

ВІКТОР КОЗЮК

Монографія

**МОНЕТАРНІ ЗАСАДИ ГЛОБАЛЬНОЇ
ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ**

**Тернопіль
ТНЕУ
2009**

УДК 339.7
ББК 65.526
К 59

Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: Монографія. – Тернопіль: ТНЕУ, “Економічна думка”, 2009. – 728с.

У монографії розглядаються проблеми монетарних передумов забезпечення глобальної фінансової стабільності. Виявляються закономірності системних трансформацій центральних банків в національно-центричному контексті. Доводиться наявність системних розривів між успішною діяльністю центральних банків на національному рівні та нагромадженням структурних монетарних передумов глобальних макрофінансових дестабілізацій. Коливання цін на первинні ресурси, проциклічність фінансової системи, вразливість країн до макрофінансових зрушень дедалі більше обумовлюється ситуацією у сфері поведінки глобальної ліквідності. Доводиться необхідність глобальної монетарної інтеграції, зокрема стверджується, що у випадку неможливості перейти до втілення принципу “глобальна економіка – глобальна валюта”, формування валютних союзів у світі може виконати позитивну роль у стабілізації глобальних монетарних та фінансових процесів.

Рецензенти: **З. С. Варналій**, д. е. н., професор, Заслужений діяч наук і техніки України, директор Науково-дослідного центру з проблем оподаткування Національного університету Державної податкової служби України;
О. М. Сохацька, д. е. н., професор завідувач кафедри фінансового інжинірингу Тернопільського національного економічного університету.

Рекомендовано до друку Вченою радою Тернопільського національного економічного університету від 25 березня 2009 року протокол № 2.

ISBN 978-966-654-234-5

© В. В. Козюк, 2009

© ТНЕУ, “Економічна думка” 2009

ЗМІСТ

ВСТУП.....	7
РОЗДІЛ 1	
МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЗАКОНОМІРНОСТІ МОНЕТАРНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ: НАЦІОНАЛЬНО-ЦЕНТРИЧНИЙ ПОГЛЯД ..	17
1.1. Методологічні та історичні питання зв'язку між монетарними процесами та глобальною фінансовою стабільністю	17
1.2. Цінова стабільність як домінанта позитивних зрушень у монетарних процесах	29
1.3. Стабільність цін у системі макроекономічних зв'язків	42
РОЗДІЛ 2	
ІНСТИТУЦІОНАЛЬНА ТА ФУНКЦІОНАЛЬНА КОНВЕРГЕНЦІЯ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ У СИСТЕМІ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ.	58
2.1. Фінансова стабільність глобального рівня з позиції аналізу інституціональних форм реалізації монетарної політики.....	58
Аспекти методології.	58
Цінова стабільність як конвенціональний фокус визначення мандатів центробанків.	60
2.2. Підвищення незалежності центральних банків.	66
2.3. Національна орієнтація монетарної політики, експліцитне і імпліцитне таргетування інфляції та проблеми гнучкості в поведінці центробанків.....	81
РОЗДІЛ 3	
ВПЛИВ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ НА ІНФЛЯЦІЙНІ ПРОЦЕСИ.	97
3.1. Глобалізаційні детермінанти дезінфляційних тенденцій: питання вибору адекватного теоретико-методологічного підходу.....	97
3.2. Канали впливу глобалізації на дезінфляцію.	105
Підходи до ідентифікації каналів впливу глобалізації на інфляцію.	105
Зміна спонукальних факторів політики.	109
Глобальна торговельна інтеграція.....	125
Глобальна конкуренція та структурні зрушення.	134
Канал ринків праці.....	141
Глобальні кондиції попиту.	144
Класифікація та взаємозв'язки в структурі каналів впливу глобалізації на дезінфляцію.	147

3.3. Глобальний монетаризм та новий вимір кількісної теорії.	151
РОЗДІЛ 4	
ЕВОЛЮЦІЯ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ:	
НОВІ ВИКЛИКИ ГЛОБАЛЬНІЙ СТАБІЛЬНОСТІ.	187
4.1. Структурні зрушення у сфері фінансової глобалізації.	187
На шляху до нової фінансової системи.	187
Зростання закордонної діяльності та вирівнювання процентних ставок.	194
Фінансова консолідація.	198
Послаблення ефекту домашнього зміщення та зростання значення міжнародної діяльності фінансових установ.	205
Експансія активів фінансових компаній.	215
Трансформація фінансових систем країн з ринками, що виникають, та проблема глобальної диверсифікації.	221
4.2. Передумови та фактори переходу від валютно-боргових до фінансових джерел нестабільності.	229
Валютний курс та платіжний баланс як ключові елементи традиційного розуміння нестабільності.	229
Валютний курс у розвинутих країнах: зміна ролі.	230
Експансія валютних ринків як відображення трансформації глобальної фінансової системи.	238
Країни, що розвиваються: традиційні та нові проблеми.	251
РОЗДІЛ 5	
ПРОЦИКЛІЧНІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ ЯК ФАКТОР ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.	
5.1. Теоретичні засади аналізу ендогенної нестабільності фінансової системи.	272
Традиційне розуміння фінансової нестабільності.	272
Методологія аналізу ендогенної нестабільності фінансової системи.	276
5.2. Монетарна політика, глобалізація та проциклічність фінансової системи.	282
Цінова стабільність, “парадокс довіри” та схильність до ризику.	282
Монетарна стабільність, фінансова трансформація та проблема проциклічності фінансової системи.	288
Глобальні аспекти проциклічності та проблема поведінки центральних банків в умовах фінансових потрясінь.	297
5.3. Макрофінансовий аналіз нової економіки: проблеми перманентної нестабільності в інформаційній ері.	307

Дефінітивні підходи до нової економіки.....	307
Неоднорідність потоку інновацій та макроекономічні флуктуації в новій економіці.	311
Фінансові аспекти системної нестабільності нової економіки.....	323
РОЗДІЛ 6	
ФІНАНСОВІ ДИСБАЛАНСИ ТА МОНЕТАРНІ ПРОЦЕСИ ГЛОБАЛЬНОГО РІВНЯ.....	
	331
6.1. Нерівноважні платіжні позиції як домінанта глобальних макрофінансових процесів.....	
	331
Платіжні дисбаланси з методологічної та історичної точки зору.	331
Емпірична картина платіжних дисбалансів.	336
Ключові валюти і проблеми асиметричної конкуренції між долларом та євро.	343
Платіжний дефіцит США та попит на американські активи.	355
Вивіз капіталів, попит на активи та платіжні профіцити.....	358
6.2. Валютні резерви та суверенний попит на активи в системі глобальних фінансових дисбалансів.	
	372
Еволюція міжнародної валютної системи крізь призму попиту на валютні резерви.	372
Експансія глобальних валютних резервів у 2000-ні роки.	384
Концептуальні позиції з приводу експансії глобальних валютних резервів.	395
Фонди суверенного багатства в системі глобальних фінансових дисбалансів.....	421
6.3. Проблема рівноважності та корекції глобальних фінансових дисбалансів.	
	434
Теоретичні дискусії з приводу стійкості дисбалансів.	434
Дисбаланси як фактор глобальної макрофінансової нестабільності.....	446
Проблеми корекції глобальних фінансових дисбалансів.....	467
Держава добробуту в ракурсі глобалізації та фінансових дисбалансів: теоретичне обґрунтування трилерами 2.	479
РОЗДІЛ 7	
ПРОБЛЕМА МАКРОФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В ПЕРСПЕКТИВІ ГЛОБАЛЬНИХ МОНЕТАРНИХ РЕФОРМ.....	
	488
7.1. Системна нестабільність у сфері глобальних монетарних та фінансових процесів.....	
	488

Проблема розмитих контурів міжнародного валютного устрою світу: глобальна монетарна нестабільність.....	488
Проциклічність, фінансова нестабільність, потоки капіталу та валютні резерви.....	510
Системна складність та нестабільність.....	519
Проблема спрощення глобального макрофінансового простору.....	532
7.2. Глобальна монетарна інтеграція як основа підвищення глобальної стабільності.....	535
Монетарна уніфікація світу в ретроспективі.....	535
Ідейна основа монетарної інтеграції в добу плаваючих курсів.....	540
Глобальна монетарна інтеграція: критичний огляд традиційних підходів.....	551
Глобальна монетарна інтеграція в контексті сучасних макросфінансових трансформацій.....	557
Питання методології переходу.....	583
7.3. Валютні союзи як <i>second best</i>.....	585
Критика ідеї глобальної монетарної уніфікації та проблема спрощення глобальної монетарної системи.....	585
Офіційна доларизація: дуалізм вигод з позиції окремої країни та нейтральності з позиції глобальних макрофінансових процесів.....	592
Теоретичні та практичні домінанти аналізу валютних союзів.....	595
Валютні союзи в системі забезпечення глобальної фінансової стабільності.....	624
7.4. Україна: глобалізація та макроекономіка фундаментальних порахунків.....	635
Проблема інфляції та політичний бізнес-цикл.....	635
Анатомія монетарної експансії.....	640
Проблема доларизації.....	650
Вплив глобалізації на макрофінансові процеси України: монетарна політика та фінансова криза.....	655
Орієнтири на майбутнє.....	661
ВИСНОВКИ.....	666
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	686

Прогрес та розвиток – це ідеали, від яких нелегко відмовитись, але вони втрачають усякий сенс, як тільки людина у своєму новому стані опиняється в якості власного фрагмента.

Карл Густав Юнг

Я не кажу Вам про революцію, я не кажу Вам про конституцію, я кажу про те, як гарно провести літо.

Джеймс Дуглас Моррисон

ВСТУП

Розвиток глобалізаційних процесів ознаменувався поєднанням оптимістичних та песимістичних настроїв щодо перспектив функціонування центральних банків та фінансового сектору. З одного боку, масштабні реформи монетарної політики та органів, що її здійснюють, сформували безпрецедентно позитивні фундаментальні макроекономічні тенденції. Зниження інфляції та її волатильності, відносно стабільне зростання ВВП та послаблення його коливань одразу почали сприйматися як поява якісно нової моделі монетарної політики, яка, ґрунтуючись на засадах теорії нової макроекономіки, спроможна забезпечити сприятливі передумови для загальноекономічного прогресу, привнісши в нього елементи гнучкості та інноваційності, орієнтації на інвестиції та оптимізацію споживання.

Характерно, що практично усі 1990-ті та 2000-ні роки характеризуються масштабними реформами центральних банків. Це властиво більшості розвинутих країн та країнам, що розвиваються. Можна називати безліч факторів, які призвели до появи спільної тенденції у сфері трансформації центральних банків: еволюція національної макроекономічної доктрини, інтеграційні процеси і пошук спільного знаменника в реалізації інституціональних засад монетарного регулювання, адаптація до нових структурних реалей фінансового глобалізму, розчарування у звичних орієнтаціях на валютні курси тощо. Природно, що цей паттерн розвитку центральних банків не можливо вивчати поза їх загальною еволюцією. Саме в цьому розумінні значні успіхи у сфері реалізації монетарної політики породили практично консенсусне сприйняття того, якою вона повинна бути. Зважаючи на те, що ці успіхи співпали в часі з розвитком процесів глобалізації, такі сприйняття одразу почали інтерпретуватися у ширшому контексті: якою

монетарна політика повинна бути в умовах глобалізації. Явний академічний та політичний оптимізм з приводу того, що саме ця еволюційна форма центрального банку та монетарної політики ефективна та оптимальна, зумовив завищену самооцінку з приводу того, якою повинна бути відповідь на виклики глобалізації. Можна стверджувати, що саме успіхи монетарної політики сформували фундамент посиленого національно-центризму та національного егоїзму у формуванні мета-принципів адаптації до глобалізації, яка, однак, розвивається за іншими – наднаціональними – мета-принципами.

Перед появою конфлікту між посиленням національно-центричним акцентуванням у сфері макроекономічного регулювання та експансією наднаціональної глобалізації був глибокий скепсис та об'єктивні побоювання з приводу того, чи сумісна глобалізація з макрофінансовою стабільністю. Якщо подивитись на загальну історію валютно-фінансових криз, то можна побачити, що доба глобалізації не набагато гірша. Однак, якщо поглянути на масштаби криз, їхню здатність генерувати нестабільність у мережі взаємозалежності та втягувати значимі геоекономічні потенціали, а також взяти до уваги, що кризи втрачають винятково макроекономічне походження, то стає зрозуміло, що поєднання такого песимізму та вищезрозглянутого оптимізму породило фундаментальну дилему оптимального вибору стратегії розвитку у сфері макроекономіки та фінансів. Зазначимо, що більшість валютно-фінансових криз у добу глобалізації походили з країн із ринками, що виникають. Цим самим сприйняття відмінностей у монетарній політиці в розвинутих країнах та в країнах, які потенційно зумовлюють кризи, одразу почали вважати керунком до дії у сфері реформ. Звичайно, такі реформи дали свій позитивний результат, однак із обмеженим контекстом його аналізу та інтерпретації виникла тенденція до подальшого поширення національно-центризму за межі розвинутих країн.

Абсолютно не випадково, що така закономірність практично повністю залишила поза увагою важливішу проблему. Монетарна політика і платіжний баланс жорстко зв'язані з фінансовими ринками. Лібералізація останніх у глобальних масштабах змінює базові архетипи взаємодії між макроекономічними та фінансовими змінними, а інтеграція фінансових ринків явно і неявно створює ситуацію, коли систему вже не можна аналізувати як таку, що побудована на принципах взаємозалежності. Глобально-центризм – ось базовий тип сучасних

макрофінансових процесів, який інтегрує практично усі рівні економічної активності та модифікує поняття рівнів монетарних та фінансових процесів. Межа між глобальним та національним рівнями і навпаки стає дедалі менш чіткою, що поглиблює конфлікт між національно-центричною орієнтацією центральних банків та макрофінансовими процесами у світі.

Посилення зв'язків між макроекономічними та фінансовими змінними одразу поставило питання про важливу роль фінансової стабільності у сфері загальноекономічного прогресу в добу, коли кожний фактор може перетворитись на конкурентний чи контрадикторний стосовно мотивації інвесторів до вкладання капіталів чи локалізації бізнесу. Невипадково, що з посиленням таких зв'язків питання ролі монетарної політики у сфері забезпечення фінансової стабільності знову постали у порядку денному, однак так і не знайшли генеральної лінії відповіді. Різновекторні підходи до сприйняття ролі центральних банків у забезпеченні фінансової стабільності багато в чому детермінуються самими парадигмами у теоретичних підходах. Конфлікт між макроекономічними змінними реального та фінансового секторів у процесі встановлення відсоткових ставок перетворився на мантру, яка постійно повторюється з різними інтонаціями, але так і не стає причиною виходу за межі змісту, який сама породжує. Такий конфлікт значимий тільки тоді, коли не існує суттєвих реальних наслідків від зміни фінансових параметрів щодо динаміки реальних параметрів. У випадку, коли вони існують, питання про конфлікт знімається. Але тут виникає інша проблема. Циклічна невідповідність реальних та фінансових змінних при тому, що кожна фаза таких циклів створює свої паттерни взаємодії, і є основною причиною того, чому так і немає прогресу у вирішенні цієї дилеми. Однак, чому так відбувається? І тут потрібно подивитись на це питання під іншим кутом зору.

На динаміку і реальних, і фінансових параметрів з різною силою впливають глобальні та національні детермінанти, і якою би не була ефективна монетарна політика, замкнена в межах національних кордонів, – вона ніколи не зможе вийти за межі такої конфліктності. Якщо сюди додати, що мірою розвитку фінансової глобалізації та безпрецедентних змін, які привнесла глобалізація в поведінку інфляції та ВВП, визначення рівноважних зарплат та рівнів безробіття, поведінку сукупних попиту і пропозиції, то можна побачити, що окрема монетарна політика не просто

породжує екстерналії. Змінюється базова модель економіки, в якій глобальний рівень монетарних та фінансових процесів стає якщо не визначальним, то домінантним фактором протікання інших процесів. Визнання цього факту зумовлює іншу проблему. Чому міжнародна валютна система, яка з самого початку задумувалась як національно-центрична (взявши до уваги монетаристську макроекономічну ідеологію плаваючих курсів), допускає ситуацію, коли монетарні змінні окремих країн чи набору країн, стають глобально значими, впливаючи на макрофінансові процеси? І відповідь тут буде очевидною. Поки ми перебуваємо в межах національно-центричного погляду на проблему, то завжди будемо сприймати зовнішні наслідки під кутом зовнішніх ефектів чи побічних продуктів, значення яких посилюється мірою посилення взаємозалежності, ігноруючи факт того, що мова повинна йти не про зовнішні ефекти, а про системну проблему.

Зміст цієї проблеми зводиться до чітко вираженої невідповідності моделі міжнародного валютного устрою глобально-центричним процесам. Причина, яка до цього призвела, – можливості асиметричного виконання системних вимог, які, на відміну від решти міжнародних валютних порядків, розтягуються в часі, примножуючи проблеми та диспропорції. Фактично, феномен відсутності виконання системних вимог Ямайського устрою призвів до того, що глобальні монетарні процеси стали фрагментаризованими тільки за певним набором критеріїв і цілісними за іншим набором. Однак феноменальність цього в тому, що чи не вперше в історії розвитку монетарних процесів, виникли реальні передумови для повного знищення системного контролю за монетарною експансією.

Потрібно визнати, що саме в цьому руслі розгортається найбільша проблема глобальної фінансової стабільності. Монетарні процеси вважають відносно успішними на національному рівні; монетарні процеси на глобальному рівні – ризиковими, але віра в перші зберігається. Природно, що в глобально інтегрованій фінансовій системі стабільність не може обирати, на процеси якого рівня орієнтуватись – національного, чи глобального. Якщо сюди додати мереживий характер системи та системну складність, отриману внаслідок трансформації базової моделі розвитку фінансового сектору та її поширення з розвинутих країн на країни з ринками, що виникають, то породжується безпрецедентна проблема невідповідності чинних монетарних умов підтриманню глобальної фінансової стабільності.

Зазначимо, що проблему фінансової стабільності досліджують пліч-о-пліч з історією функціонування центральних банків. Виникнення функції кредитора останньої інстанції – характерний приклад цього. Подвійне навантаження на окремі монетарні інструменти (перш за все, на інструменти рефінансування) підтверджує неоднозначність цього питання, а також те, що ефективність монетарної політики можлива в умовах фінансової стабільності. Тобто остання підтримується тільки тоді, коли центральні банки також проводять здорову політику. Втім, Азійська криза довела можливість інших алгоритмів зв'язку між монетарною та фінансовою стабільністю, що одразу було сприйнято як особливий випадок глобалізації та імперфекцій глобальних ринків. Активні дискусії з приводу підвищення глобальної фінансової стабільності зосередились на питаннях прозорості фінансових установ, прозорості ринків, поширення інформації про інституції з високим лівереджем. Подібно до цього відбулось заснування органів, покликаних проводити моніторинг у сфері глобальної стабільності у сфері фінансів. Зокрема, були модернізовані структури Міжнародного валютного фонду та Світового банку, посилено діяльність та створено: Базильський комітет з банківського нагляду, Комітет з глобальної фінансової стабільності, Комітет з питань платежів та системи розрахунків, Інститут з проблем фінансової стабільності, Форум фінансової стабільності (Давос).

Втім, незважаючи на таку посилену мобілізацію інтелектуальних та адміністративних зусиль, світ знову зіткнувся з кризою. Аргументи на користь того, що кризи є природним супутником ринкової економіки потрібно визнати невдалим жартом з приводу, тим більше, що практично усі апологети ринкової економіки визнають неможливість криз в умовах здорової політики. Саме тут варто зробити фундаментальний наголос: чиєї політики або політики якого рівня? Флуктуації цін на первинні ресурси та активи, масштабні дисбаланси, зрушення в ставленні до ризиків, підвищена роль інструментів з відносними можливостями щодо визначення вартості та ризику демонструють, що ці проблеми можуть мати спільний знаменник. Його зміст у тому, що між національно-центричним виміром монетарної стабільності та ефективності і флуктуаціями глобальних монетарних умов існує фундаментальний структурний розрив, який зумовлений не тільки трансформацією економічної географії, а поєднанням ключових трансформацій у реальному та фінансовому секторах, їх глобальною інтеграцією, що утворюють іншу модель економіки, ніж була відома до цього, внаслідок чого її операбельна макромодель у діяльності

центробанків повинна зазнати змін. Втім, такі зміни стануть прологом до трансформації монетарних засад посилення глобальної монетарної стабільності, а не епілогом.

З точки зору відсутності системного контролю за поведінкою глобальної ліквідності та високої чутливості фінансової системи до змін у ній з відповідними реальними наслідками для економіки світу та більшості країн, варто визнати, що реалізація монетарної політики повинна бути перенесена на інший рівень, який би сумістив ступені глобального значення в поведінці монетарних змінних та ступінь прикладання регулюючих зусиль. Однак одразу необхідно визнати, що постановка питання у такому ракурсі одразу породжує традиційну проблему сучасної глобалістики – відсутність дійсно глобального суспільства, що обмежує ефективність будь-яких спроб побудувати дієву систему глобального регулювання. Втім, це не виключає необхідність проведення позитивного аналізу можливостей глобального монетарного менеджменту, як альтернативи національно-центричним монетарним засадам забезпечення глобальної стабільності. Так само, взявши до уваги практичну складність реалізації такого проекту, потрібно звернутися до інших альтернатив, а саме ролі та можливостей регіональної інтеграції та формування нової конфігурації глобальних монетарних процесів на основі зон уніфікованих монетарних політик. Обидва варіанти мають ще одну принципову складову, сприятливу для підвищення глобальної фінансової стабільності. Вони радикально знижують рівень системної складності завдяки відходу від мультивалютного світу. Такий погляд повністю співпадає зі сформованим ще раніше поглядом на проблему виживання національних валют в умовах глобалізації. Якщо національно-центричні підходи констатують, що підтримання стабільності валюти та фінансової системи країни дедалі ускладнюється, то наш погляд, відрізняється. Необхідно вирішити проблему забезпечення монетарних умов стабільності на глобальному рівні з адаптацією до нього на національному рівні, а не навпаки. Такий погляд дасть можливість повністю переглянути монетарні передумови для глобальних фінансових потрясінь. Зокрема, ігнорування факту детермінованості глобальної фінансової кризи 2008 р. глобальними монетарними факторами загрожує появою такого глобального макрофінансового циклу зі збереженням невирішених ключових проблем: коливання курсів провідних валют, коливання цін на первинні ресурси, корекція глобальних зовнішніх дисбалансів, поведінка фінансових агрегатів у майбутньому тощо.

У рамках кризової дестабілізації вітчизняної економіки різко загострилось питання про адекватність монетарної політики глобальним монетарним процесам, а також про те, що в рамках глобально-центричної моделі змінюється картографія вразливості національної економіки. Традиційні проблеми (доларизації, високої інфляції та обмежених коливань валютного курсу) перетворюються на справжні детонатори кризового вибуху, який руйнує віртуальне благополуччя, сформоване м'якими умовами доступу до фінансування та сприятливою зовнішньою кон'юнктурою. Випадок України наочно демонструє, наскільки орієнтація на валютні резерви як індикатор стабільності може перетворитись на свою протилежність. Перегляд монетарної політики України дедалі чіткіше повинен корелювати із євроінтеграційними намірами та окреслюватись відповідно до найкращих практик країн-нових членів ЄС. Варто визнати, що без жорстких екзогенних вимог політична система України практично не спроможна побудувати надійне інституціональне підґрунтя для ефективної макроекономічної політики, адекватної викликам та загрозам з боку глобальних трансформацій.

Структура монографії повністю відображає окреслені вище проблеми. Перший розділ присвячено оптимістичній оцінці дезінфляційних процесів та поліпшення макроекономічних показників практично у більшості регіонах світу. Невипадково, що із переходом на реалізацію монетарної політики стабільності цін змінюється значна кількість традиційних макроекономічних алгоритмів, які демонструють появу сприятливого ландшафту для протікання загальноєкономічних процесів та зростання добробуту.

Другий розділ продовжує ці ідеї, спираючись на основоположні тенденції у сфері інституціональних трансформацій центральних банків. Без аналізу їхньої еволюції та аналітичного зосередження на теперішніх позитивних моментах щодо підвищення їх незалежності та посилення гомогенності базових принципів ефективної монетарної політики неможливо збагнути причини появи розриву між національно-центричною та глобально-центричною парадигмою. Також неможливо запропонувати життєздатний проект реалізації глобальної монетарної політики, не враховуючи еволюційний характер розвитку самих центральних банків.

