалізації можливостей стратегічної поведінки при концентрації резервів	Концентрація резервів припускає можливість стратегічної поведінки, спрямованої на підтримку статусу валюти (в обмін на політичні рішення), або на пошук альтернативних варіантів алокації резервів, що знижує попит на активи, деноміновані в даній резервній валюті	Стратегічні міркування щодо альтернатив попиту на дану резервну валюту прискорюють послаблення її статусу
Варіанти вразливості країни – емітента резервної валюти	Нестабільність внутрішньої грошової пропозиції у зв’язку зі зростанням зовнішнього попиту на дану валюту	Виникнення ознак недовіри до майбутньої спроможності генерувати достатню кількість резервних активів. Посилюється вразливість до перегріву фінансового сектору	Вразливість до змін у попиті на резервну валюту й активи, деноміновані у ній. Фінансування споживання стає чутливим до припливу капіталів. Послаблення конкурентоспроможності робить вразливим реальний сектор та зайнятість	Макрофінансова стабільність може стати залежною від швидкості “виходу з резервної валюти”
Варіанти вразливості решти країн світу	Складності з підтриманням макроекономічної стабільності у зв’язку з обмеженим доступом до резервних активів. Поява чутливості до процентної політики в емісійному центрі	Вразливість до реверсних потоків капіталу відносно до змін у макроекономічному курсі країни – емітента резервної валюти	Те саме, що і на попередній стадії + посилення вразливості до коливання вартості нагромаджених зовнішніх активів та змін курсових і процентних співвідношень між конкуруючими резервними валютами	Те саме, що і на попередній стадії, з поправкою на ризик втрат від швидкого “виходу з резервної валюти”

Примітка. Передбачається, що частка ВВП країни – емітента резервної валюти в глобальному ВВП є спадною функцією часу.

номінованими у ній. Збільшення частки решти країн світу в глобальному ВВП посилює ефекти диверсифікації, які можуть виходити за межі зміни валютної структури резервів. Нагромадження значних зовнішніх зобов'язань країною – емісійним резервним центром негативно впливає на сприйняття у світі її макроекономічного курсу. Якщо на попередніх стадіях життєвого циклу макроекономічна експансія не викликала занепокоєння завдяки ефекту “надмірної привабливості”, то на даній – ситуація змінюється. Виникнення сильного конкурента, інтернаціоналізація валют деяких інших країн світу, фінансовий шок тощо призводять до зниження попиту на дану резервну валюту, що починає проявлятися у зменшенні обсягів зовнішніх офіційних зобов'язань її емітента. На цій стадії чітко формується тенденція до наближення частки даної валюти у структурі глобальних резервів до свого мінімально можливого значення. В розрізі другої – четвертої стадій тренд зменшення питомої ваги резервної валюти в структурі зовнішніх активів центрбанків може відрізнитися. На графіку 2 представлено варіанти з чітко вираженим спадним трендом і менш чітким падінням. Це пов'язано з можливим виникненням ситуацій із різною силою ефекту диверсифікації та наявністю чи відсутністю альтернативної конкуруючої валюти. Аналогічно розміри втрат від “виходу з резервної валюти” і сила ефекту мережі можуть варіюватись, тим самим уповільнюючи зменшення частки резервної валюти в структурі глобальних резервів.

Розглянуті характерні риси протікання життєвого циклу резервної валюти в екстраполяції на монетарну політику України дають змогу наголосити: чим більше зростатиме невпевненість у майбутньому резервному статусі традиційних долара та євро, тим більшою мірою пошук альтернативи їм потрібно спрямовувати не так на підвищення попиту на іншу, поки що не утверджену в резервному статусі, валюту, як на підвищення курсової гнучкості й спроможності вітчизняної економіки пристосовуватися до шоків поза володінням значними обсягами валютних резервів; поки валютні резерви НБУ відіграють значну роль у забезпеченні макрофінансової стабільності, а економіка України зберігає вразливість до шоків поточного рахунку платіжного балансу та рахунку руху капіталів, слід чітко дотримуватися пріоритету лік-