Третій розділ демонструє глибокий суперечливий вплив глобалізації на інфляційні процеси. З одного боку, глобалізація закладає об'єктивні та інтенціональні передумови для зниження інфляції. З іншого боку,

глобалізація не виключає зворотного процесу. Глобальна нейтральність монетарної політики є такою ж дієвою теоретичною конструкцією, як і традиційна модель, у рамках якої досліджується зв'язок між інфляцією та наближенням до завантаження виробничих потужностей. Відмінність тільки в тому, що у випадку глобалізації найбільш реактивними є ціни на первинні ресурси, які з різними лагами демонструють наслідки глобальної монетарної експансії.

У четвертому розділі ми розглядаємо основні структурні зрушення, які відбуваються у сфері фінансової глобалізації. Орієнтація на створення децентралізованої ринкової моделі фінансової системи має глобальний резонанс. Реверс у бік посилення акцентів на розвиток внутрішніх фінансових ринків у країнах з ринками, що виникають, як альтернатива зовнішнім запозиченням змінює модальність протікання стресових ситуацій. Завдяки тому, що молоді фінансові ринки швидко інтегруються із зрілими, змінюються канали зв'язків та проходження шоків. Кореляція спредів та рівнів капіталізації стають більш визначальними рисами фінансової стабільності, ніж валютні курси, при умові, що внутрішні монетарні цілі не суперечать зовнішнім у явній формі. Зазначені зміни породжують нову конфігурацію нестабільності або відновлюють ті паттерни дестабілізацій, що відомі з докейнсіанської доби. Глобальна фінансова трансформація відновлює значимість проблеми ендогенної нестабільності та проциклічності. В останньому випадку монетарна політика стикається з додатковими труднощами, які не можуть бути вирішені в контексті розриву між проциклічними процесами у сфері глобальних фінансів та зорієнтованих на внутрішню рівновагу рішень центробанків. Феномен нової економіки – свідчення спонтанних змін у протіканні економічних процесів, що підтверджує схильність до відтворення ендогенної нестабільності на новому інтегративному рівні експансії глобалізації.

Шостий розділ присвячено проблемі глобальних монетарних взаємин, які формуються на стику глобальної трансформації у сфері фінансів, зміни глобальної економічної географії та асиметрій, породжених Ямайською валютною системою. Зокрема, акцентується на проблемі зовнішніх дисбалансів, проблемі нагромадження валютних резервів. Доводиться наявність фундаментального розриву між індивідуальною раціональністю у сфері нагромадження резервів і колективною неефективністю, яка пов'язується з експансією глобальної ліквідності та поширенням цього на

фінансові ринки, які у проциклічному режимі дестабілізують інші макроекономічні процеси. Особлива увага приділяється проблемі корекції глобальних дисбалансів та неможливості знайти оптимальний ключ до її вирішення з огляду на відмінні риси зв'язків між учасниками процесів формування та відтворення таких дисбалансів.

Відштовхуючись від попередніх розділів, у сьомому розділі висвітлено базові проблеми у сфері монетарних засад фінансової стабільності. Виявляються глибокі спотворення у Ямайському устрої, які говорять про практичну профанацію його як системного явища, внаслідок чого глобальна ліквідність опиняється без цілеспрямованого чи автоматичного контролю, ставши провідною проблемою для фінансової стабільності у світлі фінансової інтеграції, ендогенної нестабільності у сфері фінансів та проциклічності фінансової системи. Розробляються теоретичні можливості реформування такої системи на основі глобальної монетарної інтеграції, а також на основі формування обмеженої кількості глобально значимих валютних союзів. В останньому випадку аналізується потенціал кожного з окремих варіантів функціонування валютних союзів в асиметричних умовах обігу світових валют, на основі чого доводиться потенційна перевага навіть найгіршого з варіантів глобальних валютних союзів, порівняно з чинною ситуацією. Останній параграф присвячено вітчизняній економіці; доводиться неадекватність монетарної політики глобальним умовам та імперативам адаптації до глобальної конкуренції. Пропонуються загальні орієнтири коротко- та довгострокового періоду щодо оновлення монетарної політики та зміни інституціонального каркасу НБУ.

Від автора

Монографія – результат роботи автора над проблемою функціонування центральних банків, яка вже триває понад 10 років. Попередні праці часто відрізнялися від даної окремими наголосами та акцентами, однак неухильно дотримувались загального орієнтира на те, що монетарна стабільність неможлива без незалежного центрального банку, який здійснює політику цінової стабільності. У цій праці ми підтверджуємо, що можна дискутувати з приводу рівня реалізації політики, але не з приводу самого принципу.

Коли задумувалась дана праця, ще не спостерігалось ознак глобального фінансового обвалу; було лише загострене передчуття, що

система дає збій і розвивається не в тому напрямку. Завершення цієї книги співпало в часі з розвитком кризи, масштаби якої порівнюють з Великою депресією. Ми не бажаємо вдаватись в аналогії, але якщо подолання останньої позначилось на зміні уявлень про макроекономіку і монетарну політику, відкинувши розвиток світових інтеграційних процесів на десятиліття, то подолання теперішньої кризи повинно супроводжуватись такими ж переосмисленнями теоретичної макроекономіки та фінансів, але вже в контексті глобалізму. Альтернативний підхід поверне нас на той виток спіралі, який ми вже проходили. Звідси – глобальну стабільність вже не можна вважати похідною взаємодії принципово розрізнених елементів. Методологічний холізм потребує поширення на систему регулювання, а для цього потрібні зміни не в одному суспільстві, а в усьому цивілізованому світі.

РОЗДІЛ 1

МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЗАКОНОМІРНОСТІ МОНЕТАРНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ: НАЦІОНАЛЬНО-ЦЕНТРИЧНИЙ ПОГЛЯД

1.1. Методологічні та історичні питання зв'язку між монетарними процесами та глобальною фінансовою стабільністю

Проблеми глобальної фінансової стабільності почали активно дебатоватися мірою розвитку фінансової глобалізації та формуванням передумов її неоднозначного впливу на усю світову економіку, окремі регіони чи певні країни. Попри те, що така стабільність теоретично може бути ототожнена з наднаціональним виміром функціонування глобальної економіки, а отже, можна було би припустити, що і вирішення основних проблем її забезпечення також повинно здійснюватись на міжнародному рівні, тривалий історичний розвиток монетарних процесів демонструє необхідність інших акцентів у виборі вихідної ланки аналізу в цій предметній сфері.

Мова йде про те, що в основі розвитку глобальних макроекономічних та фінансових структурних зрушень знаходиться монетарний фактор. Тобто в основі тенденцій, які призводять до необхідності ставити питання про варіанти та способи забезпечення глобальної фінансової стабільності, але не вичерпують усього кола проблем, пов'язаних з останньою, є монетарна політика, яка реалізується центральними банками. Так, зв'язок між розвитком глобалізації як феномена, глобальної інтеграції (та хвиль такої інтеграції), з одного боку, та трансформаціями у монетарній сфері національного (функціонування окремого центрального банку) і міжнародного (функціонування міжнародної валютної системи та міжнародної фінансової архітектури) рівня, з іншого, є достатньо теоретично пророблений, тому може бути застосований як методологічний аргумент щодо необхідності аналізу усього комплексу проблеми глобальної фінансової стабільності з монетарної точки зору, а не просто зведений до аналізу виявлення детермінант та факторів флуктуацій на глобальних та національних ринках капіталу.

Наприклад, чи не вперше зв'язок між процесами глобалізації та низькою інфляцією відзначив Р. Манделл у своїй Нобелівській лекції

(1999 р.)¹. Хоча в основі тези Манделла знаходиться апелювання до явної подібності між результатами монетарної політики кінця ХХ ст. та епохи міжнародного золотого стандарту (1870–1913 рр.), все ж таки у ній простежується лінія зв'язку між низькою інфляцією, розвитком фінансових ринків та низькими інтервенціями держави у ринкові процеси, що в нинішньому контексті дає змогу побачити ознаки першої та другої хвилі глобалізації.

Підхід Б. Ейченгріна та Н. Сузманна більшою мірою спирається на міжнародний вимір монетарної політики в контексті глобальної інтеграції та глобальної фінансової стабільності². Так, в основі глобальної інтеграції є поступове посилення гомогенності грошових систем, а спільні принципи їх функціонування забезпечують сприятливі передумови для розвитку зовнішньоторговельних та фінансових трансакцій між націями. У конкретно історичному контексті кінця ХІХ ст. це стосується поступової перемоги монометалічної золотої системи обігу над біметалічною та системою срібного обігу. Оскільки система міжнародного золотого стандарту еволюціонувала до своїх завершених форм в умовах функціонування центральних банків, то саме з діяльністю останніх пов'язувалась надійність усієї глобальної фінансової системи³.

К. Боріо та Г. Тоніоло в контексті еволюції кооперації між центральними банками також звертають увагу на важливість ув'язки поняття монетарного режиму, фінансового режиму, з одного боку, та монетарної стабільності, фінансової стабільності, з іншого (табл. 1.1.).

Необхідно звернути увагу на теоретичні аспекти розгляду проблеми фінансової стабільності в контексті стабільності функціонування системи грошового обігу. Ми навмисно зараз вживаємо термін “грошовий обіг”, оскільки хочемо привернути увагу до того, що дискусії з приводу забезпечення фінансової стабільності етимологічно походять з дискусій про форму організації грошового обігу та, взагалі, про походження центральних банків. Так, абстрагуючись від раннього етапу заснування центробанків як банків уряду, стосовно якого перші забезпечували пріоритетне фінансування та кредитування, вже на кінець ХІХ ст. сформувалась ситуація, коли саме від монетарної політики почала залежати внутрішня фінансова стабільність.

¹ Манделл Р. Ретроспективний взгляд на ХХ век (Нобелевская лекция) // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 329–353.

² Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1–55.

³ Про роль центральних банків в системі міжнародного золотого стандарту див.: Козюк В. В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – С. 24–43; Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 45–83.

Таблиця 1.1.

Монетарний та фінансовий режим і монетарна та фінансова стабільність в контексті еволюції кооперації центральних банків

	Золотий стандарт	Бретон-вудська система	Пост-Бретон-вудський період
Характеристики режиму			
Монетарний режим	Конвертованість у золото як граничне обмеження на країни та систему загалом	Фіксовані, але коректовані валютні курси; золото як м'яке обмеження на усю систему	Необмежені хартальні гроші
Фінансовий режим	Лібералізовані фінансові ринки; відсутність пруденціальної системи нагляду	Фінансова репресія (адміністративний контроль)	Прогресуюча лібералізація; наявність пруденціального контролю
Концепції та досвід			
Монетарна стабільність	Ідентифікується із золотим стандартом. Наближення до цінової стабільності (до Великої депресії)	Зростаюча роль ідентифікації із ціновою стабільністю. Розглядалась як консистентна із фіксованими валютними курсами до кінця 1960-х.	Ідентифікується з ціновою стабільністю. Після часів високої інфляції наступив період глобальної дезінфляції
Фінансова стабільність	Фінансова нестабільність може стати викликом конвертованості у золото. Фінансова нестабільність не була поширена (здебільшого на периферії)	Фінансова репресія усувала передумови для фінансової нестабільності	Відновлення фінансової стабільності
Цілі кооперації	Підтримання конвертованості у золото	Відновлення передумов для поточної конвертованості валют. Підтримання стійких валютних курсів	Цінова стабільність розглядається як внутрішня справа (за виключенням ЄВС). Усвідомлення переваг від фінансової стабільності.

Продовження табл. 1.1.

Інструменти кооперації (окрім обміну інформацією)	Швидкі позики ліквідності	Швидкі позики ліквідності. Золотий пул	Спорадичні інтервенції на валютному ринку. Швидкі позики ліквідності (для країн з ринками, що виникають). Розробка стандартів та кодів (здебільшого у фінансово-банківській сфері). Посилення інформаційної прозорості ринків
---	---------------------------	---	--

Джерело: Borio C., Toniolo G. One Hundred and Thirty Years of Central Bank Cooperation: A BIS Perspective // BIS Working Papers. – 2006. – № 197. – Р. 3.

По-перше, процес монополізації емісії банкнот був поступовий, а в окремих тогочасних розвинутих країнах зберігалася децентралізована система емісії платіжних засобів навіть попри існування центрального банку. Приватна емісія платіжних документів створювала подвійну ситуацію, коли від неї залежала і цінова динаміка, і фінансова стабільність. При чому, обидва явища щільно пов'язані одне з одним, оскільки вже тоді вплив фінансового сектору на функцію споживання та інвестицій був вагомий, а зародження та розвиток депозитного бізнесу тільки загостили проблему взаємозв'язків між сукупним попитом та станом фінансової системи. Наприклад, надмірна емісія банкнот одним чи кількома банками навіть за системи багатостороннього клірингу не гарантувала виникнення платіжних проблем у них, а, навпаки, могла спровокувати ланцюгову реакцію надемісії по усій банківській системі завдяки ефекту мережі та асиметрії інформації у короткотерміновому періоді. Це породжувало проблему так званої кредитної інфляції, яка перетворювалась на інфляцію на товарних ринках. Втрата надмірно емітованими банкнотами платіжності дуже часто опосередковувалась проблемами в усій фінансовій системі, що зумовлювало обмеження пропозиції банкнот більшістю банків, що зменшувало децентралізовану грошову пропозиції та призводило до стискання грошового обігу, дефляції тощо. Втрата заощаджень внаслідок банкрутства фінансових установ, що здійснили надмірну пропозицію банкнот, також обмежувала сукупний попит. Отже, попри значні переваги така система не гарантувала

фінансової стабільності, а остання саме мірою розвитку фінансового сектору потребувала виходу за межі ризикового фінансового підприємництва та перетворення на певне суспільне благо, забезпечення якого вимагало відповідних інституціональних рішень.

По-друге, наявність центрального банку, наділеного правами фідучіарної емісії, та потенційний конфлікт цілей, пов'язаний із примусом центробанків щодо пом'якшення проблем у сфері бюджету та закріпленням зобов'язань щодо підтримання розмінності банкнот на золото, також не гарантувала фінансової стабільності. Фінансові кризи у Великій Британії 1888 та 1890 рр. продемонстрували, що навіть добре налагоджена система функціонування Банку Англії щодо забезпечення і еластичної грошової пропозиції і розмінності банкноти на золото не завжди дозволяла уникнути фінансових потрясінь. З іншого боку, саме ці події призвели до виникнення та подальшої кристалізації такої ролі центробанків в економіці як кредитор останньої інстанції⁴. Внаслідок цього підтримання фінансової стабільності почали розглядати як складову діяльності органу, що забезпечував монетарну стабільність, а інкорпорація обох цих явищ природно обумовлена внутрішнім зв'язком між станом балансу центрального банку, банківської системи та грошовою пропозицією загалом. В умовах золотого стандарту цей зв'язок і теоретично і практично був доволі еластичний.

Попри те, що розгляд проблеми глобальної фінансової стабільності під таким кутом зору часто ігнорується літературою з приводу функціонування міжнародного золотого стандарту⁵, окремі дослідження у цій сфері відображають те, що в умовах рівня інтеграції, сформованого за першої хвилі глобалізації, фінансова стабільність не може не розглядатись поміж міжнародним контекстом.

По-перше, це впливає з факту, що “правила гри золотого стандарту” порушувались саме провідними центробанками, наприклад Банком Англії, ставлячи під ризик еластичність зв'язку між внутрішніми монетарними процесами і зовнішнім пристосуванням до нових

⁴ Детальніше теоретичні дискусії з приводу проблеми заснування центральних банків та фактографічний аналіз їх виникнення див.: Смит В. Происхождение центральных банков. – Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. – 283 с.

⁵ Див., наприклад: Bordo M., Rockoff H. The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval” // *Journal of Economic History*. – 1996. – № 56(2). – P. 389–428.; Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // *NBER Research Summary*. – 2000. – P. 1–4.

рівноважних умов⁶. Останнє принципово важливо, адже від цього залежала динаміка міжнародної ліквідності, отже сукупний попит не тільки в гео економічних центрах, але і в країнах периферії. Так само, можливості відтягувати момент настання необхідності коректувати внутрішню грошову пропозицію відповідно до зовнішніх умов породжували спотворення у ринкових силах впливу на валютні курси, а отже, провокували валютні та біржові спекуляції.

По-друге, дослідження глобальної інтеграції часів золотого стандарту показують, що міграція криз була доволі поширеним явищем, а розповсюдження резонансу кризової ситуації на фінансовому ринку однієї країни було доволі швидким по усій глобальній економіці загалом, що простежувалось через коливання відсоткових ставок по облігаціях та спредів між ставками першокласних позичальників з розвинутих країн та інших позичальників з країн периферії⁷. В цьому контексті, Б. Ейченгрін та М. Бордо констатують, що режим монетарної політики в чистому вигляді не є визначальним фактором убезпечення від криз⁸. Тобто, останні можуть розвиватись як за досить жорсткого з міркувань пристосування до шоків режиму золотого стандарту, так за сучасного більш гнучкого розуміння ефективності монетарної політики. Втім, це не спростовує факту, що аналіз монетарних засад глобальної фінансової стабільності необхідно починати з виявлення базових принципів монетарної політики на національному рівні. Зокрема, будь-яка макроекономічна модель відкритої економіки відображає структурну ув'язку між внутрішньою та зовнішньою рівновагою, яка має монетарну природу і безпосередньо пов'язана з тими макроекономічними змінними, які є або інструментами центрального банку, або знаходяться з такими інструментами у передбачуваному зв'язку.

Попри те, що сам режим монетарної політики не оберігає повною мірою від фінансових криз, необхідно констатувати, що монетарний фактор дестабілізацій та потрясінь суттєво варіює залежно від такого

⁶ Bordo M., Schwartz An. Charles Goodhart's Contributions to the History of Monetary Institutions // NBER Working Paper. – 2002. – № 8717. – P. 1–21.; Goodhart Ch. Comment / A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. – Chicago: Chicago University Press, 1984. – P. 222–228.

⁷ Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. – 1999. – № 6904. – P. 1–33.; Neal L., Weidenmier M. Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences // NBER Working Paper. – 2002. – №9147. // www.nber.org.; Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper. – 2002. – № 8716. – P. 1–55.

⁸ Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper. – 2002. – № 8716. – P. 1–55.

режиму та структурних компонентів макроекономічних та соціально-політичного оточення його застосування. Це довів розвиток міжнародної валютної системи. В цьому розумінні режим міжнародного золотого стандарту мав концептуальні переваги, порівняно з тими формами реалізації монетарної політики, які прийшли йому на заміну. По-перше, золотий стандарт виконував роль номінального якоря як для економіки загалом, тобто був фактором антиінфляційного призначення монетарної політики, так і фактором фінансової стабільності. В цьому розумінні його позитивна дисциплінуюча роль зводилась до обмежень, які були природними у такому ланцюгу зв'язків як “емісія банкнот (грошова пропозиція) – кредитна експансія – зростання зобов'язань фінансового сектору – погіршення платоспроможності – фінансова дестабілізація”. По-друге, певною мірою він накладав обмеження на фіскальні дисбаланси, оскільки в чистому вигляді унеможлиблював монетизацію бюджетних дефіцитів, беручи до уваги те, що основним завданням тогочасних центральних банків було забезпечення розмінності банкнот на золото. По-третє, золотий стандарт як фактор довіри до монетарної політики в умовах фінансових флуктуацій виконував стабілізаційну місію, тобто валютні спекуляції призводили до відновлення рівноваги і свідчили про несумісність надмірної внутрішньої пропозиції грошей та зовнішніх зобов'язань країни за даного, фіксованого у золоті, валютного курсу. По-четверте, прихильність до даного монетарного режиму – слідування його жорстким вимогам до грошової пропозиції – створювало сприятливі передумови для участі країни у глобальних фінансових процесах, що простежувалось через варіацію спредів по облігаціях відповідно до того, як та чи інша країна дотримується механізму його функціонування⁹. Отже, фінансові потрясіння за часів золотого стандарту стосувалися випадків, коли: а) пристосування у фінансовому секторі до жорстких обмежень на грошову пропозицію, що обумовлювались станом платіжного балансу та золотих резервів, відбувалось раптово і швидко, відображаючи ринкову корекцію надмірної експансії активів у фінансовому секторі; б) такі потрясіння перекидались на ринки в інших країнах, призводячи до волатильності курсів цінних паперів; в) країна не дотримувалась “правил гри” золотого стандарту, внаслідок чого потрапляла у пастку

⁹ Bordo M., Rockoff H. The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval” // *Journal of Economic History*. – 1996. – № 56(2). – P. 389–428.; Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // *NBER Research Summary*. – 2000. – P. 1–4.

макроекономічної дестабілізації, підсиленої обмеженнями на зовнішнє фінансування. У цьому розумінні золотий стандарт в часи до Першої світової війни скоріше виконував роль монетарного стабілізатора глобальної системи фінансів. Кризи були відображенням дії механізму швидкої ринкової корекції нерівноважних процесів, хоча щільна фінансова інтеграція, необхідність якої випливала як з ліберальних потоків капіталу, так і з необхідності наявності останніх для “правил гри” золотого стандарту, створювала сприятливе підґрунтя для міграції криз.

Міжвоєнний період розвитку міжнародної валютної системи відзначився явищами, які, з одного боку, погіршили прояв тих аспектів функціонування золотого стандарту, що демонстрували його вразливість на міжнародному рівні (зловживання орієнтацією на внутрішню рівновагу провідними центробанками, перш за все, Банком Англії, за рахунок широкого застосування їхніх банкнот поруч із золотом у системі міжнародної ліквідності), а з іншого, тих, що пов’язані із внутрішніми монетарними процесами. Тут необхідно почати з останнього, оскільки підвищення номінальної негнучкості економіки, зростання соціального популізму та військові видатки виступили факторами послаблення жорстких умов функціонування цього монетарного режиму та незалежності центральних банків. Сплески інфляції та девальвації, періоди стабілізації, проблеми визначення паритету розмінності банкноти на золото тощо стали звичним явищем. У міжнародному контексті ці явища проявлялись у тому, що одні країни тяжіли до відносно жорсткого слідування довоєнним принципам монетарної політики, а інші – ні, одні країни здійснювали політику повернення до довоєнних паритетів, інші прив’язувались до паритетів відповідно до поточних можливостей, інші взагалі відмовились від золотого стандарту.

Загалом система глобально фіксованих валютних курсів та гомогенних монетарних режимів разом із незначними інфляційними диференціалами в розрізі країн була зруйнована. До цього необхідно додати розриви торговельних зв’язків, багаторазові зміни режиму руху капіталів, що ускладнювало процес врівноваження платіжного балансу за допомогою зовнішнього фінансування. Це зумовлювало перманентну фінансову нестабільність, яка відтворювалась і на національному рівні, і на міжнародному. Щодо першого, то це стосується проблеми спорадичних змін інфляційних і дефляційних періодів, а також рецесій і зростання ВВП, внаслідок чого формувалися внутрішні макроекономічні

передумови для відходу від золотого стандарту, девальвацій, обмежень руху капіталу тощо. Щодо другого, то утворилася ситуація, коли одні країни мали тенденцію до перманентної рецесії та дефіциту поточного рахунка (характерний приклад – Великої Британія, яка повернулася до довоєнного паритету фунта щодо золота), а інші – повзучої інфляції та гіпертрофії золотих резервів (приклад, Франція, яка сконцентрувала впродовж 1930-х років третину глобальних запасів монетарного золота), що прирікало інші країни на дефляцію та рецесію, оскільки спостерігався брак міжнародної ліквідності. В сукупності із досвідом девальвацій та обмежень на рух капіталу валютні спекуляції перетворились із стабілізуючих на дестабілізуючі. Отже, міжвоєнний період відзначився тим, що маніпуляції із монетарним режимом та невизначеність щодо фундаментальних теоретичних засад монетарної політики¹⁰ призвели до перманентної глобальної фінансової нестабільності. Золотий стандарт перестав виконувати роль фактора глобальної фінансової стабільності, і це стосується як національного рівня економіки, так і міжнародного, оскільки кризи вже не відображали дію механізму швидкої ринкової корекції нерівноважних процесів, а фундаментальні перекоси у сфері міжнародної ліквідності та пристосування до неї на рівні національної монетарної політики і навпаки. Епоха золотого стандарту була завершена з початком Другої світової війни і утворенням Бреттон-вудської системи.

Утворення цієї системи у 1944 р. передбачало розв'язання протиріч між пристосуванням до зовнішньої рівноваги всупереч втратам у сфері внутрішніх макроекономічних цілей за рахунок джерел зовнішнього фінансування, для чого створювався Міжнародний валютний фонд. Втім, домінанти досягнення внутрішньої рівноваги у кейнсіанському дусі тільки загострили проблему глобальної фінансової нестабільності.

¹⁰ Мається на увазі, що у міжвоєнний період загострились дискусії з приводу того, якою мірою золото може відігравати роль фактора монетарної стабільності. Мова йшла про те, як зберегти металеві засади обігу з міркувань контролю за інфляцією, але послабити залежність грошової пропозиції від платіжного балансу. Втім, образ ефективності золотого стандарту та широкодоступний досвід такої ефективності створювали ситуацію, коли консенсус міг бути досягнутий тільки стосовно того, що золото є необхідним. А якщо так, то одразу поставала проблема фіксації паритетів, міжнародної ліквідності, резервної валюти та появи асиметричних вигод від її емісії. Тобто такі дискусії були внутрішньо вразливими. Упередженість щодо виняткової ролі золота не дозволяла розірвати зачароване коло теоретичних проблем, пов'язаних з тим, яка роль повинна відігравати монетарна політика у досягненні внутрішньої та зовнішньої рівноваги і субординації між ними. Теоретичні аргументи К. Вікселя про необхідність забезпечення стабільного рівня цін, а не стабільного вмісту золота у банкноті не були почуті більшістю економістів і стали надбанням макроекономічної політики тільки у ряді Скандинавських країн, що вигідно відрізняло їх від інших, які зберігали прихильність до золота, втім, втратили чіткі орієнтири, як забезпечити таку прихильність на рівні практичної політики.

Це пов'язано з багатьма причинами. Якщо за часів золотого стандарту кризи обумовлювались швидкою ринковою корекцією, яка мала стабілізуючий характер, то за даної системи сам режим монетарної політики допускав можливість пристосування до шоку, зокрема у спосіб внутрішньої експансії грошової пропозиції задля компенсації втрат у сукупному попиті. Політика циклічного згладжування також передбачала активістське розуміння призначення центрального банку, а таргетування процентних ставок суттєво зменшувало тягар фінансових потрясінь для економіки. Однак міжнародний формат такої системи продемонстрував її фундаментальну вразливість. Прив'язка до золота через долар США передбачала, що система буде працювати відносно надійно, коли: а) центр емісії резервної валюти буде проводити політику в інтересах усього світу, тобто буде здійснювати політику мінімізації інфляції, через що буде забезпечуватись контроль за зовнішніми платіжними зобов'язаннями, а через них – за глобальною інфляційною ситуацією¹¹; б) зміна паритетів валютних курсів буде екстремим варіантом вирішення проблеми зовнішньої нерівноваги (крім того, з огляду на необхідне схвалення цього кроку з боку МВФ, це означатиме міжнародну легітимізацію девальвації чи ревальвації); в) зовнішнє пристосування до нових рівноважних умов буде відносно швидким за рахунок еластичного фінансування з боку МВФ; г) усі країни таки будуть здійснювати політику контролю за інфляцією з метою підтримання фіксованих валютних курсів; д) експансія міжнародної ліквідності не буде суперечити довірі до емітента резервної валюти¹². І хоча внутрішня складова фінансових дестабілізацій за такої системи була доволі слабкою через акомодативний монетарний режим, глобальна нестабільність Бреттон-вудського устрою проявлялась на міжнародному рівні.

Втрата контролю за інфляцією в США та більшості розвинутих країнах, посилення мобільності капіталів всупереч формальним обмеженням призвели до швидкого нагромадження фундаментальних курсових диспаритетів, врівноваження яких потребувало відходу від такої системи в принципі. Отже, цей валютний устрій в сукупності з

¹¹ Теоретичні засади відповідальності центра емісії резервної валюти за успіх усього міжнародного валютного устрою світу були чи не в перше розроблені С. Стренджем: Strange S. The Politics of International Currencies // World Politics. – 1971. – vol. 23. – № 2. – P. 215–231.

¹² Р. Триффін сформулював тезу, згідно з якою експансія міжнародної ліквідності і, відповідно, уникнення глобальної дефляційної тенденції в умовах швидкого зростання обсягів міжнародних трансакцій буде дедалі більшою мірою залежати від дефіциту платіжного балансу США. Це явище отримало назву “дилеми Триффіна”. Triffin R. Gold and Dollar Crisis. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. – 246 p.

кейнсіанськими засадами монетарної політики виступив джерелом глобальної фінансової нестабільності на рівні самої системи загалом. Це суттєво відрізняє її від попереднього періоду – епохи золотого стандарту. У цьому випадку система була вразлива загалом, її кризи мали загальний резонанс через наявність міжнародного формату їх врегулювання, а джерелом потрясінь були здебільшого асиметричні макроекономічні цілі країн-учасниць і брак гомогенності монетарних режимів та інституціональних засад функціонування центральних банків¹³ (табл. 1.2.).

Таблиця 1.2.

Джерело та характер глобальної фінансової нестабільності в контексті еволюції міжнародної валютної системи

	Міжнародний золотий стандарт	Міжвоєнний період	Бретон-Вудська система
Пріоритет	Зовнішня рівновага (розмінність банкнот на золото), тобто фіксовані курси і пристосування грошової пропозиції до стану платіжного балансу	Суперечлива зміна пріоритету зовнішньої та внутрішньої рівноваги (інфляція, зростання ВВП, зайнятість) в окремі періоди та в розрізі країн	Внутрішня рівновага – формально до того моменту, поки макropolітика не погіршуватиме зовнішню рівновагу
“Слабке місце” з позиції глобальної фінансової стабільності	Можливості порушення “правил гри” золотого стандарту провідними центробанками	Відсутність гомогенності щодо вибору курсових паритетів, слідування жорстким умовам функціонування золотого стандарту. Брак симетричності в розподілі втрат і вигод від зовнішньої нерівноваги в розрізі країн	Асиметрична позиція центру резервної валюти, залежність міжнародної ліквідності від стану платіжного балансу такого центру, брак контролю за рівнем інфляції у світі
Джерело кризових ситуацій	Ризикова поведінка фінансових установ у напрямку експансії активів (у т. ч. центробанків) та швидка ринкова корекція нерівноважної ситуації	Експансивна монетарна політика, що потребувала девальвацій, конкурентні девальвації, плюс ризикова поведінка фінансових установ. Вибір завищеного та заниженого курсового паритету провокував виникнення країн з дефляцією та рецесією і, відповідно, ризиком експансивної політики і зміною паритету вниз та країн з гіпертрофією золотих резервів і зміною паритету вверх	Розширення інфляційних диференціалів у розрізі країн внаслідок відмінних макроекономічних пріоритетів і неспроможність забезпечити адаптацію до зовнішніх шоків з допомогою зовнішнього фінансування. Проблеми довіри до центру резервної валюти (“дилема Триффіна”).

¹³ Детальніший фактографічний аналіз еволюції міжнародної валютної системи з позиції взаємозв’язку між режимом монетарної політики та розвитком процесів глобалізації/дезінтеграції представлений у нашій праці: Козюк В. В. Еволюція міжнародного валютного устрою з позиції динаміки глобалізації цих процесів // Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 45–83.

Продовження табл. 1.2.

Форма прояву валютно-фінансових потрясінь	Недовіра до платоспроможності фінансових установ (в розумінні конвертації їхніх пасивів у золото), стабілізуючі спекуляції. Втім, високий рівень глобальної фінансової інтеграції був передумовою міграції криз	Недовіра до “золотої” платоспроможності фінансових установ, дестабілізуючі спекуляції, запровадження обмежень на рух капіталів	Нагромадження диспропорцій у валютно-курсних паритетах, дестабілізуючі спекуляції, внутрішні заходи із стабілізаційної політики, централізована зміна паритетів
Рівень виникнення нестабільності	Мікроекономічний, інколи макроекономічний	Мікроекономічний, макроекономічний, рівень міжнародної макроекономіки	Макроекономічний, рівень міжнародної макроекономіки

Крах Бреттон-вудської системи та, загалом, тривала еволюція міжнародної валютної системи продемонстрували дуже суттєвий момент. Монетарний фактор глобальних фінансових дестабілізацій в загальному буде усунуто тоді, коли:

- спостерігатиметься симетрія в принципах побудови режиму монетарної політики на національному рівні та в принципах побудови міжнародної валютної системи (міжнародний золотий стандарт передбачав повну інтеграцію таких принципів на функціональному рівні і з кожним окремо взятим принципом ефективно функціонувати би не зміг, а сучасний ямайський устрій демонструє, що спільність таких принципів є похідною еволюції монетарної політики на національному рівні, що, хоч за формою і нагадує період до Першої світової війни, але відрізняється за змістом);
- простежуватиметься глобальна гомогенність у цільовій орієнтації центральних банків на цінову стабільність як фактор усунення номінальних диспропорцій у сфері валютного курсу та платіжних балансів (чого бракувало міжвоєнному періоду та Бреттон-вудській системі й певною мірою періоду 1970–1980-х рр.);
- матиме місце вирішення конфлікту цілей в рамках трилеми (валютні курси, мобільність капіталів, цільовий вибір монетарної політики) (табл. 1.3.).

Неважко помітити, що усунення монетарного фактору глобальних фінансових дестабілізацій на системному рівні консистентно з розвитком процесів глобалізації. Втім, порівнюючи довгострокові інфляційні тренди за золотого стандарту та сучасного валютного устрою, слід констатувати відмінності, які впливають з принципів побудови монетарної політики.

Матриця зв'язку між етапом розвитку міжнародної валютної системи та базовими монетарними засадами забезпечення глобальної фінансової стабільності

	Симетрія в принципах побудови режиму монетарної політики на національному рівні та міжнародної валютної системи	Глобальна гомогенність в цільовій орієнтації центральних банків на цінову стабільність як фактор усунення номінальних диспропорцій у сфері валютного курсу та платіжних балансів	Вирішення конфлікту цілей в рамках трилеми
Міжнародний золотий стандарт	Так	Так	Так
Міжвоєнний період	Частково	Ні	Ні
Бретон-вудська система	Ні	Ні	Ні
Ямайський устрій	Так	Частково	Частково

1.2. Цінова стабільність як домінанта позитивних зрушень у монетарних процесах

Інфляційні процеси за першої та другої хвилі глобалізації доволі відмінні.

Так, щодо епохи золотого стандарту, то можна виокремити дефляційну та інфляційну складові. Перша тривала до 1890-х рр., друга – після. Дефляційний тренд першого півперіоду визначався відносно стаціонарними запасами монетарного золота (150 млн. унцій у 1880 р. та 220 млн. – у 1900 р.) та зростанням ВВП у США, Франції, Великій Британії та Німеччині за 1880–1900 рр. в середньому у 1,75 рази. Після за 1990–1913 рр. монетарне золото збільшилось з 220 млн. унцій до 380 млн. (тобто за 20 років першого періоду його обсяги зросли на 70 млн., а в другому – на 160 млн., тобто приріст більше ніж подвоївся за меншу кількість років), а ВВП зріс у середньому у 1,4 разу у згаданих країнах без США та в 1,9 разу в останніх. При цьому, попри очевидний зв'язок між експоненціальним зламом у динаміці монетарного золота та переходом від дефляційної до проінфляційної смуги в історії золотого стандарту, рівень цін у США на 1913 р. порівняно з 1880 р., які взято за 100, становив 104,

Франції, відповідно, 93, Великій Британії – 98, і тільки в Німеччині – 132¹⁴. В основі збільшення обсягів монетарного золота знаходиться відкриття нових родовищ та підвищення продуктивності у добувній галузі, що припало саме на 1890-ті. Як наслідок, простежується очевидний монетарний за характером зв'язок між динамікою цін і зростанням обсягів золота. З огляду на те, що навіть за таких умов принципи цінової стабільності в умовах золотого стандарту не були порушені, а інфляція жодного разу в розвинутих країнах не перетнула позначки в 5%, принцип довіри до монетарної політики набуває фундаментального значення. Саме з цим принципом пов'язано те, що приріст золота сприймався учасниками ринку капіталів як запорука можливості центральними банками виконати свої зобов'язання по конвертованості банкнот у золото. Внаслідок цього не спостерігалось впливу капіталів та фінансової дестабілізації (тоді як у сучасних категоріях цю проблему можна було би змалювати наступним чином: приріст грошової маси (не прив'язаної до золота, як за часів першої хвили глобалізації) сприймається як проінфляційний та дестабілізаційний, внаслідок чого формується недовіра до курсової політики центрального банку, що зумовлює вплив капіталів і, відповідно, валютно-фінансову кризу).

У світлі вищесказаного динаміка інфляції за другої хвили глобалізації розвивається за протилежним алгоритмом, що, у першому наближенні, є відображенням відмінностей у базових інституціональних та функціональних засадах діяльності центробанків¹⁵. Зокрема, тут насамперед необхідно зауважити, що у випадку золотого стандарту інфляція прив'язана до запасів монетарного золота, тобто визначається не тільки намірами центральних банків, але й автономними змінами в обсягах монетарного золота. Розмінність банкнот на золото хоч і вважалась фундаментальною передумовою усунення ризику негативної для економіки цінової динаміки, проте не враховувала, що приріст обсягів металевих резервів може зумовлювати інфляційні процеси. В сучасних же умовах останні пов'язанні з макроекономічними феноменами, структурними зрушеннями та рішеннями центральних банків. Тобто знижувальний тренд інфляції (на відміну від підвищувального за часів золотого стандарту) є проявом складніших та взаємопов'язаних явищ,

¹⁴ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 113.

¹⁵ Про відмінність інфляційних процесів в розрізі хвиль глобалізації навіть попри співмірний рівень цінової динаміки вже зауважено нами у: Козюк В. В. Монетарна політика у глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 40–42.

аніж протилежна тенденція у випадку першої глобалізаційної хвилі. Так, табл. 1.4. демонструє, що, починаючи з 1980-х рр., індекс споживчих цін починає знижуватись.

Таблиця 1.4.

Інфляція у розвинутих країнах у розрізі десятиліть

	1961–1970	1971–1980	1981–1990	1991–2000	2001–2006
США	2,8	7,9	4,7	2,8	2,5
Зона євро	3,4	9,2	5,9	2,4	2,2
Японія	5,8	9,1	2,1	0,8	-0,4
Німеччина	2,6	5,1	2,6	2,4	1,6
Франція	4,1	9,7	6,4	1,7	1,9
Велика Британія	4,1	13,8	6,6	3,1	2,4
Італія	2,9	14,1	9,9	3,8	2,4
Канада	2,7	8,1	6,0	2,0	2,3
Нідерланди	4,2	7,3	2,5	2,5	2,5
Бельгія	3,0	7,4	4,6	2,1	2,1
Швеція	4,1	9,2	7,6	2,3	1,5
Швейцарія	3,3	5,0	3,4	2,0	0,8
Іспанія	6,1	15,4	9,4	3,9	3,2
Австралія	2,5	10,5	8,1	2,2	3,1
Австрія	3,6	6,3	3,7	2,3	2,0
Норвегія	4,5	8,4	7,7	2,3	1,7
Нова Зеландія	3,8	12,5	10,8	1,8	2,4

Джерело: Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 43.

Табл. 1.4. дає змогу виокремити принципові закономірності. По-перше, як вже зазначалось вище, інфляція має спадаючий тренд упродовж останніх 25 років і особливо це характерно мірою прогресу процесів глобалізації, тобто впродовж останніх 15 років. По-друге, в сучасних умовах рівень інфляції виявився навіть нижчим за період після Другої світової війни (до 1970-х рр.), який вважався доволі успішним з точки зору загальних макроекономічних результатів. Важливість цього явища також обумовлена тим, що макрополітика в теперішньому періоді за своєю результативністю не поступається стереотипно уславленій кейнсіанській доктрині, ефективність якої часто доводять, спираючись на повоєнні дані. Більше того, інфляція в період глобалізації виявилась не тільки нижчою, але й стабільнішою. По-третє, прикметною рисою є те, що рівень гомогенності щодо інфляції в розрізі розвинутих країн прогресує мірою розвитку глобалізаційних процесів. Так, упродовж 1960-х рр. інфляційні

диференціали були доволі низькими, що можна певною мірою пояснити подібними принципами макроекономічної політики, інерційним привнесенням номінальної стабільності з боку системи фіксованих валютних курсів в умовах стриманого активізму монетарної політики США, відсутністю потужних екзогенних шоків, які би мали специфічний вплив на різні країни та потребували би індивідуальної макроекономічної адаптації, яка віддзеркалювалась би у варіативних рівнях динаміки споживчих цін тощо. Якщо період 1970-х рр. відзначається потужними зовнішніми шоками, розвалом Бреттон-вудської системи, структурною трансформацією економік розвинутих країн, демонструючи і сплеск інфляції і розширення інфляційних диференціалів у розрізі країн, то впродовж 1980-х рр. простежується такий рівень варіативності динамік індексу споживчих цін, який майже співмірний з 1960-ми. Це особливо прикметно, оскільки на даний період припав початок другої хвилі глобалізації і, що найголовніше, злам у реалізації макроекономічної, зокрема монетарної політики. Якщо перша половина 1980-х рр. характеризувалась досить відмінними процесами у сфері функціонування центробанків розвинутих країн¹⁶, то середні показники за це десятиліття відображають певну елімінацію у таких відмінностях, що необхідно пов'язувати із підвищенням спільності принципів в реалізації монетарної політики.

За останні 15 років варіативність інфляції почала суттєво знижуватись, демонструючи високий рівень однорідності в розрізі розвинутих країн. Причому, така однорідність відображає принципову відсутність якогось певного заданого фактора індивідуальних преференцій щодо того чи іншого рівня інфляції та не пов'язана з історично обумовленим середнім рівнем інфляції. Зокрема, якщо ще впродовж 1990-х років можна було побачити вплив таких факторів, як рівень незалежності центральних банків, то розширення строкового діапазону порівнянь суттєво обмежує можливості

¹⁶ Так, у першій половині 1980-х років серед розвинутих країн склалась специфічна ситуація, коли виділилося ряд груп, спільним між якими є передумови та результати монетарної політики. Так, Німеччина та Швейцарія характеризувались відносно стабільним монетарним курсом упродовж усього повоєнного періоду і високим рівнем незалежності своїх центральних банків, внаслідок чого інфляція у них виявилась найнижчою, а перехід на нові, монетаристські, принципи реалізації жорсткої антиінфляційної політики виявився доволі безболісним. США, Велика Британія, Нідерланди та Канада характеризуються, хоч і вищим рівнем інфляції, але швидким переходом до політики мінімізації інфляції на початках 1980-х рр., хоча у випадку другої не зовсім успішним. Переважна більшість з решти країн розпочали політику мінімізації інфляції дещо пізніше. Загалом, інфляційні диференціали хоч і знизались, порівняно з періодом 1970-х, проте залишились дещо вищими за період 1960-х, що необхідно пов'язувати з індивідуальним вибором стратегії макроекономічної трансформації відповідно до пріоритетів низької інфляції, дерегуляції та, в загальному, неоліберальних реформ. Детальніше аналіз цих процесів див.: Козюк В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 46–73.

спертися на якийсь окремий фактор, пов'язаний тільки з окремою країною, як такий, що може надійно пояснити інфляційну варіативність. У цьому випадку ми не ставимо під сумнів результати емпіричних досліджень незалежності центральних банків, які здебільшого єдині щодо важливості інституціонального статусу монетарних органів як детермінанти рівня інфляції, але констатуємо, що перші такі дослідження на прикладі розвинутих країн і наступні відмінні щодо оптимістичної прихильності до даної тези, а процеси глобалізації, маючи свій специфічний вплив на монетарну політику, ще більшою мірою роблять відносним зв'язок між статусом центробанків та інфляцією, хоча і не підмінюють її¹⁷. Зниження інфляції за останні 15 років настільки контрастують із періодом 1970-х і початком 1980-х років, які певною мірою позначились на зневірі макроекономістів у можливості досягнення цінової динаміки часів золотого стандарту, що спонукають окремих дослідників до дуже яскравих метафор. Наприклад, функціонер Банку міжнародних розрахунків Е. Крокетт стверджує: “Уявімо собі повернення у 1970-ті – у ті часи, коли після першого нафтового шоку інфляція почала вимірюватись двозначними числами і зростала. Як би ви тоді сказали центральним банкам, що одного дня вони будуть функціонувати у світі, де інфляція є низькою і стабільною, їхні антиінфляційні наміри користуватимуться високою довірою, а вони будуть мати операційну незалежність, вони ймовірно подумають, що ви курили заборонені субстанції. І якщо вони би і повірили вашим прогнозам, вони би гадали, що це, напевно, найкращий з усіх можливих світів”¹⁸.

Важливим проявом тенденції до зниження інфляції є те, що це є всеосяжним процесом. Наприклад, К. Рогофф стверджує, що важливість даного феномена у тому, що він стосується країн з відмінними структурами економіки, різним рівнем доходу, системами валютних курсів¹⁹. Як видно з табл. 1.5., зниження інфляції стає однаково властивим усім регіонам світу. Попри те, що “рекордсменами” низької інфляції залишаються розвинуті країни, що також видно і із табл. 1.4., особливо важливе зниження інфляції у країнах Латинської Америки та Африки, які мали тривалий досвід гіперінфляції, а також те, що у нових індустріальних країнах Азії рівень цінової динаміки практично зближується з аналогічним у розвинутих країнах Заходу.

¹⁷ Детальніше теоретичні та емпіричні проблеми даного дослідницького напрямку відображені у: Козюк В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – 248 с.

¹⁸ Crockett A. Central Banking Under Test? // Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views // BIS Papers. – 2003. – № 18. – P. 1.

¹⁹ Rogoff K. Globalization and Global Disinflation // Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole. Wyoming, 2003. – P. 77–112.

Таблиця 1.5.

Інфляція у глобальній економіці, середня за десятиліття

	1985–1994	1995–2004	1998–2007
Розвинуті країни	3,8	1,9	1,6
США	3,6	2,3	2,1
Зона євро	-	1,9	1,9
Японія	1,6	-0,1	-1,0
Інші розвинуті країни	5,9	2,3	1,9
Африка	28,1	15,5	10,1
Нові індустріальні країни Азії	11,0	4,8	3,4
Туреччина та Близький Схід	26,3	22,2	7,6
Латинська Америка	190,7	12,3	7,4

Джерело: World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2004. – P. 184; World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 188.

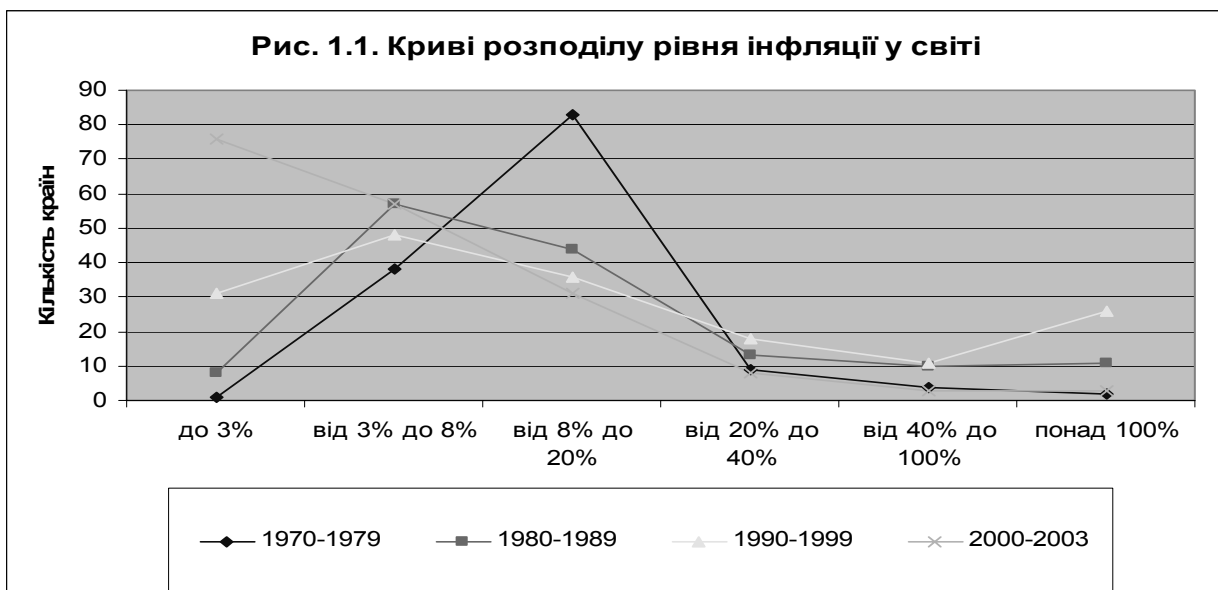
Медіанне значення інфляції також демонструє тенденцію до падіння в розрізі країн та регіонів. Так, для розвинутих країн (Австралія, Австрія, Бельгія, Канада, Данія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Греція, Ісландія, Ірландія, Італія, Японія, Люксембург, Нідерланди, Норвегія, Португалія, Іспанія, Швеція, Швейцарія, Велика Британія, США) медіанне значення інфляції за 1970–1974 рр. становило 2,7%, за 1975–1979 рр. – 2,9%, за 1980–1984 рр. – 2,6%, за 1985–1989 рр. – 1,5%, за 1990–1994 рр. – 1,1%, за 1995–1999 рр. – 0,7%, за 2000–2004 рр. – 0,5%. Для азійських країн з ринками, що виникають, (Китай, Індія, Індонезія, Корея, Малайзія, Філіппіни, Таїланд) за аналогічний період даний показник становив відповідно 7,2%, 7,0%, 4,0%, 2,0%, 1,8%, 2,4%, 1,5%. Для латиноамериканських країн з ринками, що виникають, (Аргентина, Бразилія, Чилі, Колумбія, Домініка, Еквадор, Мексика, Перу, Венесуела), відповідно, 5,0%, 6,0%, 10,0%, 20,0%, 18,0%, 9,0%, 3,0%²⁰.