відності валютних резервів; включення до складу валютних резервів НБУ валют, ринок активів у яких не дає змоги розраховувати на високу ліквідність, є передчасним і таким, що відображає наявність стратегічних ініціатив країн, які проводять політику інтернаціоналізації своїх валют із гегемоністичних позицій; жорсткий монетарний курс сукупно із розширенням гнучкості коливань валютного курсу сприятиме набагато кращому пристосуванню вітчизняної економіки до потенційних бифуркацій у зоні розгортання життєвого циклу традиційних резервних валют, конкуренції між ними та з третіми валютами; пріоритетна політико-економічна орієнтація на ЄС у середньостроковій перспективі має призвести до зростання значення євро в структурі міжнародних та внутрішніх трансакцій України, а не тих валют, що просують країни, з якими вітчизняний зовнішньополітичний курс не передбачає щільної інтеграції; незважаючи на поточну фіскальну вразливість зони євро, функціонування ЄВС ґрунтується на жорстких інституціональних правилах і нормах монетарної стабільності та фіскальної відповідальності, чого наразі бракує практично всім іншим емітентам резервних валют і країнам, що прагнуть набуття своїми грошовими одиницями резервного статусу, – це свідчить про посилення потенційної нестабільності в системі глобальних монетарних взаємин і потребує вже зараз розробки сценаріїв пристосування монетарної політики України до глобальних макрофінансових шоків, серед яких криза резервної валюти не повинна розглядатись як неімовірна.

ВИСНОВКИ

Розвиток глобальних монетарних процесів та історичний досвід свідчать, що набуття валютою статусу резервної не може вважатися остаточним і незмінним. Важлива причина цього криється в наявності механізмів, які, підтримуючи тривалий попит на таку валюту, запускають у дію обмеження на її безризикове майбутнє як монополіста на ринку резервних валют. З огляду на це до резервної валюти можна застосувати схематичну модель життєвого циклу, яка ґрунтується не так на еволюції макроекономічного курсу центру емісії резервної валюти, як на тому, як кореспондують між собою зростання частки решти країн світу в глобальному ВВП та попит на

резервну валюту (в розумінні динаміки офіційних зовнішніх зобов'язань країни-емітента і частки її валюти в структурі глобальних резервів) і які макрофінансові наслідки це може мати. В розрізі кожної окремої стадії життєвого циклу резервної валюти глобальні монетарні взаємини можуть суттєво відрізнитися, що впливає на вибір країнами валюти прив'язки, попит на резерви, форми прояву “дилеми Триффіна”, мотиви управління валютними резервами, характер вразливості країни-емітента і решти країн світу. Зроблено висновок, що пристосування України до потенційного посилення напруги у сфері глобальних монетарних взаємин має супроводжуватися підвищенням курсової гнучкості й адаптивності економіки до шоків без застосування значного обсягу валютних резервів для їх згладжування. Але поки валютні резерви виконують визначальну місію у сфері забезпечення макрофінансової стабільності України, їх ліквідність повинна бути пріоритетним мотивом управління ними, незважаючи на стратегічні пропозиції з деномінації частини резервів України у валюту, ринок яких не відповідає міжнародно визнаним уявленням про ліквідність.

Література

1. Eichengreen B. *Hegemonic Stability Theories of International Monetary System // NBER Working Paper.* – 1987. – № 2193.
2. *Reform of the International Monetary and Financial System. Trade and Development Report. Chapter IV.* – UN: Geneva, 2009. – P. 113–132.
3. *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System.* – NY: UN, 2009. – 140 p.
4. *Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Co-operative Approach for the Twenty First Century.* – Paris, 2011. – 23 p.
5. Eichengreen B. *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect // IMF Working Paper.* – 2000. – WP/00/131. – P. 1–34.
6. Canzoneri M., Cumby R., Diba B., Lopez-Salido D. *The Macroeconomic Implications of Key Currency // NBER Working Paper.* – 2008. – № 14242. – P. 1–51.
7. Cooper R. *The Future of the Dollar // Institute for International Economics Policy Brief.* – 2009. – PB09–21. – P. 1–6.
8. Wong A. *Measurement and Inference*