Попри те, що вищенаведені дані створюють репрезентативну картину зниження інфляції у світі, такі географічні узагальнення маскують іншу принципово важливу тенденцію. Можна спостерігати не тільки загально світовий та міжрегіональний процес зниження інфляції, але й розширення ареалу низької інфляції.

Останнє явище можна спостерігати за допомогою аналізу розподілу рівня інфляції у світі (рис. 1.1.). Для цього рівні інфляції поділені за

²⁰ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 99.

такими діапазонами: до 3% (фактично відповідність принципу цінової стабільності); від 3% до 8% (коли залежність між інфляцією і макроекономічними процесами дуже часто має нелінійний характер, демонструючи складність процесу забезпечення цінової стабільності); від 8% до 20% (цей діапазон демонструє хиткість зв'язків між інфляцією і економічним зростанням); від 20% до 40% (порогові значення інфляції, вище за які інфляція конвенціонально стає перешкодою економічному зростанню); від 40% до 100% (ризик переходу до гіперінфляції та ймовірність її подолання, що вимагає продовження стабілізаційних кроків); понад 100% (відображає гіперінфляційні процеси)²¹.



Як видно з рис. 1.1., спостерігається яскраво виражена трансформація кривої розподілу інфляції у світі впродовж 1970–2000 рр. Така крива втрачає риси кривої нормального розподілу і перетворюється на спадаючу функцію. При цьому, можна виділити наступні тенденції. По-перше, спостерігається постійне збільшення кількості країн з інфляцією до 3%, внаслідок чого початок кривих розподілу, спочатку поступово, піднімається, а потім різко стрибає вгору. По-друге, можна побачити і зростання кількості країн з діапазоном інфляції від 3% до 8%, і суттєве зменшення кількості країн з діапазоном інфляції від 8% до 20%. По-третє, з огляду на те, що у середніх інфляційних діапазонах кількість країн

²¹ Джерелом даних для побудови рис. 1.1.-1.6. є: Rogoff K. Globalization and Global Disinflation // Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole, Wyoming, 2003. – Р. 77–112. Необхідно додати, що в розрізі періодів кількість країн не збігається, що пов'язано зі зміною політичної карти світу.

зменшується, а в нижчих – збільшується, можна констатувати те, що відбувається своєрідне “перетікання” країн у зону низьких інфляційних рівнів. По-четверте, кількість гіперінфляцій у 2000-х роках зрівнялась з періодом 1970-х, що є позитивним явищем, порівняно з періодом 1980–1999 рр. По-п’яте, в діапазоні інфляції від 20% до 40% і від 40% до 100% є незначний прогрес. Більше того, за цим і наступним інфляційним діапазоном спостерігається однаковий розподіл країн упродовж 1970-х та 2000-х рр. Покращення відбувається за рахунок того, що поміж цими періодами кількість країн з високою інфляцією була вищою. Те, що впродовж таких періодів як 1970-ті та 2000-ні роки, які характеризуються іншими уявленнями про ефективність монетарної політики, принципи її побудови та інституціональне забезпечення, а також глибинними баченнями ролі держави в економіці та рівня розвитку світового господарства, має місце ідентична кінцева частина функції розподілу інфляцій, свідчить про те, що окремі країни не спроможні трансформувати свою економіку і макроекономічну політику, залишаючись у полоні власного інерційного розвитку.

Аналіз кривих розподілу рівня інфляції у світі в розрізі років дає змогу побачити наступні закономірності.

Так, рис. 1.2. демонструє, що за період 1970–1979 рр. інфляція у світі може бути описана функцією нормального розподілу.

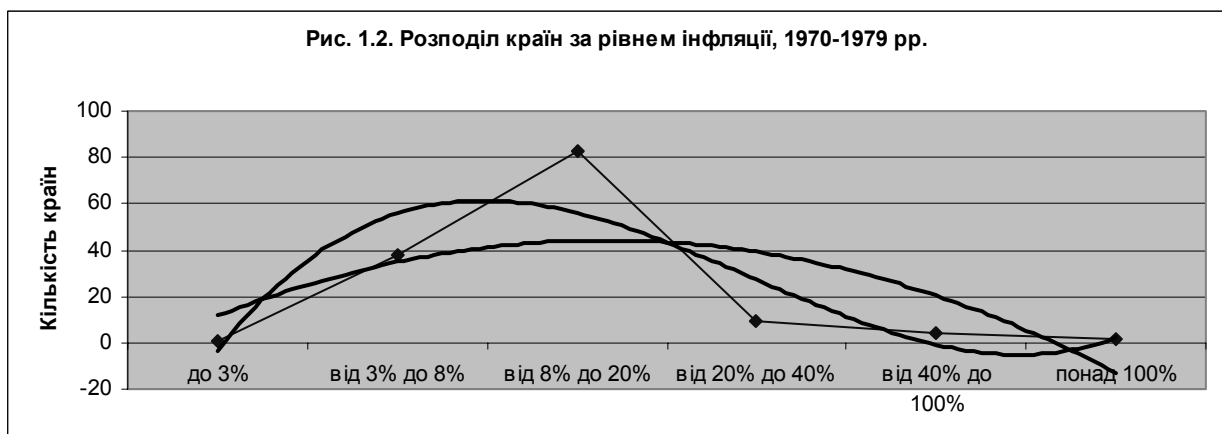
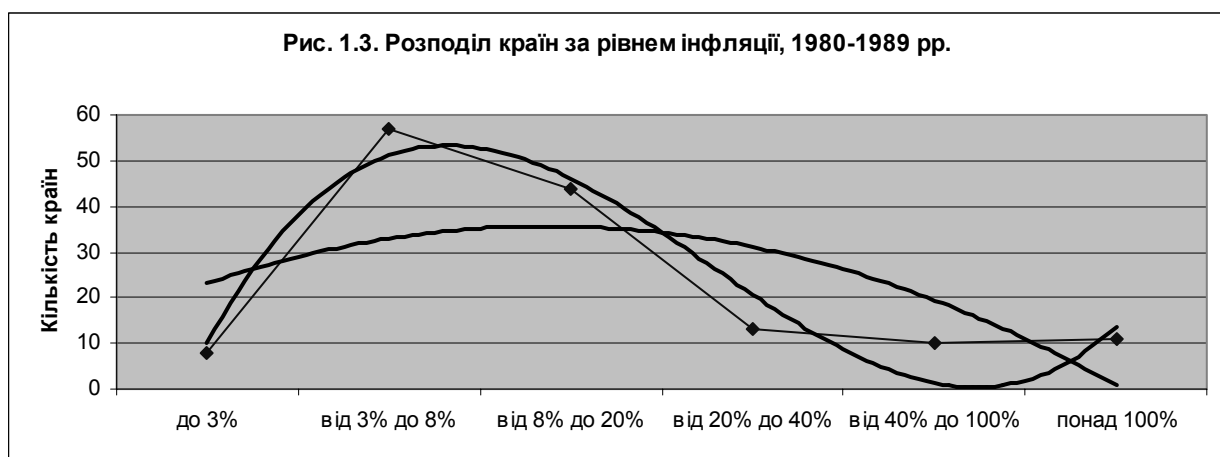


Рис. 1.2. демонструє, що понад 80 країн світу мали інфляцію на рівні від 8% до 20%, біля 40 країн – на рівні від 3% до 8%, а країн з гранично низькою та високою інфляцією було дуже мало. Цю закономірність необхідно пояснювати з тих міркувань, що на цей період припали розпад Бреттон-вудської системи та нафтові шоки, які мали глобальне значення і

вплинули на інфляційну картину багатьох країн. Саме через це розподіл рівня інфляції наближений до нормального. Принаймні функція апроксимації другого порядку є своєрідно розтягнутою функцією нормального розподілу з екстремумом на рівні 18% значення інфляції та 45 країн. Водночас, функція третього порядку, апроксимуючи дану криву, демонструє екстремум на рівні 10% інфляції та 60 країн, тобто відображає зміщення у діапазон нижчої інфляції. Модальне значення інфляції за цей період становить 14% (табл. 1.6.). Це свідчить про те, що, загалом по глобальній економіці, не були повністю зруйновані механізми контролю за інфляцією, притаманні впливові Бреттон-вудської системи на країни периферії. Тобто попри глобально діючий шок елементи інерції в поведінці щодо рівня інфляції у світі збереглися перш за все на рівні країн периферії, хоча найбільшим шоком, як це вже зазначалось, зростання інфляції було саме для розвинутих країн. Можна стверджувати, що наближений до нормального розподіл рівня інфляції у світі за цей період відображає подвійну тенденцію: негативну в аспекті розвинутих країн, але відносно позитивну в аспекті країн периферії.

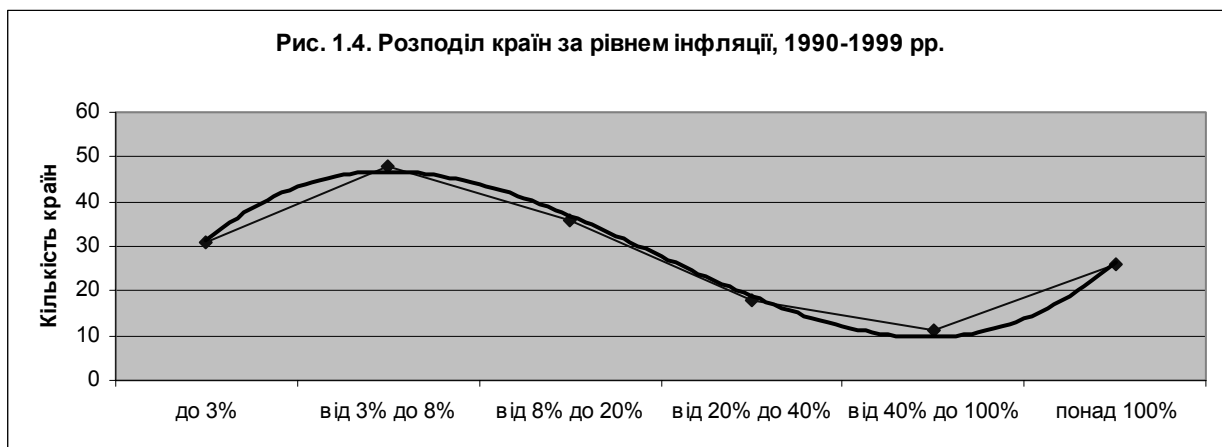
Період 1980–1989 рр. відзначається деякою зміною в тенденціях розподілу рівня інфляції у світі (рис. 1.3.).



Як видно з рис. 1.3., характер розподілу рівня інфляції у світі відображає характерне зміщення екстремуму функції вліво – у бік нижчих інфляційних діапазонів. Так, модальне значення інфляції за цей період знижується до 5% для трохи менше, ніж 60 країн, тоді як функція апроксимації третього порядку дає екстремум на рівні 7% та 55 країн, а другого – 14% та трохи менше, ніж 40 країн (табл. 1.6.). Позитивним у цьому можна назвати розширення зони помірної інфляції. Водночас,

можна побачити і “сплющення” функції, що говорить про посилення тенденції до розшарування країн за рівнем інфляції, що, відповідно, не було досить атрибутивним явищем для попереднього періоду. Таке “сплющення” функції особливо прикметно виглядає, коли мова йде про маргінальні рівні інфляції. Тобто зросла кількість країн, ситуацію в яких можна назвати досягненням цінової стабільності (інфляція до 3%), а також зросла кількість країн із досвідом гіперінфляції. Це є відображенням того, що розвинуті країни розпочали здійснення політики мінімізації інфляції, а країни третього світу, втративши такі гальмуючі макрополітику механізми як фіксовані та прив’язані до золота валютні курси, опинились у стані неспроможності контролювати зростання цін. Саме на цей період припало розкручування спіралей гіперінфляції та реалізації макростабілізаційних програм в Латинській Америці та меншою мірою в Африці. Отже, у цьому періоді позитивні і негативні сторони зміщеної, але “сплющеної” кривої розподілу рівня інфляції у світі в розрізі розвинутих країн світу та країн, що розвиваються, стали оберненими, порівняно з попереднім періодом.

Щодо періоду 1990–1999 рр., то тут, як видно з рис. 1.4., спостерігаються якісно відмінні процеси. Функція розподілу знову-таки має яскраво виражене зміщення вліво, тобто у бік низько інфляційних діапазонів, однак спостерігається різке збільшення кількості країн з інфляцією в межах 3%. Крім цього, кількість країн із помірною інфляцією суттєво не зростає. Суттєвою відмінністю кривої розподілу в даному випадку є те, що вона найбільш вдало може бути апроксимована тільки функцією третього ступеня. Це пов’язано з тим, що порівняно з попередніми періодами суттєво збільшується кількість країн з гіперінфляційними епізодами. Таке явище можна пояснити тим, що саме на цей період розпочався процес постсоціалістичних трансформацій у країнах колишнього Радянського блоку, які у перші роки реформ практично усі (за винятком Угорщини) пережили сплески гіперінфляції.



Найцікавішим моментом, яким відзначається цей період, є те, що модальне значення інфляції та екстремум функції апроксимації збігаються на рівні 5% та дещо менше ніж 50 країн. Це свідчить про суттєві глибинні зрушення в інфляційних процесах у світі. Зокрема, якщо розвинуті країни фактично повністю перейшли до політики цінової стабільності, то країни третього світу також почали наслідувати це, поповнюючи групи країн з інфляцією до 3% та від 3% до 8%. Таку ситуацію необхідно визнати певною мірою переломною, коли розшарування країн за рівнем інфляції втратило свої контури по типу “розвинуті країни – низька інфляція, решта світу – висока”. Цю тенденцію можна вважати початком тенденції до номінальної конвергенції у світі, яка багато в чому обумовлена тими змінами, які привнесла у монетарну політику глобалізація. Те, що існує руйнація такого розшарування також впливає з того, що кількість країн у середньому інфляційному діапазоні практично не змінилась порівняно з попереднім періодом, відображаючи певну інерційність окремих країн у сфері боротьби з інфляцією і у сфері глобальної інтеграції.

Щодо наступного періоду, то, як видно з рис. 1.5., спостерігається остаточна трансформація кривої розподілу. Вона повністю втрачає вигляд кривої нормального розподілу: її екстремум є початком функції, що відображає стрибкоподібне зростання кількості країн з інфляцією до 3%. Так само зросла і кількість країн з інфляцією в межах від 3% до 8%. Кількість країн в інфляційному діапазоні від 8% до 20% суттєво не змінилась, порівняно з попереднім періодом, але суттєво зменшилась кількість країн з гіперінфляційними епізодами. Як вже зазначалось, права частина функції розподілу рівня інфляції у світі впродовж 2000-х років стала аналогічною тій, була впродовж 1970-х.

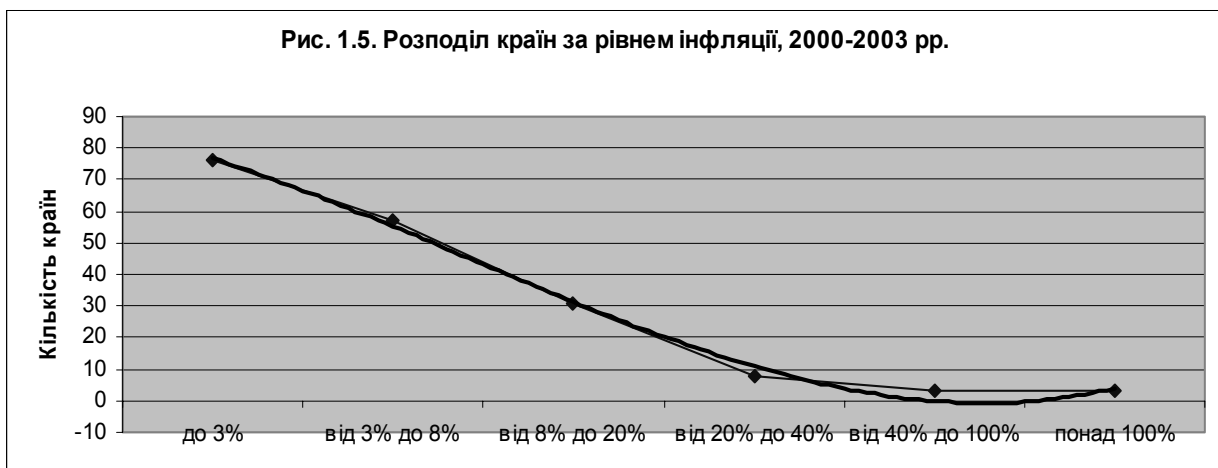


Рис. 1.5. є яскравим свідченням укорінення тенденції до номінальної конвергенції у сфері інфляції і того, що саме з розвитком глобалізації низька інфляція перестала бути привілеєм розвинутих країн: відбувається систематичне “перетікання” країн з середніх інфляційних діапазонів у низькі, розширюючи зону цінової стабільності у глобальній економіці.

Таблиця 1.6.

**Модальне та апроксимоване значення інфляції
в розрізі періодів та їх характеристика**

	1970–1979	1980–1989	1990–1999	2000-ні
Модальне значення	14%	5%	5%	1,5%
Екстремум функції другого порядку	18%	14%	-	-
Екстремум функції третього порядку	10%	7%	5%	-
Ключова характеристика періоду	Розшарування країн: підвищення інфляції у розвинутих, інерційне збереження помірної інфляції у решті світу на тлі дії спільних інфляційогенних шоків	Розшарування країн: розвинуті перейшли до політики зниження інфляції, решта світу зіткнулась з проблемою гіперінфляцій та запізнілого зниження рівня інфляції	Переломний момент: перемога політики цінової стабільності у розвинутих країнах, розшарування решти світу за ступенем схильності до дезінфляційної політики	Глобальна номінальна конвергенція у сфері низької інфляції: руйнація принципу співпадіння рівня розвитку країни та рівня інфляції

Табл. 1.6. демонструє, що у світі спостерігається процес поступового зниження не просто середніх значень інфляції, як це демонстрували табл. 1.4.–1.5., а модальних. Разом зі зниженням рівня екстремуму функції розподілу це свідчить про глибоку дезінфляційну тенденцію, яка існує у світі і діє практично наскрізно.

Процеси дезінфляції у світлі проведеного аналізу можна розкласти за вертикальною та горизонтальною ознакою. Щодо вертикального аспекту процесів, то рис. 1.1.–1.5. та табл. 1.6. дають можливість стверджувати, що у масштабах світу процес дезінфляції набуває хвильовеподібного характеру. Маскуючись за процесом “перетікання” країн у низько інфляційні діапазони, такі хвилі поступово втягують у дезінфляційну орбіту все більше країн. Образно це можна змалювати так:

піднімання хвилі нижчого інфляційного діапазону втягує країни, внаслідок чого вони формують основу хвилі наступного, ще нижчого діапазону інфляції і так далі, поки не утвориться наближена до вертикалі залежність між кількістю країн та низьким рівнем інфляції. Щодо горизонтального, то можна говорити про експансію ареалу низької інфляції, як це видно з рис. 1.6.

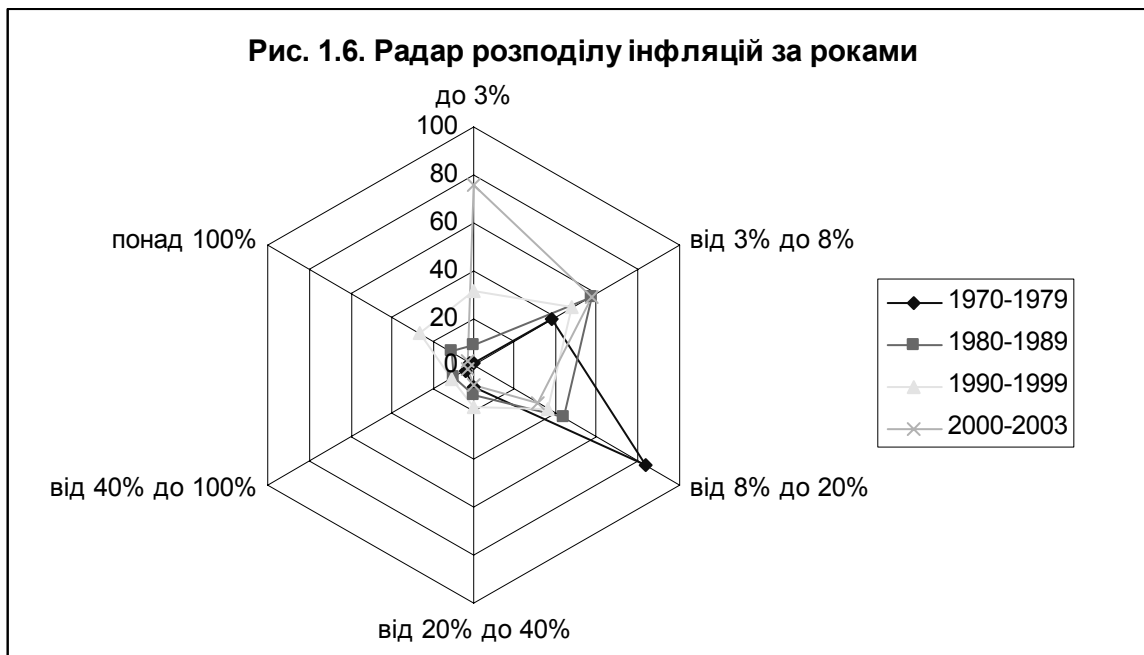


Рис. 1.6. дає можливість побачити, що найбільшу площу має багатокутник, який відображає розподіл рівнів інфляції саме за період 2000-них років, і ця найбільша площа розташована саме в сегментах найнижчих рівнів інфляції. Отже, процес дезінфляції у світі відбувається і за просторовою ознакою. Це явище суттєво контрастує із періодом першої глобалізаційної хвилі, коли поширення золотого стандарту стало глобальним явищем, закладаючи основи монетарної інтеграції через спільність прив'язки монетарної політики до золота та завдяки спільності принципу слідування “правилам гри” золотого стандарту. Також це стосується глобальної фінансової інтеграції, оскільки такі “правила гри” нерозривно пов'язані з мобільністю капіталів як передумови функціональної ефективності автоматичного механізму коректування внутрішньої грошової пропозиції. На відміну від даних явищ, теперішня хвиля глобалізації характеризується експансією принципу цінової стабільності, який демонструє глобальну номінальну конвергенцію. Попри те, що така конвергенція не передбачає глобальну інтеграцію

прямо, як у випадку поширення міжнародного золотого стандарту, вона може бути свідченням глибших процесів, пов'язаних із глобально діючими факторами, зовнішнім проявом чого може виступати номінальна конвергенція, а внутрішнім – реальна інтеграція та трансформація відтворювальних процесів.

1.3. Стабільність цін у системі макроекономічних зв'язків

Емпірична картина цінової стабільності буде неповною, якщо її не розглядати поза макроекономікою інфляційних процесів. Важливість цього впливає з ряду теоретичних та практичних аспектів реалізації монетарної політики та функціонування країни в системі міжнародних економічних відносин. Так, з точки зору традиційної монетарної теорії рівень інфляції необхідно розглядати в контексті розгортання ділового циклу. Згодом ця теза отримала вужче трактування в розумінні того, що ефективність монетарної політики повинна вимірюватись не тільки рівнем інфляції як таким, але й забезпеченням мінімізації коливань інфляції (і, певною мірою, ВВП). Така зміна в поглядах пов'язана з розвитком неокласичних моделей монетарної політики, які в основу аналізу покладають проблему динамічної інконсистентності, монетарних правил, оптимальної дискреційності в поведінці центробанків тощо²². Нове розуміння ефективності монетарної політики як такої, що повинна забезпечувати цінову стабільність, мінімізуючи при цьому варіативність інфляції, ставить нові наголоси на тому, які повинні бути зв'язки між останньою та іншими макроекономічними змінними, наприклад, безробіттям, ВВП, валютним курсом. З точки зору глобалізаційного аналізу важливість цього також обумовлена тим, що на кожному з таких змінних впливають фактори, що асоціюються зі структурними зрушеннями, які вносять в економіку процеси глобалізації. З точки ж зору теорії міжнародної економіки параметр інфляції є важливою ланкою зв'язку між грошовою пропозицією та платіжним балансом, валютним курсом, процентними ставками, потоками капіталу, а також важливим елементом визначення характеру зовнішнього пристосування до нових рівноважних умов, на які також впливають процеси глобалізації. З цих міркувань неокласичне розуміння ефективності монетарної політики

²² Детальний аналіз впливу розвитку неокласичної теорії монетарної політики на поведінку центральних банків представлений у наших працях: Козюк В. В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – 244 с.; Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – 320 с.

повинно мати прямі наслідки для зовнішніх зв'язків країни, що відображаються в платіжному балансі та в балансі центрального банку.

З цих міркувань особливо важливо зауважити, що утвердження тенденції до цінової стабільності іде поруч із тенденцією до зменшення варіативності інфляції, що наочно відображає табл. 1.7.

Таблиця 1.7.

Варіація інфляції в розвинутих країнах

	1961–1970	1971–1980	1981–1990	1991–2000	2001–2006
США	3,2	11,0	5,2	0,6	0,5
Зона євро	0,6	5,3	9,8	1,0	0,1
Японія	2,9	31,9	2,1	1,5	0,2
Німеччина	0,7	2,0	4,0	2,6	0,2
Франція	2,4	7,9	15,7	0,7	0,1
Велика Британія	2,4	31,0	7,7	1,9	0,5
Італія	2,9	34,3	26,6	2,6	0,1
Канада	1,8	6,9	8,9	2,1	0,8
Нідерланди	3,9	4,2	5,5	0,3	1,3
Бельгія	1,6	10,8	7,9	0,6	0,4
Швеція	3,3	6,8	6,5	7,9	1,0
Швейцарія	1,3	9,8	3,6	3,3	0,2
Іспанія	13,9	26,4	12,3	2,2	0,3
Австралія	2,2	13,1	4,8	2,7	1,3
Австрія	1,5	3,8	3,3	1,3	0,3
Норвегія	6,7	4,7	8,8	0,5	1,8
Нова Зеландія	3,4	13,0	25,8	1,5	0,3

Джерело: Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – Р. 43.

З табл. 1.7. видно, що зменшення варіації інфляції відбувається саме за останніх 15 років. Крім цього, дані у табл. 1.7. і табл. 1.4. мають принципову подібність. У розрізі десятиліть рівень інфляції кореспондує з її варіативністю. Зокрема, помірні інфляції 1960-х років ув'язується і з помірними флуктуаціями рівня інфляції у цей же період. Потужні шоки 1970-х та відмінні варіанти адаптації до них призвели як до підвищення рівня інфляції, так і до підвищення її варіативності за десятиліття. Це саме стосується і наступного періоду: реалізація політики мінімізації інфляції мала відмінний характер в розрізі країн, що і відображає різні характери коливань зростання цін. Що ж до останніх 15 років, то тут, як і у випадку загального зниження рівня інфляції (табл. 1.4.), спостерігається ситуація, коли відсутня яскраво виражена обумовленість між історичною

волатильністю інфляційних процесів і її впливом на поточну тенденцію зменшення варіативності інфляції. Тобто в розрізі країн не існує чіткого зв'язку між коливаннями інфляції, і ця тенденція виникає тільки в період розвитку глобалізації. З одного боку, таке явище може відображати відсутність ідіосинкратичних шоків, які відмінно впливають на процес внутрішнього пристосування країни до нових рівноважних умов, а також посилення реальної інтеграції й конвергенцію режимів монетарної політики. З іншого боку, це свідчить про зміни інфляційного процесу у контексті зв'язків цінової стабільності з макропараметрами.

По-перше, відбувається падіння інфляційної інерції або ж обумовленості між інфляціями в розрізі періодів. Так само відбувається падіння середніх значень інфляції, якою би не була строковість періоду аналізу. Це явище отримало назву падіння “наполегливості” (*persistence*) інфляції або зниження інфляційного тиску²³. Зокрема, якщо у 1983 р. показник *inflation persistence* становив 0,7, то у 2004 р. – 0,6²⁴. Важливість даного явища у тому, що монетарна політика дедалі меншою мірою стає обумовленою минулим. Шоки стають транзитивними і не потребують змін у монетарних інструментах під час пристосування до них, розширюючи спектр можливих рішень. Відповідно, це спонукає до утворення нижчої рівноважної інфляції в контексті репутаційної рівноваги центрального банку. Це означає, що знижується залежність органів монетарної політики та цільової інфляції від проблеми динамічної інконсистентності. Так, якщо очікування раціональні, то наявність шоку ставить перед економічними агентами питання: центральний банк реагуватиме на шок, чи цільова інфляція, до рівня якої сформувалася довіра, залишиться без змін? У випадку з повністю транзитивними шоками розв'язок дилеми в грі «центробанк – раціональні економічні агенти» суттєво спрощується. Пристосування до шоку не потребує зміни поточного монетарного курсу. Якщо економічні агенти це усвідомлюють, то вони і не змінюють ставлення до цільової інфляції, а центральному банку не потрібно доводити, що він буде слідувати оголошеному курсу, до

²³ Cecchetti S., Debelle G. Has the Inflation Process changed? // BIS Working Papers. – 2005. – № 185. – P. 1–61.; Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy? // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 5–6.

²⁴ Даний показник відображає зв'язок між поточною інфляцією та минулою, згладженою відповідно до певних економетричних технік (як правило, це фільтр Ходріка-Пресскота). Детальніше див.: How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 107.

якого сформувалася довіра, з допомогою посилення рестрикційності політики – тобто за рахунок підвищення процентних ставок.

По-друге, спостерігається розрив зв'язків між інфляцією та діловим циклом. З точки зору ортодоксальної макроекономічної теорії, зростання інфляції відбувається у випадку наближення фактичного ВВП до потенційного, тобто в умовах, коли спостерігається економічне зростання, яке призводить за завантаження виробничих потужностей, збільшення граничних витрат тощо. У випадку ж негативної різниці між потенційним та фактичним ВВП, повинно відбуватись падіння інфляції. Тобто повинна бути кореляція між динамікою ВВП та динамікою цін. Відповідно до зростання інфляції центробанк починає здійснювати рестрикційну політику, яка призводить до відхилення фактичного ВВП від потенційного, що спонукає інфляцію знижуватись, і з'являється від'ємна кореляція між даними показниками²⁵. Додатковий фактор, що мав би утверджувати таку залежність, – неокейнсіанське розуміння ефекту «змащення керма» (*greasy wheel*), коли центральний банк повинен обирати за цільову інфляцію параметр динаміки індексу споживчих цін, що є вищим від нуля²⁶. Для проциклічності у зв'язках між інфляцією і ВВП таке бачення важливе з міркувань того, що центральний банк повинен пристосовуватись до шоку, реагуючи на зміни в сукупній пропозиції відповідними змінами монетарних інструментів, які би вплинули на врівноваження такої зміни з боку сукупного попиту. Внаслідок цього, зв'язок між інфляцією та ВВП на певній стадії циклу повинен бути позитивний, а не певній – негативний. Оскільки розігріти економіку теоретично важче, і з цим погоджуються навіть представники кейнсіанського напрямку (ціни та зарплати нееластичні вниз, але еластичні ввєрх), то формуватиметься домінування тої частини зв'язків між інфляцією та ВВП, яка репрезентується від'ємною кореляцією.

Щодо емпіричних аспектів таких зв'язків, то, наприклад, якщо в США впродовж 1971–1985 рр. коефіцієнт кореляції між інфляцією та ВВП становив -0,57, то за період 1986–2006 рр. -0,27²⁷. У ширшому контексті

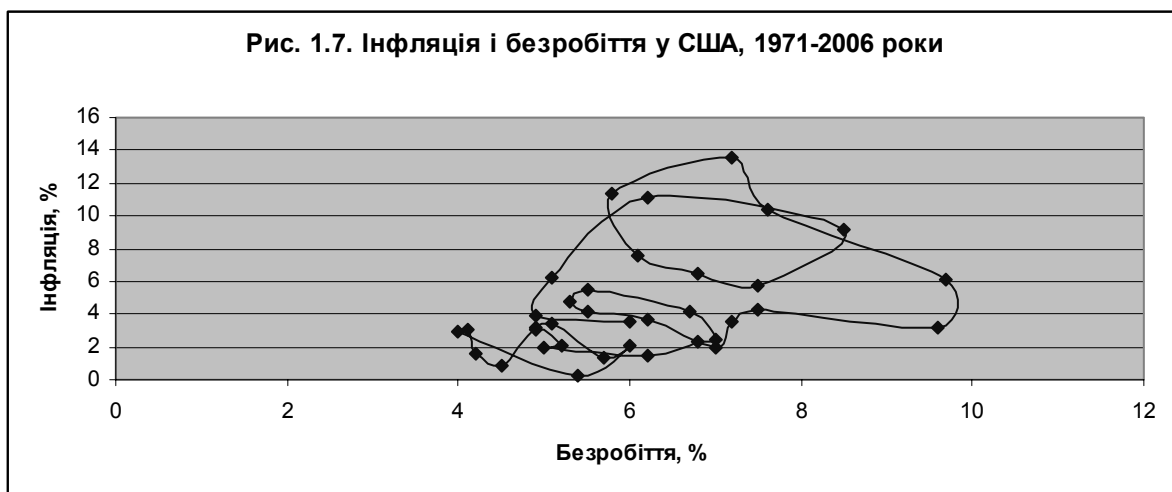
²⁵ Наприклад, саме таке теоретичне розуміння зв'язків між даними макроекономічними параметрами представлене у дослідженні: Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. – 2003. – № 765. – P. 1–60.

²⁶ Akerlof G., Dickens W., Perry G. The Macroeconomics of Low Inflation // Brooking Papers of Economic Activity. – 1996. – № 1. – P. 1–76.

²⁷ Обраховано на основі даних: Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. – 2003. – № 765. – A1.; World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2004. – P. 184 – 185.; World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 188 – 189.

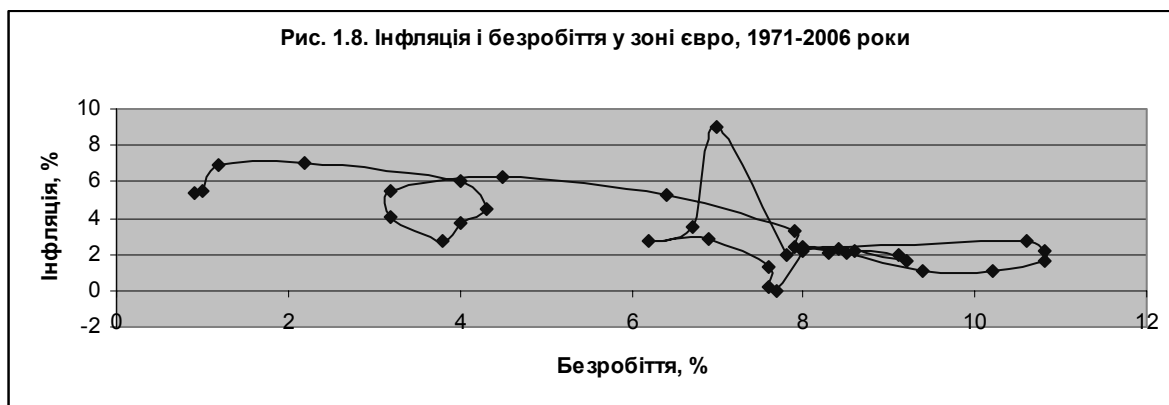
ситуація ще переконливіша. Спостерігається суттєве послаблення зв'язку між інфляцією та ВВП. Наприклад, коефіцієнт еластичності зв'язків між ВВП та інфляцією, обрахований на прикладі розвинутих країн, знизився з 0,3 для 1983 року до 0,2 у 2004²⁸. Це означає, що інфляція дедалі менше залежить від динаміки національного бізнес-циклу у випадку як позитивної, так і негативної кореляції між показниками динаміки ВВП та цін.

Іншим аспектом цієї тенденції є руйнація кривої Філіпса. На прикладі США та зони євро як найбільш значимих складових глобальної економіки можна побачити суттєве зниження оберненої залежності між рівнем безробіття та інфляцією. Якщо за період 1971–1985 рр. коефіцієнт кореляції, обрахований на основі річних даних, між даними показниками становив для США -0,1, то за період 1986–2006 рр. 0,05. Для зони євро, відповідно, він становив -0,7 та -0,3²⁹. Графічне зображення даних зв'язків представлено на рис. 1.7–1.8. В даному випадку, було обрано послідовний варіант відображення зв'язків між точками, що ув'язують інфляцію та безробіття за певний рік, оскільки він більш наочно демонструє безперервні зміни у зв'язках, на відміну від простого точкового відображення таких зв'язків.

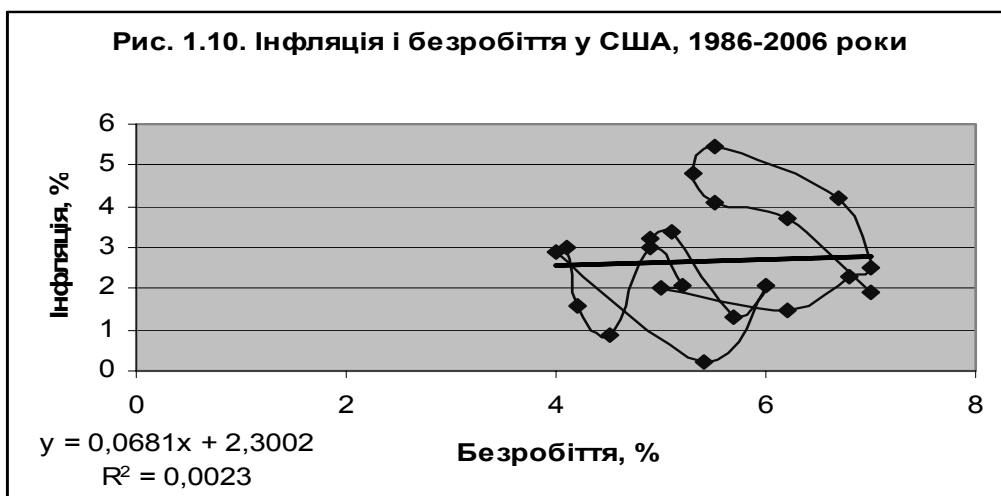
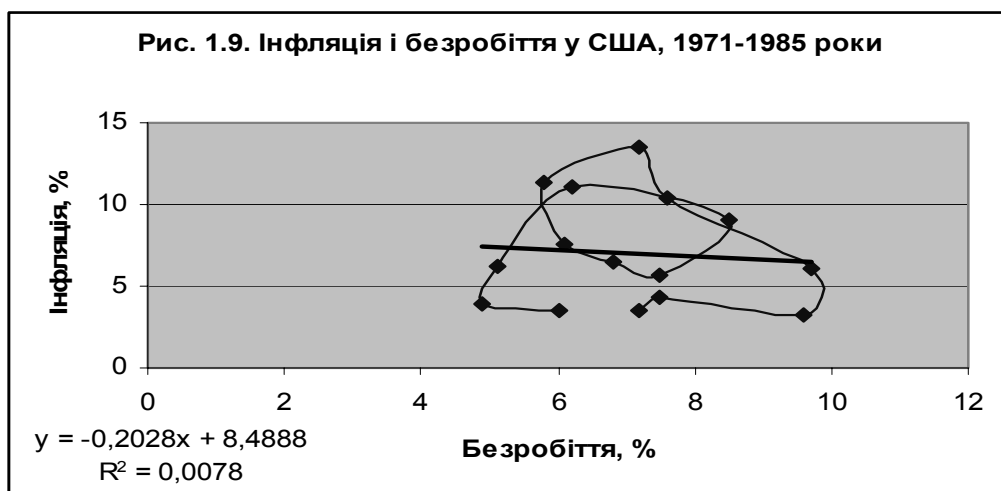


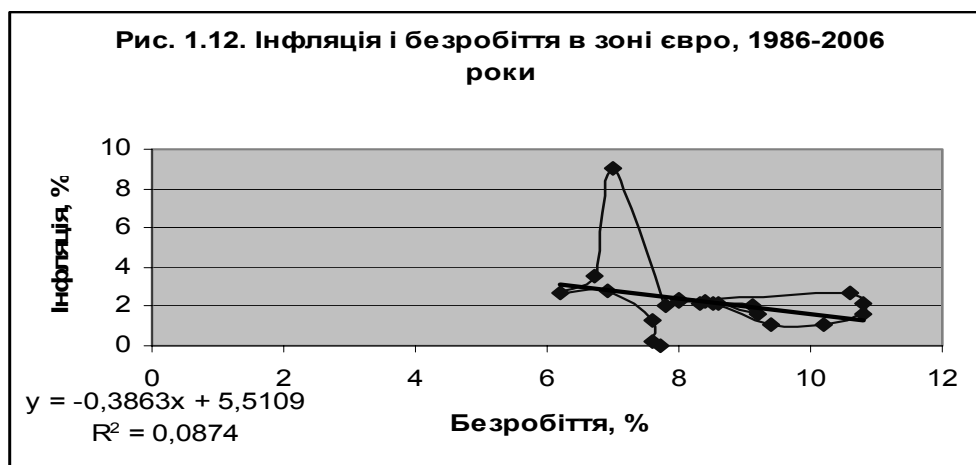
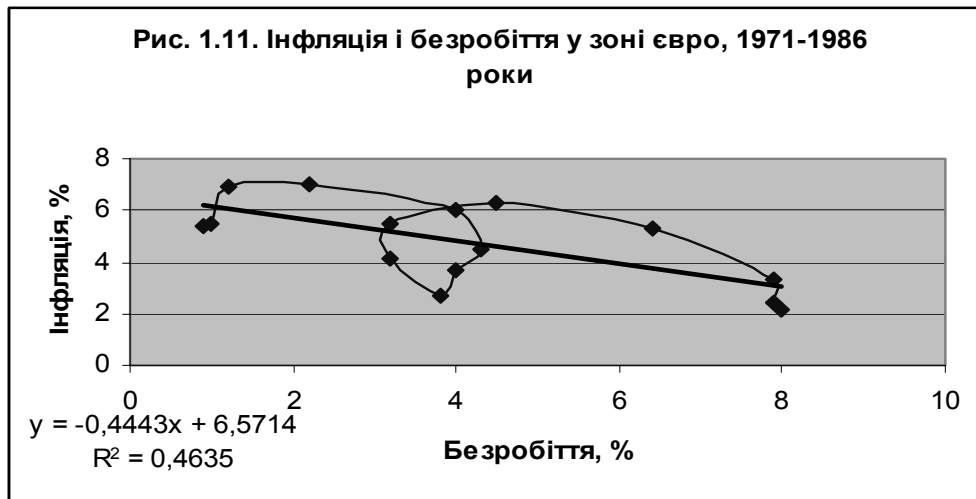
²⁸ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 107. Див. також пояснення у виносці 23.

²⁹ Обраховано на основі даних: Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. – 2003. – № 765. – A1.; World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2004. – P. 184 – 195.; World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 188 – 199. Це саме стосується даних, на основі яких будуються рис. 1.7.–1.12.



Як видно з рис. 1.7.–1.8., не існує чітких свідчень неперервності обернених зв'язків між інфляцією та безробіттям. Поділ на періоди – 1971–1985 та 1986–2006 – також відображає попередньо виявлену закономірність (рис. 1.9–1.12.).





Так, як відображено на рис. 1.9 – 1.12., для США за період 1971–1985 рр., попри відсутність неперервності оберненого зв'язку між даними показниками, простежується негативний кут нахилу лінії регресії, а показник щільності зв'язку не є статистично значимий. За наступний період ситуація щодо неперервності аналогічна, але кут нахилу змінюється на позитивний із збереженням низького значення показника щільності зв'язку. Для зони євро за відповідні періоди ситуація дещо відрізняється. Так, в обох періодах відсутні свідчення щодо неперервності зв'язку між інфляцією та безробіттям, але в обох періодах зберігається негативний кут нахилу лінії регресії. Проте, найголовнішим є те, що за другий період щільність зв'язку різко знижується, порівняно з першим періодом.

Інший підхід до аналізу кривої Філіпса також представляє подібні результати. Зокрема, оцінюючи функцію інфляції, побудовану на методології нового кейнсіанства, К. Боріо та Е. Філардо доходять до висновку, що відбувається зниження, по-перше, еластичності зв'язку між поточною інфляцією та інфляцією попереднього періоду, по-друге, еластичності реакції поточної інфляції на ВВП-розрив попереднього

періоду, по-третє, статистичної значимості функціональних зв'язків між інфляцією, її попереднім значенням та ВВП-розривом (табл. 1.8.)³⁰.

Таблиця 1.8.

Еластичність зв'язку між інфляцією та інфляцією попереднього періоду і ВВП-розривом

	Коефіцієнт еластичності реакції інфляції на її значення у попередньому періоді		Коефіцієнт еластичності реакції інфляції на показник ВВП-розриву попереднього періоду		R ²	
	1980–1992	1993–2006	1980–1992	1993–2006	1980–1992	1993–2006
США	0,92	0,82	0,13	0,09	0,95	0,69
Зона євро	0,98	0,89	0,11	0,04	0,98	0,80
Японія	0,90	0,65	0,07	0,15	0,88	0,73
Німеччина	0,92	0,89	0,07	0,06	0,93	0,81
Франція	0,99	0,83	0,10	0,06	0,97	0,67
Велика Британія	0,94	0,77	0,13	0,07	0,92	0,63
Італія	0,97	0,97	0,20	0,03	0,98	0,93
Канада	0,99	0,58	0,12	0,16	0,96	0,57
Нідерланди	0,99	0,86	0,10	0,05	0,95	0,86
Бельгія	0,98	0,78	0,12	0,00	0,95	0,55
Швеція	1,00	0,81	0,18	0,04	0,87	0,70
Швейцарія	0,85	0,84	0,13	0,04	0,87	0,80
Іспанія	0,98	0,86	0,12	0,01	0,96	0,77
Австралія	0,90	0,83	0,22	0,04	0,90	0,72
Австрія	0,91	0,87	0,23	0,21	0,90	0,90
Норвегія	0,80	0,58	0,25	0,06	0,95	0,36
Нова Зеландія	1,00	0,83	0,15	0,05	0,73	0,73

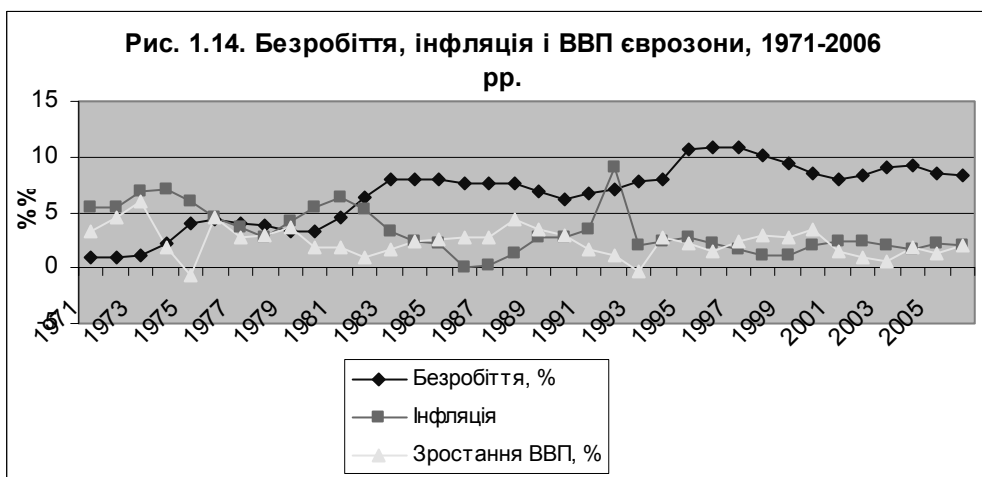
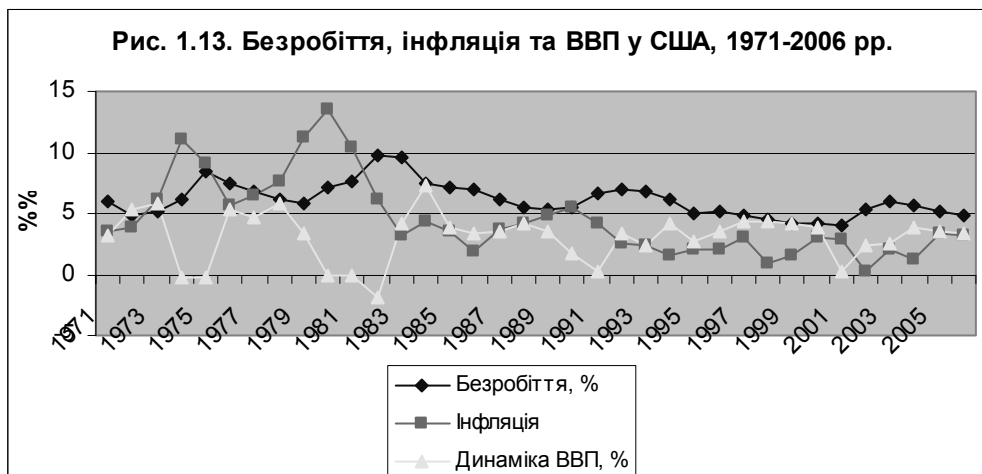
Джерело: Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 29.

Важливим висновком, який дає можливість зробити емпірична картина, представлена у табл. 1.8., є те, що і за період 1980–2006 рр., і за субперіоди 1980–1992 рр. та 1993–2006 рр. еластичність реакції інфляції на своє попереднє значення суттєво перевищувало еластичність реакції на показник ВВП-розриву, а падіння еластичності реакції також більшою мірою стосується другого показника. Тобто, якщо на номінальному рівні інфляція за інерцією продовжує обумовлюватись національними макроекономічними процесами, то на реальному рівні така обумовленість

³⁰ Див. Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 29.

мірою прогресу глобалізації падає. Те, що таке явище стосується глобальних факторів, а не національних, впливає із зменшення показника щільності зв'язку R^2 у другому періоді, порівняно з першим. Це означає, що внутрішні національні фактори динаміки інфляції втрачають свою пояснювальну здатність³¹.

По-третє, спостерігається зменшення циклічності економіки. Затухання ділового циклу пов'язується не тільки із зменшенням волатильності інфляції, а й із зменшенням волатильності ВВП. Приклад, США та зона євро (рис. 1.13.–1.14.) це наочно демонструє.



³¹ Загалом, зниження пояснювальної здатності змінної у структурній моделі є відображенням того, що сама структура моделі може не відповідати реальності. Тобто в умовах структурних зрушень втрачається здатність моделей, які будуються на основі певного теоретичного уявлення про реальність, пояснювати власні взаємозв'язки, а відповідно знижується прогностична якість таких моделей. У даному контексті простежується тенденція до зниження ефективності прогнозування інфляції на основі звичних моделей, що здебільшого акцентують увагу на внутрішньо економічних параметрах. Стосовно прогнозування інфляції у США, див., наприклад: Stock J., Watson M. Why Has US Inflation Become Harder to Forecast? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12324. // www.nber.org. До висновку, що внутрішньо національні фактори вже не можуть пояснити національну інфляцію доходять і інші дослідження. Див.: Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 1–48.; Ciccarelli M., Mojon B. Global Inflation // ECB Working Papers. – 2005. – № 537. – P. 3–47.

З наведених на рис. 1.13.–1.14. даних видно, що затухання коливань інфляції та ВВП почало яскраво простежуватись із 1990-х років. Прикметно, що рівень безробіття далеко не завжди слідує за рівнем ВВП, що ускладнює уявлення про оптимальну монетарну політику. Таке явище можна пояснити тим, що розрив у зв'язках між ВВП та зайнятістю опосередковується широким набором структурних факторів, зокрема інституціональною структурою ринків праці, регулюванням трудових відносин, активністю профспілок і навіть рівнем міграції. Відповідно, це ставить питання про адекватність застосування показника *NAIRU* (*non-accelerated inflation rate of unemployment*) у макроекономічній моделі центральних банків. Випадок Європейського валютного союзу, який у цьому випадку менш виграшний, ніж випадок США, наочно підтверджує це, оскільки рівень безробіття суттєво вищий.

Загалом же тенденція до затухання ділового циклу однаково властива розвинутим країнам і країнам з ринками, що виникають (табл. 1.9.).

Таблиця 1.9.

Стандартне відхилення змін натурального логарифму динаміки ВВП

	1960-ті	1970-ті	1980-ті	1990-ті	2000-ті
Австралія	0,015	0,015	0,01	0,008	0,005
Канада	0,01	0,008	0,007	0,006	0,002
Данія	0,00	0,00	0,012	0,01	0,005
Франція	0,00	0,006	0,004	0,003	0,002
Німеччина	0,02	0,017	0,013	0,023	0,008
Греція	0,00	0,037	0,03	0,026	0,013
Італія	0,01	0,013	0,006	0,005	0,003
Японія	0,013	0,01	0,008	0,007	0,006
Південна Корея	0,00	0,017	0,012	0,018	0,01
Мексика	0,00	0,00	0,04	0,05	0,035
Іспанія	0,00	0,007	0,008	0,009	0,003
ПАР	0,01	0,015	0,02	0,014	0,005
Велика Британія	0,01	0,015	0,007	0,005	0,002
США	0,007	0,01	0,008	0,005	0,004

Джерело: Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24-26, 2006. – 2006. – P. 34.

Табл. 1.9. демонструє, що, як і випадку з інфляцією, найменш волатильними щодо динаміки макропоказників виявились 1960-ті роки, і у

наступних періодах така волатильність тільки зростала. Якщо впродовж 1990-х років в окремих випадках намітилась тенденція до зменшення варіативності зростання ВВП, то у 2000-х вона стала практично загальною. Необхідно зауважити, що тенденція до зменшення циклічних коливань в економічній літературі отримала назву *Great Moderation*, що дослівно можна перекласти як Велике Усереднення або процес визначного зменшення коливань ділового циклу. Цей процес також часто пов'язують зі структурним зламом у розвитку макроекономічних процесів, який, щоправда, не має спільної дати для багатьох країн, але намітився саме у період, з яким пов'язаний розвиток процесів дезінфляції та глобалізації³². Емпіричні дослідження цього явища в основному спираються на факт того, що мірою зростання відкритості економіки створюються сприятливі передумови для зменшення макроекономічної волатильності. Також вони спираються на кількісну оцінку підвищення ефективності монетарної політики, що вимірюється з допомогою показників волатильності ВВП та інфляції. Щодо першого напрямку, то тут констатується значна роль посилення фінансової та торговельної інтеграції³³, а стосовно другого, то виявлено, що за останні 10–15 років волатильність і ВВП, і інфляції одразу суттєво зменшились³⁴. Останнє пояснюється широким набором факторів, зокрема, це:

- реалізація політики цінової стабільності і, як наслідок, відхід від акомодативної кейнсіанської політики, через що посилились ринкові механізми пристосування до сукупного попиту;
- враховуючи вищесказане, на мікрорівні змінилась модель управління оборотними активами, що суттєво позначилось на зменшенні коливань ВВП;

³² Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 14.

³³ Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Financial Integration and Macroeconomic Volatility // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/50. – P. 1–27.; Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Volatility and Comovement in a Globalized World Economy: An Empirical Exploration // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/246. – P. 1–37.

³⁴ Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – № 7426. – P. 1–35; Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S. Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. – 2002. – № 8970. – P. 1–22; Cecchetti S., Debelle G. Has the Inflation Process changed? // BIS Working Papers. – 2005. – № 185. – P. 1–61.; Cecchetti S., Flores-Lagunes A., Krause S. Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis // NBER Working Paper. – 2004. – № 10973 //www.nber.org; Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2001. – № 8354. // www.nber.org; Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65; Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 91–110.

- економіка стала більш гнучкою за рахунок того, що актуалізувались фактори інноваційності та конкурентності в системі визначників економічного зростання, які також позитивно позначились на зростанні продуктивності праці;
- софтизація, тобто розвиток третинного сектору, який менше залежить від складних індустріальних процесів, схильних до структурної вразливості; поява нової економіки тощо.

Загалом ж фінансові інновації, торговельна глобалізація та підвищення гнучкості економіки необхідно вважати домінантами сучасних процесів зменшення макроекономічної волатильності³⁵.

По-четверте, цінова стабільність стає визначальною детермінантою зниження сили передавального ефекту змін валютного курсу на внутрішні ціни. Причому, саме з ціновою стабільністю пов'язано те, що дія цього ефекту послаблюється на обох його стадіях: стадії впливу зміни обмінного курсу на імпорتنі ціни та стадії впливу імпорتنих цін на внутрішні ціни загалом. Це явище відмічено у багатьох дослідженнях. Оцінка послаблення впливу змін номінального валютного курсу на імпорتنі ціни для розвинутих країн за 1990–2002 рр. порівняно з 1975–1989 рр. відображає суттєве послаблення першої стадії передавального ефекту. Наприклад, для США послаблення такого впливу для порівнюваних періодів оцінюється у 36%, Великої Британії – 45%, Японії – 25%, Італії – 23%, Німеччини – 13%, Франції – 37%, Канади – 58%³⁶. Щодо передавального ефекту загалом, то для країн G-7, тобто для найбільш розвинутих країн, спостерігається послаблення такого ефекту на двох стадіях. Якщо впродовж 1975–1989 рр. була 10% девальвація місцевої валюти, то вона призводила до зростання імпорتنих цін на 7%. За 1990–2004 рр. аналогічна девальвація здорожувала імпорт тільки на 4%. Що ж до динаміки індексу споживчих цін, то така девальвація за перший період призводила до зростання ІСЦ на 2%, а за другий є нейтральною щодо цін на споживчі товари. Причому, такі залежності статистично значимі для усіх країн³⁷. Це саме стосується і країн з ринками, що виникають.

Зокрема, саме з падінням рівня інфляції пов'язується те, що цей ефект послаблюється. Важливою перевагою цього є те, що валютний курс

³⁵ Детальніше це явища проаналізовані у: Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 91–110.; Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники і посібники, 2007. – С. 23–39.

³⁶ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 114.

³⁷ Ihring J., Marazzi M., Rothenberg A. Exchange-Rate Pass-Through in the G-7 Countries // Federal Reserve Board International Discussion Papers. – 2006. – № 851. // www.federalreserve.gov.

може бути застосований з врахуванням ширшого набору монетарних цілей, а не тільки з міркувань контролю за інфляцією. Відхід від “страху перед плаванням” (*fear of floating*) стає можливим саме завдяки тому, що монетарна політика стає зорієнтованою на цінову стабільність, а сам такий страх часто не спрацьовує. Наприклад, фахівці Банку Мексики, беручи до уваги емпіричну картину 16 картин з різним рівнем доходу, але які мають доволі високий рівень відкритості, доводять, що за період з 1976 року по даний час стабільність валютного курсу далеко не завжди кореспондує з епізодами високої інфляції, як це повинно бути у відповідності з гіпотезою про “страх перед плаванням”. Навпаки, – часто валютний курс є більш гнучкий у випадку нижчої інфляції. Досвід же переходу до плаваючих курсів у країнах з ринками, що виникають, також відображає домінуючу роль орієнтації на внутрішню цінову стабільність³⁸.

Аналітичне дослідження Банку міжнародних розрахунків також демонструє тенденцію до вищого рівня незалежності внутрішніх цін від змін валютного курсу, що характерно для багатьох країн, і що враховується центральними банками в побудові власних монетарних моделей³⁹. А в розвідці фахівців ЄЦБ більше уваги приділено тому, що тенденція до зниження сили передавального ефекту, хоч і залежить від зниження рівня інфляції, проте суттєво відрізняється в розрізі країн. Зокрема, для розвинутих країн такий ефект практично мінімальний, тобто внутрішня інфляція практично повністю ізольована від коливань імпорتنих цін, що підтверджують також дослідження МВФ⁴⁰, але, наприклад, для зони євро коливання імпорتنих цін суттєвіші для інфляції, ніж для США та Японії. Серед країн з ринками, що виникають, його дія також не однакова. Вона є найменшою там, де є найнижчою інфляція, тобто в країнах Азії. При цьому, вплив змін валютного курсу на внутрішні ціни не залежить від рівня відкритості економіки, хоча теоретично це мало би мати місце⁴¹.

³⁸ Baqueiro A., Diaz de Leon A., Torres A. Fear of Floating or Fear of Inflation? The Role of Exchange Rate Pass-Through // BIS Papers. – 2003. – №19. – P. 338–354. Слід зазначити, що класичні роботи з проблем «страху перед плаванням» акцентують увагу не тільки на тому, що схильність до фіксованих курсів є відображенням намагання знизити ризик інфляції. Причинами, що штовхають до цього, також є доларизація пасивів у фінансово-банківському секторі та структура економіки. Див.: Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. – 2000. – № 7993. // www.nber.org; Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. – 2000. – № 8006. // www.nber.org.

³⁹ Research on Exchange Rates and Monetary Policy: An Overview // BIS Working Papers. – 2005. – № 178. – P. 1–19.

⁴⁰ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D. C., 2006. – P. 109–111.

⁴¹ Ca'Zorzi M., Hahn E., Sanenhez M. Exchange Rate Pass-through in Emerging Markets // ECB Working Papers. – 2007. – № 739. – P. 1–33.

Щодо пояснень цієї тенденції немає однозначного погляду. Проте усі пояснювальні варіанти можна звести у три групи.

А) Аналізоване явище визначається структурними процесами. Один із аспектів таких процесів – зміна структури міжнародної торгівлі в напрямі відходу від домінування сировинних товарів, які характеризуються низькою ціновою еластичністю, до несировинних, які можуть бути чутливими до змін у попиті. Іншим структурним аспектом цього є підвищення глобальної конкуренції (послаблюється вплив змін валютного курсу на імпорتنі ціни, оскільки вони утворюються внаслідок жорсткішої конкуренції) та дерегуляція. Остання позначається на зменшенні ринкової влади монополій в імпортній діяльності (в контексті впливу імпорتنих цін на внутрішні ціни)⁴². Певною мірою цьому також сприяє зростання ролі Китаю у світовій торгівлі⁴³.

Б) В основі зменшення сили передавального ефекту може бути трансформація поведінки експортерів та імпортерів на мікрорівні, зокрема перехід на модель *price to market* – ціноутворення відповідно до умов ринку призначення, а це робить імпортні ціни більш залежними від внутрішньокраїнної ситуації, що визначає цінову динаміку.

В) Аналізована закономірність впливає, знову-таки, з монетарних передумов забезпечення цінової стабільності. Тут існує кілька варіантів: неокейнсіанський, коли рівень негнучкості цін обернено пропорційний рівню інфляції; неокласичний, коли, приймаючи до уваги раціональні очікування та довіру до центрального банку, підвищення цін внаслідок зміни валютного курсу буде викликати реакцію монетарних органів у напрямі обмеження інфляції, що може негативно позначитись на динаміці ринку загалом, внаслідок чого економічні агенти-імпортери схильні приймати ризик девальвації на себе, уникаючи тим самим обмежувальних дій з боку центробанків. Згадане дослідження фахівців ЄЦБ наводить емпіричні аргументи саме на користь останньої детермінанти послаблення

⁴² Наприклад, саме із посиленням торговельної інтеграції та глобальної конкуренції пов'язується те, що економіка США практично повністю ізольована від впливу змін обмінних курсів на ціни імпорту. Див.: Gust Ch., Leduc S., Vigfusson R. Trade Integration, Competition, and Decline in Exchange-Rate Pass-Through // FRB International Finance Discussion Papers. – 2007. – № 864. // www.federalreserve.gov.

⁴³ Детальніше це явище та дискусія довкола нього будуть розглянуті пізніше, але дослідження залежності китайського експорту та імпорту від валютного курсу (Marquez J., Schindler J. Exchange-Rate Effects on China's Trade: An Interim Report // FRB International Finance Discussion Papers. – 2006. – № 861 // www.federalreserve.gov.) є аргументом на користь того, що намагання Китаю обмежити курсові коливання впливають з його бажання зберегти експортну експансію, а, отже, імпорт з цієї країни в глобальних масштабах можна розглядати складовою структурних змін у процесі послаблення впливу валютних курсів на внутрішню інфляцію.

сили передавального ефекту⁴⁴, що, в підсумку, ще раз підтверджує фундаментальне структурне значення цінової стабільності для трансформації зв'язків між інфляцією та макроекономічними змінними. Зауважимо, що послаблення зв'язку між змінами валютного курсу та внутрішньою інфляцією теоретично може призводити до підвищення волатильності самих курсів, яку в окремих дослідженнях вважають чи не найбільшою проблемою глобалізації⁴⁵. Втім, дослідження довгострокових періодів коливання валютних курсів заперечує цю тезу. Якщо поточна волатильність курсових співвідношень зберігається досить високою, то на більш строкових періодах вона в умовах глобалізації не вища, ніж та, що історично сформувалась після розпаду Бреттон-вудської системи⁴⁶.

Більш інтегральну картину зміни зв'язку інфляції з іншими макроекономічними змінними демонструють В. Мелік та Г. Галаті. Узагальнюючи емпіричні дослідження, що здійснюються саме центральними банками різних країн, вони констатують наявність наступної емпіричної картини: інфляційні очікування суттєво зменшились і в більшості свої прогнози інфляції, що здійснюються центральними банками, вищі за фактичну інфляцію; відбувається поступова трансформація мікроекономічних детермінант інфляції у світлі зміни поведінки фірм у сфері встановлення цін; руйнується зв'язок між інфляцією та ВВП-розривом і особливо це стосується країн з розвинутим фінансовим сектором або ж з високою торговельною відкритістю; зв'язок між інфляцією та валютними курсами зменшується, так само зменшується вплив зміни світової вартості енергоносіїв та кінцевий індекс споживчих цін тощо⁴⁷. Наведені емпіричні викладки повністю узгоджуються з проведеним вище аналізом диспозиції інфляції у макроекономічних взаємозв'язках.

⁴⁴ Ca'Zorzi M., Hahn E., Sanenhez M. Exchange Rate Pass-through in Emerging Markets // ECB Working Papers. – 2007. – № 739. – P. 1–33.

⁴⁵ Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. – К.: Основи, 1999. – 259 с.; Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 7. – С. 52–58; Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293–328.

⁴⁶ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – P. 1–61.; Більш сучасне дослідження К.Рогоффа також демонструє, що лінія апроксимації коливань валютних курсів за понад 30-ний період є практично паралельною часовій вісі. А це є свідченням відсутності суттєвих змін у сфері волатильності валютних курсів, незалежно від прогресу глобалізації. Див.: Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 41–45.

⁴⁷ Melick W., Galati G. The Evolving inflation Process: An Overview // BIS Working Papers. – 2006. – № 196. – P. 1–28.

Отже, номінальна конвергенція, виражена тенденцією до низької і стабільної інфляції, мінімізацією циклічних коливань і загальної макроекономічної волатильності, стає глобально значимим процесом, який мав би створювати фундаментальні монетарні передумови для глобальної фінансової стабільності. Результат монетарної політики – рівень інфляції, її коливання та кореспондуючі коливання ВВП – перестають бути детермінантами макроекономічних флуктуацій на національному рівні, які донедавна зумовлювали виникнення проблем у сфері глобальної фінансової стабільності. Цей алгоритм розгортається в контексті інституціональної та функціональної конвергенції у сфері активності центробанків, що як важливий елемент формування передумов для такої стабільності є предметом наступного аналізу.

РОЗДІЛ 2

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНА ТА ФУНКЦІОНАЛЬНА КОНВЕРГЕНЦІЯ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ У СИСТЕМІ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

2.1. Фінансова стабільність глобального рівня з позиції аналізу інституціональних форм реалізації монетарної політики

Аспекти методології

Посилення актуальності питання забезпечення глобальної фінансової стабільності досить контрастує із виявленими та проаналізованими вище позитивними зрушеннями і емпіричними проявами результативності монетарної політики національного рівня. Тим більше, що такі зрушення кореспондують із фундаментальними змінами у сфері інституціонального забезпечення функціонування центральних банків та самого характеру імплементації монетарної політики. Зв'язок між інституціональними та імплементаційними вимірами функціонування центральних банків, з одного боку, та проблемами забезпечення глобальної фінансової стабільності, з іншого, ґрунтуються на тому, що інституціонально визначений статус монетарних органів обумовлює характер монетарної політики, остання є фактором визначення ієрархії макроекономічних пріоритетів центробанку, досягнення яких стає значимим для поведінки макропараметрів відкритої економіки, відповідно до чого формують свої очікування учасники ринку капіталів, що відображається в поведінці процентних ставок, валютних курсів та потоків капіталу вже у глобальному фінансовому просторі.

Генетичний зв'язок між проблемою статусу центробанків, характеру їх політики та глобальною фінансовою стабільністю можна простежити з таких джерел:

- ймовірність валютно-фінансових потрясінь та швидкість одужання після кризи країн третього світу не є нейтральною щодо величини глобальних процентних ставок. Беручи до уваги, що останні визначаються політикою провідних центральних банків світу з перевагою у сторону вагомішої ролі ФРС у цьому, то можна зауважити, що саме від того, як розгортається кореспонденція між діловим та монетарним (процентні ставки, рідше грошова пропозиція) циклом у геоелекономічних центрах світу – США, ЄС/ЄВС, Японія – залежить те, якими будуть

потоки капіталу щодо решти світу, де країни вразливіші до мінливості приватних капіталів у системі фінансування платіжних дисбалансів⁴⁸;

- вибір того чи іншого режиму валютних курсів між провідними країнами (в контексті дискусій про цільові валютні зони) не є нейтральним щодо торгівлі та потоків капіталу країн, що розвиваються. Якщо глобально фіксовані курси ймовірніше позитивно позначились би на розвитку торгівлі, то процес їх забезпечення, призводячи до підвищення волатильності процентних ставок, не мав би такого позитивного наслідку для потоків капіталу⁴⁹. Тобто вибір між волатильністю валютних курсів та волатильністю процентних ставок і кореспондуючий вибір між вигодами для торгівлі й вигодами у сфері фінансування платіжного балансу та зовнішнього фінансування розвитку проблематичне, оскільки кожна з альтернатив значима для глобальної фінансової стабільності, принаймні у теоретичному плані.

Відштовхуючись від цих джерел можна підійти до більш інтегрального і водночас більш конкретного ствердження про те, що ефективний аналіз монетарних процесів у сфері інфляції та волатильності валютних курсів не можливий без врахування рівня незалежності центральних банків як інституціонального фактора монетарної політики. Зокрема, К. Каттнер та А. Позен запропонували відійти від біполярної моделі (аналіз інфляції та курсової волатильності) до триполярної (аналіз інфляції і курсових коливань у світлі статусу центробанків), на основі чого вони доводять, що високий рівень автономії монетарних органів обернено кореспондує з рівнем інфляції, але й з волатильністю валютних курсів⁵⁰. Іншим емпіричним аргументом цих економістів було те, що вони виявили суттєву роль транспарентності центробанків як фактора курсових коливань і довели це на прикладі Бундесбанку, ФРС та Банку Японії⁵¹. За аналогією можна побачити, що симетричність у функції реакції центральних банків може бути важливим фактором зменшення

⁴⁸ Емпіричний огляд проблеми зв'язку між процентними ставками у розвинутих країнах та кризами в країнах з ринками, що виникають, представлений у: Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. – 2001. – № 8634. – P. 1–108.

⁴⁹ Детальніше про це див.: Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. – NBER Working Papers. – 2001. – № 8535. – P. 1–52.

⁵⁰ Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. – 2001. – № 7. – P. 1–29.

⁵¹ Kuttner K., Posen A. Inflation, Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility // Institute for International Working Papers. – 2004. – № 6. – P. 1–28. Наприклад, підвищення транспарентності Бундесбанку та ФРС позначилось на зниженні коливань курсу долар-марка, а протилежна тенденція у функціонуванні Банку Японії – до підвищення волатильності курсів долар-єна та марка-єна.

волатильності валютних курсів, оскільки однотипна та односпрямована реакція на шок подає приблизно однакові сигнали фінансовому сектору, внаслідок чого потоки капіталу та курсові флуктуації, пов'язані з ними, також стають більш симетричними, що зменшує глобальну невизначеність щодо курсових трендів⁵². Внаслідок цього будь-які тенденції щодо зближення у сфері моделі реалізації монетарної політики у світі та її інституціонального забезпечення як визначника такої моделі почали розглядатись у контексті підвищення надійності функціонування глобальної фінансової архітектури⁵³. Інші дослідження також констатують, що незалежний центральний банк, який користується довірою, є реальною альтернативою будь-яким проміжним чи фіксовано орієнтованим режимам валютних курсів, вразливим в умовах високої мобільності капіталів, оскільки політика цінової стабільності забезпечує монетарні передумови для мінімізації ймовірності валютних криз⁵⁴. Внаслідок цього автономія інститутів монетарної політики перетворюється на фактор глобальної фінансової стабільності.

У цьому контексті можна виокремити три базових тенденції: трансформація основного завдання центральних банків у напрямі забезпечення ними цінової стабільності; підвищення незалежності центральних банків; перехід до таргетування інфляції та намагання сумістити жорсткість політики цінової стабільності та гнучкість у процесі пристосування до шоків.

Цінова стабільність як конвенціональний фокус визначення мандатів центробанків

Історично основне завдання центральних банків відіграло панівну роль у визначенні характеру та пріоритетів у процесі реалізації монетарної політики. Це обумовлено тим, що з переходом до системи паперового обігу та формуванням дворівневої банківської системи з монопольним правом емісії банкнот, делегованої центробанку, грошова пропозиція перестала функціонувати як винятково ринкове явище. Вона стала

⁵² Детальніше див.: Козюк В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 301–304.

⁵³ Козюк В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності // Вісник НБУ. – 2007. – № 4. – С. 34–39.

⁵⁴ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – P. 1–61; Rogoff K., Husain A., Mody A., Brooks R., Oomes N. Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes // IMF Occasional Papers. – 2004. – № 229. – P. 1–72; Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. – Fall 2000. – P. 1–20.

підпорядковуватись інституціональним параметрам, які далеко не часто були сумісні із тим, щоби зблизити таку пропозицію з її ринковою саморегулівною програмою. Так само, домінуюче теоретичне уявлення в суспільстві про роль центробанку в економіці ставало методологічним аргументом на користь того чи іншого легітимізованого визначення завдання монетарних органів. Процес заснування центральних банків, як не дивно, не враховував цього, однак маніпуляції з грошовою пропозицією в умовах золотого обігу довели необхідність накладання певних рестрикцій на поведінку органів грошової влади. Саме тому доба золотого стандарту відзначилась тим, що за центральними банками закріпилося таке основне завдання, як забезпечення розмінності емітованих банкнот на золото. А це, як вже зазначалось, було фундаментальним фактором формування монетарної моделі міжнародного золотого стандарту, історична ефективність якої була би неможлива без двох складових:

- механічної автономії центробанку (в розумінні, що він повинен був застосовувати монетарні інструменти так, щоби виконати основне завдання стосовно зв'язку між банкнотами та золотом, одночасно долаючи проблему нееластичності золотого обігу);

- глобальної інтеграції фінансових ринків, які забезпечували можливості для стабілізуючих спекуляцій, що, відповідно, були сигналами для центробанків стосовно необхідності корекції грошової пропозиції.

Як наслідок, таке визначення основного завдання ставало консистентним із забезпеченням глобальної фінансової стабільності через таку ланку, як система міжнародного золотого стандарту. Тою чи іншою мірою такий підхід до визначення основного завдання монетарних органів був панівний аж до заснування Бреттон-вудської системи.

Кейнсіанська епоха радикально змінила підходи до визначення мандату центральних банків. Пріоритети зайнятості та циклічного згладжування винятково зі збереженням золота в системі офіційних операцій відкинули на задній план проблему забезпечення монетарної стабільності, чому також сприяло розуміння інфляції та безробіття як альтернатив. Фактично необхідність забезпечення такої стабільності делегувалась на міжнародний рівень через функціональні складові бреттон-вудського устрою: збереження золота в офіційних розрахунках між країнами з відмінними платіжними позиціями і активізація кредитних ліній МВФ для згладжування тимчасових проблем із фінансуванням

платіжного балансу. У світлі цього необхідно констатувати виникнення структурного розриву між тою роллю, яку повинні були виконувати центробанки для забезпечення монетарної стабільності національного та міжнародного рівня. Звичайно, з точки зору ортодоксальної кейнсіанської теорії такого розриву існувати не повинно було би, оскільки ціни вважались негнучкими, внаслідок чого внутрішня монетарна експансія/рестрикція одразу повинні були би бути позначатись на виникненні дефіциту/профіциту платіжного балансу, міжнародний вимір проблеми чого і вирішувався би з допомогою міжнародних функціональних елементів тогочасної валютної системи.

Іншим аспектом кейнсіанського ухилу в макроекономічній політиці стало виникнення різного роду дівелопменталістських альтернатив ринковому саморегулюванню. Інструментами таких альтернатив стали відомі адміністративні підходи до грошового обігу та спрямування грошової пропозиції. Якщо розвинуті країни “спокусились” на різного роду теоретичні моделі сприяння розвитку тільки в рамках макроекономічного програмування, планування в “базових галузях”, націоналізацію окремих “промислових гігантів”, то в країнах, що розвиваються, ситуація виявилась зовсім іншою. Центральні банки виступили основним знаряддям “фінансової репресії”, тобто джерелом грошей для дівелопменталістських проєктів. У сукупності це тою чи іншою мірою позначилось і на мандаті центральних банків – монетарна стабільність була витіснена такими категоріями, як сприяння розвитку та забезпечення ресурсами передових галузей економіки в країнах, що розвиваються, а в розвинутих країнах чіткої формалізації основного завдання інколи уникали⁵⁵. Внаслідок цього, основне завдання монетарних органів природно не могло кореспондувати ні з монетарною стабільністю національного рівня, ні з фінансовою стабільністю у міжнародній проєкції, особливо в умовах поступового підвищення ролі глобальної торгівлі та мобільності капіталів у світовій економіці. Підсумок нехтування проблемою монетарної стабільності національного рівня незадовільний: у розвинутих країнах – сплеск інфляції, розвал Бретон-

⁵⁵ Тут необхідно відзначити унікальний у тогочасному контексті досвід Німеччини, де повоєнна конституція та Закон про Бундесбанк чітко передбачали, що основним завданням останнього є забезпечення грошової (цінової – в залежності від перекладу) стабільності в країні. Детальніше ці питання висвітлені у авторських працях: Козюк В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – С. 24–64.; Козюк В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 25–90.

вудської системи, стагфляційна пастка; у країнах, що розвиваються, – хронічно висока інфляція, залежність від зовнішнього фінансування, циклічні зміни макростабілізацій дестабілізуючими епізодами, структурні викривлення тощо. В контексті глобальної фінансової стабільності кейнсіанський проект та смуга долання його наслідків проявилися чи не у найбільших фінансових потрясіннях після Другої світової війни (перехід на плаваючі курси, демонетизація золота, боргова криза третього світу, курсові флуктуації, історично найвища інфляція тощо).

Втім, трансформація мандату центральних банків у напрямі забезпечення ними цінової стабільності мала не міркування глобальної фінансової стабільності, а модернізацію монетарної політики національного рівня в напрямі забезпечення стало низької інфляції як найкращої монетарної передумови стабільного економічного зростання. Абстрагуючись від широкої дискусії з приводу того, що такі зрушення обумовлені переглядом ролі держави в економіці в рамках неоліберальної доктрини, можна стверджувати, що перехід на мандат цінової стабільності має теоретичні та фактографічні джерела. Вони, загалом, ширші та складніші, ніж монетаристське розуміння необхідності забезпечення стабільності у сфері грошової пропозиції, для чого потрібне було підвищення незалежності центральних банків. До таких джерел можна віднести:

- теорію динамічної інконсистентності та дискусії з приводу “правила vs дискреційність”. Основний зміст тут зводиться до того, що проблема інфляції знімається, коли економічні агенти довіряють центральному банку, який не має конфлікту між коротко- та довгостроковими цілями, тобто між короткостроковими стабілізаційними інтенціями та довгостроковими цілями низької інфляції⁵⁶. Попри те, що таке бачення монетарної політики потребувало змін у розумінні природи очікувань та природного рівня безробіття, воно заклало передумови для того, що здобуття довіри центральним банком стало розглядатись як функціональна складова монетарної стратегії. Здобуття ж довіри забезпечувалось за рахунок змін в інституціональному дизайні центробанку, який отримував публічний та юститабельний мандат здійснення політики цінової стабільності;

⁵⁶ Основними працями, які заклали фундамент даного теоретичного підходу є: Kydland F., Prescott E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // *Journal of Political Economy*. – 1977. – 85 (3). – P. 473–492.; Barro R., Gordon D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model // *Journal of Political Economy*. – 1983. – 101 (3). – P. 589–610.; Barro R., Gordon D. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // *Journal of Monetary Economics*. – 1983. – № 12. – P. 101–120.

- розчарування в практичному монетаризмі. Таргетування грошової маси потребувало автономії центральних банків щодо монетарних інструментів, а монетарні цілі могли залишатись імпліцитними. Розвиток неокласичної думки щодо оптимальної монетарної політики позначився на тому, що виникнення та успішний перший і наступний досвід переходу на експліцитні інфляційні цілі⁵⁷ (1989 р. – Нова Зеландія, 1990 – Канада, 1992 – Велика Британія тощо) створили передумови для семантичного суміщення мандату – забезпечення цінової стабільності – та експліцитної інфляційної цілі. Монетарна емпіріологія та теоретичні дебати сфокусувались на загальноприйнятному розумінні цього. Цінова стабільність означає коливання рівня інфляції споживчих цін в межах 2–3%⁵⁸;

- розбудову євроінтеграційних інституцій. Як не дивно, але саме процес монетарної інтеграції в Європі заклав практичні кроки для подальшого реформування мандатів центральних банків в усьому світі. Це пов'язано з тим, що підписання Маастрихтського договору передбачало заснування Європейського центрального банку. Його мандатом було визначено забезпечення цінової стабільності. Так само, вступ до Європейського валютного союзу та запровадження євро передбачало, що центральні банки країн-учасниць повинні мати центральні банки, головне завдання яких – забезпечення цінової стабільності⁵⁹. Це відкрило шлях для легітимних змін у статусах монетарних органів в ЄС, що стало своєрідним космополітичним стереотипом ефективного інституціонального дизайну центрального банку;

- чітке академічне та практичне підґрунтя. Методологічне забезпечення інституціональних вимог до центрального банку найбільш системно викладене ЄЦБ. Це ж стосується жорстких вимог до країн-претендентів на вступ до зони євро - мандат центробанку повинен передбачати забезпечення цінової стабільності⁶⁰;

- підтримку з боку МВФ моделі експліцитного таргетування інфляції та розуміння цінової стабільності як мандата центробанку в категоріях “хорошої практики”. Після суперечливого досвіду реалізації

⁵⁷ Persson T., Tabellini G. Designing institutions for Monetary Stability // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1993. – № 39. – P. 53–89.

⁵⁸ Дискусію з приводу того, що необхідно вважати ціновою стабільністю і чим вона відрізняється від стабільності рівня цін, а також розвиток неокласичної монетарної теорії див.: Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – P. 1–55.

⁵⁹ Economic and Monetary Union. – Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. – 24 p.; Noyer C. The euro in 2000: principal features of the ECB's monetary policy // www.ecb.int.

⁶⁰ ECB Convergence Report. 2004. – Frankfurt-on-Maine: ECB, 2004. – 248 p.

стабілізаційних програм у Латинській Америці та постсоціалістичних країнах Фонд посилив увагу до інституціональних механізмів забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності, а не просто до заходів із подолання кризових ситуацій. Розвиток неокласичної теорії щодо необхідності досягнення довіри центробанком та подолання динамічної інконсистентності, позитивний досвід розвинутих країн у сфері модернізації центральних банків, утвердження принципу цінової стабільності як основного завдання центробанків в академічних колах спонукали МВФ до визнання такого мандату найбільш фундаментальним фактором здорової монетарної політики та введення його у Кодекси поведінки, або “приклади хорошої практики”⁶¹. Таке схвальне ставлення МВФ до цього також розширило горизонти переходу центробанків практично більшості країн світу саме на такий мандат.

Започаткувала перехід на мандат цінової стабільності Франція у 1993 р. Згодом це зробили Мексика, Нова Зеландія, Австралія, Велика Британія, Польща, Швеція, Японія, Південна Корея, Швейцарія, Туреччина⁶². На даний час цей мандат делеговано центральним банкам усіх країн-членів ЄС та більшості країн з ринками, що виникають. Фактично, це означає, що забезпечення цінової стабільності в країні стає базовим макроекономічним пріоритетом тою мірою, якою така країна інтегрована з глобальною економікою і, насамперед, з глобальними ринками капіталу. Останнє має принципове значення у світлі проблеми проміжних курсових режимів та фіксовано орієнтованих режимів валютних курсів. Мається на увазі, що інтеграція з глобальними фінансовими ринками передбачає відкриття волатильним потокам капіталу, які несумісні з вищезгаданими курсовими режимами⁶³. Як наслідок, перехід до плаваючих курсів та необхідність забезпечення номінального якоря для економіки, неможливість таргетування одразу валютного курсу та грошової маси роблять логічним наділення центральних банків мандатом на забезпечення цінової стабільності. В цьому випадку відбувається інституціональне накладання обмежень на політику, що принципово відрізняється від, наприклад, таких

⁶¹ Системний виклад такої «хорошої практики» в розумінні МВФ див.: Lybek T. Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. – IMF Occasional Paper. – 1998. – OP/98/1 // www.imf.org.

⁶² Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65.

⁶³ Детальніше проблема несумісності фіксовано орієнтованих валютних курсів з волатильними ринками капіталів див.: Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – P. 1–61.

макроекономічних обмежень, як фіксація валютного курсу. В останньому випадку корекція монетарного курсу відбувається тою мірою, якою макропроцеси генерують ризик оголошеному курсовому паритету, тоді як в першому, – інституціональний фактор створює передумови для того, щоб сам процес відхилення динаміки цін від визначеного параметра став причиною для корекції політики. Це передбачає і глибше політичне усвідомлення необхідності модернізації макроекономічної політики, знижуючи ймовірність виникнення політичних конфліктів довкола проблем політичного бізнес-циклу чи субординації уряду і центробанку. Відповідно, це стосується глибшої трансформації макроекономічної політики, зокрема, в тому напрямі, де фіскальна політика не може здійснюватись беззастережно щодо принципу цінової стабільності, але й де на фіскальні макрорегулятори перекладається відповідальність за короткострокову автоматичну стабілізацію. Мандат цінової стабільності – це макроекономічний та політичний консенсус з приводу того, що центральний банк більше не відповідає за стабілізацію ВВП та зайнятість на пряму, хоча це і не означає, що на операційному рівні він не реагує на проблеми, пов'язані з ними, за допомогою своїх інструментів. Ефективність такої моделі інституціонального забезпечення монетарної політики, прояв якої можна побачити у тенденціях щодо вертикального та горизонтального удосконалення інфляційної ситуації у світі (див. вище), спонукає окремих економістів вважати, що цінова стабільність стає глобальним конвенціональним уявленням про те, яким повинно бути основне завдання центрального банку⁶⁴.

2.2. Підвищення незалежності центральних банків

Доба глобалізації характеризується суттєвим підвищенням незалежності центральних банків у цілому у світі. З одного боку, цей процес обумовлюється специфічними глобалізаційними детермінантами (ризик підміни антиінфляційного призначення незалежності центробанку в умовах об'єктивного впливу глобалізації на зниження цін, запобігання вірогідному використанню монетарної політики для вирішення проблем, пов'язаних з підвищенням ефективності економіки в глобальному просторі, монетарні компенсації навантаження на фіскальну систему

⁶⁴ Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/88. – P. 5., P. 26; Lybek T. Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. – IMF Occasional Paper. – 1998. – OP/98/1 // www.imf.org; Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/212. – P. 1–40.

погіршення вікової структури населення, створення середовища нездорової конкуренції з допомогою привілейованого фінансування з боку центробанку окремих секторів, які зазнають втрат від глобальної конкуренції тощо)⁶⁵. З іншого – свідчить про довгострокову еволюцію самих центральних банків. Так, якщо за часів міжнародного золотого стандарту, як вже зазначалось, незалежність центральних банків забезпечувалась механічно через делегування їм основного завдання у вигляді забезпечення розмінності банкнот на золото, то кейнсіанське бачення монетарної політики фактично заперечувало незалежність монетарних органів як таку. Повернення до ідеї незалежності центробанків пов'язується з М. Фрідменом та становленням монетаристського історичного типу центральних банків, коли така незалежність сприймалась як принциповий фактор ефективного таргетування грошових агрегатів⁶⁶. У ширшому розумінні повернення до ідеї незалежного центрального банку коріниться у декількох явищах:

- по-перше, це пошук шляхів запобігання таким випадкам, як інфляційне зміщення у політиці, притаманне 1970-им, коли економіка розвинутих країн зазнала втрат від історично найвищої інфляції і від боротьби з нею у наступних періодах, тобто впродовж першої половини 1980-х, коли відсутність довіри до центробанків і до їх антиінфляційних намірів спонукала підвищувати ставки, поглиблюючи проблеми з економічним зростанням та зайнятістю;

- по-друге, це виникнення інтелектуального образу про важливість статусу центробанків. Цей образ був сформований за рахунок емпіричного порівняння інфляційного досвіду в Німеччині і Швейцарії, центральні банки яких були найбільш незалежними після Другої світової війни, та рештою світу. Це, а також зростання політичної ролі монетаризму як бачення економічної стратегії, спонукало і до підвищення рівня незалежності Федеральної резервної системи США під час першої

⁶⁵ Ці питання специфічного впливу глобалізації на необхідність підвищення незалежності центробанку були чи не вперше поставлені Г. Вагнером (Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – Р. 1–62.) і вони суттєво відрізняються від більш традиційного розуміння необхідності підвищення ефективності монетарної політики в умовах мобільності капіталів та глобальної інтеграції за допомогою посилення автономії центробанків, на чому, наприклад, наголошує Л. Жакме (Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/212. – Р. 1–40.). Узагальнення та концептуалізація даної проблематики подана у: Козюк В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 154–161.

⁶⁶ Дискусії та розвиток економічної думки про незалежність центробанків та її макроекономічне підґрунтя розглянуто у нашій праці: Козюк В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – 244 с.

хвилі реформ даної інституції наприкінці 1970-х років у рамках законодавчого забезпечення реалізації пакету антиінфляційних заходів;

- по-третє, структурні реформи у багатьох країнах, що розвиваються, позначились на лібералізації фінансових систем, відходу від дівелопменталізму, що зумовило зміну середовища реалізації монетарної політики. Це привело до необхідності становлення ринкової моделі інструментів монетарної політики, а загалом і визначення інституціональної конфігурації їх застосування в системі макроекономічних заходів. Посилення тенденцій делегування центробанкам розвинутих країн автономного права змінювати інструменти автоматично було екстрапольовано на країни третього світу, що розпочали лібералізацію та структурні реформи, внаслідок чого образ незалежного центрального банку почав поширюватись і на них. З іншого боку, такі трансформації заклали передумови для довгострокової конвергенції у сфері інструментів монетарної політики в напрямку посилення ролі тих, які будуються на ринкових принципах, та поступовий відхід тих, які набувають адміністративного характеру (табл. 2.1.).

Таблиця 2.1.

Еволюція інструментів монетарної політики у світі, % країн у групі, що застосовують відповідні інструменти*

	Країни, що розвиваються		Країни з ринками, що виникають		Розвинуті країни	
	1998	2004	1998	2004	1998	2004
Прямі (адміністративні) інструменти	54	15	27	18	10	0
Резервні вимоги	92	100	91	91	71	71
Законодавчі вимоги щодо ліквідності	38	46	64	18	10	14
Постійно діючі інструменти	100	100	100	100	86	100
Дискреційні інструменти	92	92	91	91	95	100

* Джерело: Buzeneca I., Maino R. Monetary Policy Implementations: Results from a Survey // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/7. – P. 7.

На початку 1990-х років такий інтелектуальний образ отримав чіткі та академічно респектабельні підтвердження у дослідженнях з емпіричної верифікації незалежності центробанків на основі співставлення побудованих індексів незалежності та рівня інфляції (й інших

макропоказників). Перша група досліджень виявила однозначно обернений зв'язок між таким індексом і рівнем інфляції, до чого згодом додалися висновки про нейтральне значення індексу щодо динаміки ВВП і відмінність між формальною та фактичною незалежністю центробанків у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються⁶⁷. Інша група досліджень підтвердила важливість незалежності у сфері вибору інструментів та запобігання фінансувати бюджетний дефіцит (економічна незалежність), хоча і продемонструвала окремі проблеми між жорсткою антиінфляційною політикою, обумовленою статусом монетарних органів, та варіацією ВВП і безробіття⁶⁸. Дослідження регіональної специфіки у сфері монетарної автономії також показали однозначну вагомість останньої для характеристик інфляційних та загалом макроекономічних процесів.

Попри те, що такі дослідження здебільшого сконцентровані на країнах Латинської Америки та трансформаційних економіках, вони, без сумнівів, привносять свою лепту у конвенціональне сприйняття незалежності центробанків як невід'ємної складової сучасної економіки та здорової макроекономічної політики. Стосовно перших, то Л. Жакоме відзначає, що в основі реформування центральних банків у регіоні знаходиться фактор посилення інтеграції країн з глобальним фінансовим простором. При цьому, побудова індексу незалежності дещо відрізняється від широкого відомого GMT-індексу⁶⁹. Зокрема, суттєво збільшується питома вага тих параметрів, які пов'язані з характером кредитування уряду з боку центробанку, обмеженнями на кредитування останньої інстанції, процедурами призначення керівництва монетарних органів, визначення основного завдання, тобто тих параметрів, що репрезентують політичну незалежність центробанку, фінансовою незалежністю.

Такий підхід суттєво відрізняється від виявлених закономірностей зв'язку між незалежністю центробанків у розвинутих країнах та

⁶⁷ Grilli V., Mascizndro D., Tabellini G. Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries // *Economic Policy*. – 1991. – 13 (October). – P. 341–392.; Alesina A., Summers L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1993. – № 25. – P. 151–162; Cukierman A., Webb S., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes // *World Bank Economic Review*. – 1992. – 3 (Sept). – P. 353–398; Cukierman A., Kalaitzidakis P., Summers L., Webb S. Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates // *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy* // 1993. – Vol. 39. – P. 95–140.

⁶⁸ Debelle G., Fischer S. How Independent Should a Central Bank Be? // *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy*. – Federal Reserve Bank of Boston. – 1994. – Conference Series № 38 – P. 195–21; Debelle G. Central Bank Independence: A Free Lunch? // *IMF Working Paper*. – 1996. – P/96/1 // www.imf.org; Eijffinger S., Haan de J. The Political Economy of Central Bank Independence // *Special Papers in International Economics*. – 1996. – № 19. – P. 1–77.

⁶⁹ Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // *IMF Working Paper*. – 2001. – WP/01/212. – P. 1–40.

інфляцією, де основний наголос робився на економічній незалежності, тобто незалежності щодо вибору інструментів. Тут ситуацію необхідно пов'язувати з тим, що у випадку досліджень розвинутих країн часовий фокус аналізу припадав на 1980-ті, коли реформи у сфері монетарної автономії не були поширеними. Випадок же досліджень Латиноамериканських країн враховує те, що економічна незалежність вже була реалізована як факт, внаслідок чого зростало важливе значення інших параметрів, що і дало можливість Л. Жакоме на прикладі 14 країн отримати чіткі свідчення оберненого зв'язку між рівнем незалежності центральних банків та рівнем інфляції. Подальші дослідження та розширення вибірки до 24 країн також виявляють чіткий обернений зв'язок між рівнем монетарної автономії та інфляцією. Втім, тут наголошується, що реформування законодавства про центральні банки іде пліч-о-пліч із іншими структурними реформами, наприклад, реформами у сфері фіскальної політики, державних запозичень, державного адміністрування, а також у сфері стосунків між органами грошової влади та банківським сектором. Внаслідок цього створюються доволі сприятливі структурні передумови для зниження та стабілізації низької інфляції, внаслідок чого каузальність зв'язку між останньою та рівнем незалежності центральних банків “вислизує” з формальних аналітичних процедур⁷⁰.

Так, оцінюючи реформи центральних банків у країнах Латинської Америки, А. Карстенс та Л. Жакоме констатують, що вони мали надзвичайно важливий вплив на процеси макроекономічних трансформацій і винятково з реформуванням макроекономічної політики, що будується на принципі автономії монетарної політики з фокусом останньої на забезпеченні цінової стабільності, загалом досягли позитивного результату. При цьому, подальші інституціональні зміни в напрямі підвищення фактичного статусу автономії центробанків до формального повинні стати базовим фундаментом для здолання таких викликів монетарній політиці в регіоні, як досягнення та забезпечення цінової стабільності, підвищення довіри до національної валюти та поступова дедоларизація, адаптація до волатильних потоків капіталу. Втім, автори наголошують, що в основі успіху монетарної політики в країнах регіону знаходиться вирішення проблем із банківськими кризами та фіскальною дисципліною⁷¹.

⁷⁰ Jacome L., Vazquez F. Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/75. – P. 1–41.

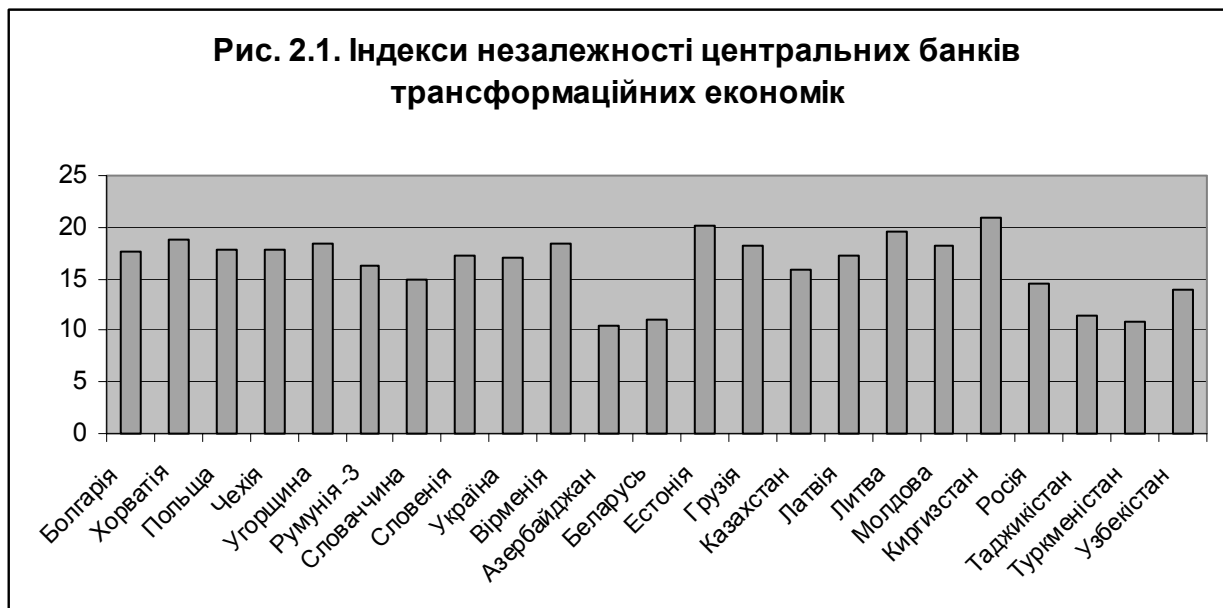
⁷¹ Carstens A., Jacome L. Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/114. – P. 1–43.

Таке твердження відображає проблеми наявності багатьох “інституціональних провалів” у фінансовій системі країн з ринками, що виникають. А саме, мова йде про актуальні питання прихованого кредитування уряду через банки, які знаходяться з ним у щільних стосунках, проблеми із банківським наглядом та нерівноправною конкуренцією у фінансовому секторі, яку вдається підтримувати через різного роду напівтіншові операції центральних банків. В умовах виходу на траєкторію цінової стабільності відносно значення квазі-фіскальних операцій монетарних органів суттєво зростає, що і потребує подальших структурних реформ. Водночас, можна помітити, що із зниженням інфляції та підвищенням незалежності центральних банків зростає ризик фінансових дестабілізацій, пов’язаних з урядовою заборгованістю. Глобальна фінансова інтеграція створює неявні стимули та заохочення зовнішніх запозичень, що може послаблювати фіскальну дисципліну у короткостроковому періоді, на яку позитивно впливає монетарна автономія у довгостроковому. А це суттєво підвищує вразливість монетарного курсу до потоків капіталів. Основний ризик макродестабілізації в умовах формально високого рівня незалежності центральних банків перетікає у площину політичних інститутів, які відповідають за характер стосунків між урядом та центробанком. Внаслідок цього, суттєвим є продовження реформування останніх у напрямі захисту від тиску з боку електорально-урядових маніпуляцій на основі підвищення транспарентності та відповідальності і формалізації зобов’язань щодо забезпечення цінової стабільності, а також пошуку таких інституціональних рамкових умов, які були би стійкішими порівняно із простою та формальною зміною статусу, наприклад, – формування валютних союзів, які це дозволяють імплементувати.

Стосовно постсоціалістичних економік, то підвищення незалежності монетарних органів у них відбувалось під впливом логіки розгортання процесів ринкової трансформації, але відповідно до вже сформованого конвенціонального принципу щодо автономії центробанків. Однак, на відміну від країн Латинської Америки, цей принцип суттєво посилений за рахунок євроінтеграційного фактора. Так, перша хвиля реформ скоріше окреслила базові моменти автономії здебільшого щодо встановлення монетарних інструментів і, як показує дослідження Т. Лайбека на прикладі пострадянських країн, продемонструвала суттєве нерозуміння ролі монетарної політики в економіці ринкового типу, а також те, що

незалежність центральних банків є не просто фактором нижчої інфляції, але й фактором глибини та швидкості структурних ринкових реформ взагалі⁷². Проте вже на середину 1990-х років почав даватися ознаки феномен інституціональної невизначеності щодо статусу центральних банків, який полягав у поступовому реформуванні відносин з урядом та у збереженні значної ролі інститутів монетарної політики в процесах фінансування бюджетних дефіцитів⁷³. Втім, повною мірою така невизначеність стосувалася мандату. Саме в цьому випадку найбільше повно проявився фактор євроінтеграції, оскільки вступ до ЄС передбачає виконання формальної вимоги щодо делегування центральному банку основного завдання у вигляді забезпечення цінової стабільності.

Водночас, необхідно відмітити, що процеси інституціоналізації незалежності центробанків на постсоціалістичних теренах не однорідні, що підтверджує варіація у величині індексу незалежності (рис. 2.1. та табл. 2.2.). Крім цього, рис. 2.2. дає чіткі свідчення на користь наявності оберненого зв'язку між рівнем незалежності центробанків трансформаційних економік та інфляцією⁷⁴.

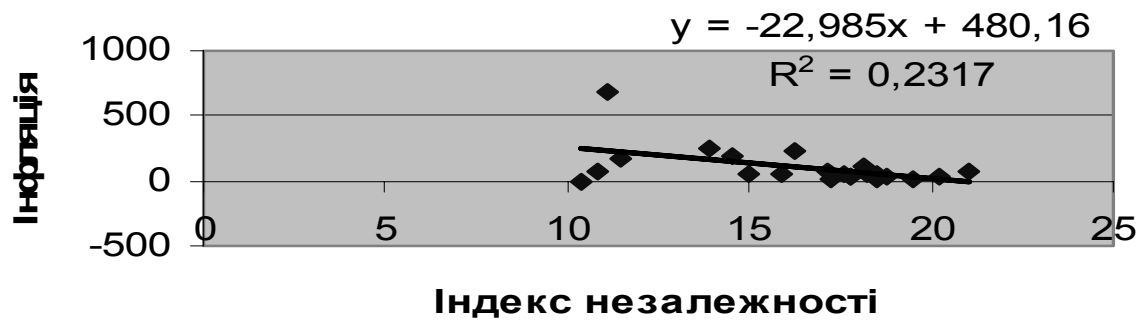


⁷² Lybek T. Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of Former Soviet Union, 1995-1997 // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/4. – P. 1–38.

⁷³ Див.: Козюк В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. – Тернопіль: Астон, 2001. – С. 223–240.; Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 215–242.

⁷⁴ Детальніше методологія побудови індексу, теоретичні пояснення до виявлених емпіричних закономірностей див.: Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 242–254. Рис. 2.2. побудовано з додаванням даних по інфляції (обраховується середня за період) за 2005–2006 роки.

Рис. 2.2. Незалежність центральних банків трансформаційних країн та інфляція, 1998-2006 рр.



Таблиця 2.2.

Дисперсія інфляції та індексу незалежності центральних банків у трансформаційних економіках за окремими групами країн

Групи країн	Дисперсія інфляції			Дисперсія індексу
	1998	2000	2004	
Країни, нові члени ЄС	11,32	16,9	4,4	2,53
Кандидати на вступ (Болгарія, Хорватія, Румунія)	774,54	470,66	22,26	1,57
Країни СНД	430,29	2084,26	51,93	12,81
Нові члени ЄС та Болгарія, Хорватія, Румунія	243,4	150,14	158,73	2,12
Нові члени ЄС та Україна	10,32	56,86	11,0	2,29

Можна виокремити три групи країн: ті, де подальший процес інституціоналізації незалежного статусу центральних банків знаходиться під явно вираженим фактором євроінтеграції, куди можна віднести усіх нових членів ЄС; ті, де має місце доволі високий рівень незалежності центрального банку (незалежно від кількості етапів реформ), куди необхідно віднести Киргистан, Молдову, Грузію, Україну тощо; ті, де рівень незалежності центробанку залишається на відносно низькому рівні (більшість країн СНД). Внаслідок цього, формується значна неоднорідність щодо рівня формальної незалежності центробанків, а кризові потрясіння 1998 років продемонстрували відмінності й у практичному наповненні формального незалежного статусу, що

простежувалось у специфіці реакцій на шок та, відповідно, характер зв'язку між рівнем автономії, інфляцією та динамікою ВВП⁷⁵.

Щодо країн нових членів ЄС, то можна виділити ще один стимул для подальших реформ: вступ до зони євро та виконання вимог з боку ЄЦБ щодо інституціональної конвергенції. Як показав досвід цих країн, їхні центробанки потребують ще більш удосконалених законів особливо стосовно таких питань, як резолюції щодо конфліктних ситуацій, правила звільнення керівництва, фінансова незалежність (порядок розподілу прибутку та формування резервних фондів) тощо⁷⁶. Це створює специфічну ситуацію, коли відмінний рівень інституціональних вимог при вступі до ЄС та ЄВС та доволі жорсткий характер самих вимог породжує певний інституціональний шок⁷⁷, внаслідок чого можна спостерігати кількостанний процес реформування законодавства про центральні банки в процесі євроінтеграції:

- етап перед вступом до ЄС. Тут основною вимогою є відповідність мандату принципу цінової стабільності. Реформи здійснюються під доволі жорстким пресингом бажання вступити до ЄС. Це консолідує політичні сили довкола відповідних змін тільки мірою належності до інтеграційної доктрини;

- етап перед вступом до ЄВС. У цьому випадку необхідні більш чіткіші та процедурні норми законодавства, які не викликають великого ентузіазму в політиків, а відтак будуть реалізуватись відповідно до більш ширшого розуміння процесу приєднання до зони євро, належність у якій не є такою першочерговою політичною та макроекономічною ціллю, порівняно з членством у ЄС.

У сукупності наявність такого інституціонального розриву у вимогах щодо законодавства про центральні банки разом із шоком пристосування до новозапроваджених змін пов'язується із подальшими структурними реформами й утворенням більш жорсткого макроекономічного оточення економічної політики. Це робить процес інституціоналізації незалежності центральних банків країн-нових членів ЄС тривалішим в часі, але й більш глибоким та завершеним, порівняно з іншими постсоціалістичними країнами чи іншими країнами з ринками, що виникають. Втім, для

⁷⁵ Див.: Козюк В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – С. 177–187.

⁷⁶ ECB Convergence Report. 2004. – Frankfurt-on-Maine: ECB, 2004. – Р. 23–32.

⁷⁷ Інституціональний шок як складова інтеграційного шоку та їх значення для побудови стратегії приєднання до зони євро розглянуті автором у: Козюк В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 426–434.

останніх, якщо відбудеться процес поглиблення реформ центральних банків у напрямі посилення їхньої незалежності, то він, найімовірніше, буде пов'язаний із вимогами адаптації до фінансової глобалізації, що потребує жорсткої макроекономічної політики задля зниження ризику фінансових дестабілізацій, або ж із регіональними процесами валютної інтеграції. Загалом з недавнім досвідом гіперінфляції це позначилось на тому, що в постсоціалістичних країнах формальний рівень незалежності поступається хіба що зоні євро в контексті світових порівнянь. Так, станом на 2003 р. GMT-індекс для зони євро становив (у розрізі політичної, економічної та загальної автономії), відповідно, 1,00, 0,78, 0,89, для розвинутих країн, за винятком зони євро – 0,44, 0,83, 0,64, для трансформаційних економік з ринками, що виникають, – 0,80, 0,80, 0,80, для країн з ринками, що виникають, за винятком трансформаційних економік – 0,41, 0,72, 0,57, для країн, що розвиваються, Латинської Америки – 0,34, 0,69, 0,51, Африки південніше Сахари – 0,32, 0,69, 0,47, Азії та Океанії – 0,38, 0,55, 0,46, Північної Африки та Близького Сходу – 0,33, 0,60, 0,47, постсоціалістичних – 0,80, 0,68, 0,74⁷⁸.

Оцінюючи загальносвітову тенденцію у сфері незалежності центральних банків, можна побачити суттєвий контраст, порівнюючи 1980-ті та 2000-ні роки не тільки загалом, але й у розрізі регіонів (табл. 2.3.).

Таблиця 2.3.

**Регіональні тренди у сфері незалежності центральних банків
(GMT-індекс для 163 країн)***

	Політична		Економічна		Загальна	
	1980-ті	2003	1980-ті	2003	1980-ті	2003
Африка	0,17	0,37	0,52	0,72	0,33	0,53
Азія та Океанія	0,21	0,54	0,41	0,73	0,30	0,63
Європа	0,32	0,79	0,27	0,98	0,30	0,88
Близький Схід	0,25	0,40	0,36	0,68	0,30	0,53
Латинська Америка	0,36	0,50	0,36	0,88	0,36	0,67
Загалом	0,28	0,56	0,38	0,84	0,32	0,68

* Джерело: Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/88. – P. 19.

Загалом можна констатувати такі тенденції у цій сфері: найбільшою мірою рівень незалежності центробанків зріс у розвинутих країнах та країнах з ринками, що виникають, тобто тих, які найбільшою мірою

⁷⁸ Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/88. – P. 12.

інтегровані з глобальною економікою. Втім, перші є лідерами за рівнем незалежності монетарних органів; у загальному приріст економічної незалежності істотніший, ніж політичної, але для розвинутих країн – навпаки, тоді як для країн з ринками, що виникають, та країн, що розвиваються, приріст видів незалежності приблизно співмірний; простежується чіткий лінійний зв'язок між рівнем економічної та політичної незалежності центральних банків у світі як для 1980-х, так і для 2000-них років, але для останніх він стає чіткіше окресленим; валютні союзи суттєво сприяють підвищенню незалежності центробанків, що простежується на прикладі ЄВС, Східно-Карибського та двох Західно-Африканських валютних союзів⁷⁹; узагальнення досліджень щодо переваг незалежності центробанків дає чіткі емпіричні свідчення на користь наявності оберненого зв'язку між нею та рівнем інфляції при тому, що перша є нейтральною щодо макропараметрів реальної економіки⁸⁰.

Щодо процесу підвищення незалежності центробанків, то можна виділити наступні бачення. Зокрема, в умовах високої інфляції та недостатньої фіскальної дисципліни монетарну автономію можна вважати небажаною, оскільки її фактичне ігнорування компрометує сам принцип незалежності центробанків. Як наслідок, перехід до неї вигідний тоді, коли він реальний і такий, що реально спонукає до інших структурних реформ, перш за все у сфері бюджету⁸¹.

Інше бачення – визнання наявності кількох стадій, коли на першій з них оптимальним є визначення мандату як фактора розподілу ролей між інституціями макрополітики та надання економічної незалежності як фактора реалізації мандату. На другій стадії актуальне підвищення незалежності від уряду та формалізація процесів координації монетарної та фіскальної політики. На третій – подальше посилення політичної незалежності, зокрема, у сфері призначення керівництва центробанку⁸². Попри те, що таке бачення процесу підвищення незалежності центробанків виглядає доволі логічним, необхідно визнати, що воно, відрізняючись від нашого підходу, дуже часто не обґрунтовано емпірично.

⁷⁹ Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/88. – P. 1–53.

⁸⁰ Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/227. – P. 1–56.; Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD and Developments Counties, and Emerging Market Economies // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/228. – P. 1–46.

⁸¹ Wagner H. Central Banking in Transition Countries // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/126. – P. 1–49.

⁸² Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/88. – P. 26–27.

Зокрема, це стосується трансформації мандатів. Це бачення можна вважати певним наближенням до побудови загального алгоритму політико-інституціональних змін статусу монетарних органів, коли такі зміни, умовно кажучи, починаються з нуля і *a priori* – радикальні.

Розглядаючи ж процес підвищення незалежності центробанків у глобальній площині як динамічний та нерівномірний, можна побачити певну ієрархію мотивуючих факторів, що його детермінують. Також необхідно відзначити, що розташування таких факторів у часі, з одного боку, може бути умовним в розумінні того, що в один і той самий проміжок часу на різні групи країн можуть діяти різні фактори. Наприклад, це відбувається тоді, коли країни з нижчим рівнем доходу повторюють пройдені стадії розвитку країн з вищими доходами. З іншого боку, такі фактори можна ієрархізувати за часовою ознакою, оскільки процес інституціоналізації монетарної автономії не одноразовий, а кристалізація незалежності центробанки як інституціональна та юстиціальна процедура потребує певних політичних лагів та наступної адаптації до структурних зрушень, викликаних відповідними змінами. Рис. 2.3. з коментарями нижче – спроба унаочнити цей процес.

**Фактори
підвищення
незалежності
центробанків**



Рис. 2.3. Розгортання процесу підвищення незалежності центральних банків

Випадок 1 відображає ситуацію, коли пошук шляхів запобігання інфляційному зміщенню спонукає до першої хвилі підвищення незалежності центральних банків, яка захоплює розвинуті країни, поступово поширюючись на решту світу. Оскільки в цьому випадку передбачається досягнення базових елементів монетарної автономії – як правило, незалежності щодо встановлення інструментів, – то такий фактор стає актуальний для найбільшої кількості країн.

Випадок 2 демонструє подальший процес підвищення незалежності монетарних органів відповідно до вже сформованих конвенціональних принципів та розроблених кодексів “хороших практик”. З огляду на те, що автономія щодо вибору інструментів, як правило, вже досягнута, то на цій стадії основна увага приділяється кристалізації політичної автономії та чіткішої формалізації стосунків центробанку й уряду (запровадження заборон на пряме кредитування чи фінансування бюджетного дефіциту тощо). Зупинка на попередній стадії та ухилення від досягнення даної може свідчити про збереження різного роду дівелопменталістських ухилів у структурній політиці та проблеми з політичними інститутами, які неспроможні забезпечити здорову макроекономічну політику за прикладом розвинутих країн та країн з ринками, що виникають.

Випадок 3 – свідчення впливу процесів глобалізації та інтеграції з глобальними ринками капіталів, волатильний характер яких підвищує вимоги до “якості” макроекономічної політики та інститутів, що її визначають та здійснюють. Відхід від ризикових у цих умовах фіксовано-орієнтованих та проміжних курсових режимів, потребуючи створення номінального якоря у вигляді низької інфляції, є причиною, що спонукає до подальшого підвищення монетарної автономії. Остання є інституціональним зняряддям формування низькоінфляційного номінального якоря, через який закладаються базові засади довгострокової макроекономічної стабільності. Відповідно, на цьому етапі різко зростає значення делегування мандату на здійснення політики цінової стабільності, підвищення транспарентності та відповідальності, фінансової незалежності. З огляду на це, такий варіант глибокого реформування статусу центробанків як принципової структурної детермінанти забезпечення макростабільності стає затребуваним у тих країнах, які найбільшою мірою інтегровані з глобальними фінансовими ринками.

Випадок 4 в чистому вигляді репрезентує досвід ЄВС, але в більш абстрактній проекції свідчить про те, коли необхідність надійного

функціонування монетарних інституцій валютного союзу спонукає до створення жорстких інституціональних рамкових умов незалежності центробанків, внаслідок чого стають актуальними не стільки “хороші практики”, скільки специфічні методологічні бачення елементів монетарної автономії. З огляду на це, кількість країн, які пристають до таких реформ, менша, порівняно з попередніми випадками.

У світлі проблеми забезпечення глобальної фінансової стабільності еволюція статусу центральних банків має принципове значення. Загалом, це обумовлено тим, що статус визначає інституціональні рамкові умови монетарної політики, що детермінує її характер та, в підсумку, зумовлює номінальні макроекономічні тренди. Останні через процентні ставки, валютні курси та інші змінні, з якими знаходяться монетарні інструменти у функціональному зв'язку, вплітаються у процеси на фінансових ринках, які опосередковують потоки капіталу та рух виробничих факторів. З іншого боку, статус центробанків як підґрунтя здорової макрополітики стає фактором приваблення капіталів, оскільки забезпечує передумови для кристалізації ринкових детермінант економічного зростання. Еволюція статусу центробанків у контексті забезпечення глобальної фінансової стабільності узагальнює табл. 2.4.

Таблиця 2.4.

**Еволюція статусу центробанків та її значення
для глобальної фінансової стабільності**

Період	Домінуючий статус центральних банків	Панівна форма прояву статусу	Характер зв'язку між статусом та дестабілізаційними епізодами	Наслідки для глобальної фінансової стабільності
Золотий стандарт	Автономний (механічна незалежність)	Основне завдання – розмінність банкнот на золото та незалежність при виборі інструментів	Накладання обмежень на основне завдання та на коливання процентних ставок зумовлювали надемісії, які призводили до турбулентності на фінансових ринках та ускладнювали розмінність банкнот на золото, або ж взагалі спонукали до відходу від золотого стандарту	Загалом позитивні, оскільки дотримання “правил гри” золотого стандарту, не можливе без монетарної автономії такого типу, було фактором глобальної стабільності. При цьому, відхід від “правил гри” призводив до дестабілізацій, міграції криз, спекуляцій, відтоку капіталу, внутрішньої рецесії тощо

Продовження табл. 2.4.

<p>Міжво- енний період</p>	<p>Механічна незалежність дотримувалась мірою прихильності до золотого стандарту</p>	<p>Те саме, але в межах прихильності до золотого стандарту</p>	<p>Накладання обмежень на рух капіталів часто було приводом для послаблення контролю за емісією; протилежне теж вірне</p>	<p>Суперечливі, оскільки нехтування незалежністю часто запускало в дію механізм дестабілізуючих спекуляцій, а в умовах спорадичних обмежень на рух капіталів втрачались засоби контролю за емісією, що спонукало до викривлення валютних паритетів та утворення зон з переоціненої валютою і рецесією та зон з недооціненою валютою і інфляцією</p>
<p>Бретон- вудський період</p>	<p>Залежність від уряду</p>	<p>Обмежені можливості використання монетарних інструментів. Основний засіб контролю за грошовою пропозицією – виконання Бретон-Вудських зобов'язань</p>	<p>Залежність від уряду та відносна ефективність виконання бретон-вудських зобов'язань породжувала валютні кризи, до яких згодом додалися валютні спекуляції</p>	<p>У перший період функціонування системи проблеми з надмірною монетарною експансією мали тільки локальний характер. Згодом це переросло у фактор глобальної дестабілізації, оскільки курсові паритети більше не могли відповідати розходженню інфляційних диференціалів, що зумовлювалось відмінним покраїнним сприйняттям автономної ролі монетарної політики у досягненні суспільно прийнятних рівнів інфляції</p>
<p>1970-ті- 1980-ті</p>	<p>Реформування центробанків. Поява відмінностей між рівнем незалежності центробанків у розрізі країн</p>	<p>Утвердження незалежності щодо монетарних інструментів, запровадження обмежень на кредитування уряду, визнання основним завданням забезпечення монетарної (грошової, валютної) та фінансово-банківської стабільності</p>	<p>Статус, орієнтований на монетарну стабільність, суттєво сповільнював розвиток дестабілізаційних епізодів, хоча відносно розуміння мандату не виключало можливості для маніпуляцій з процентними ставками та грошовою пропозицією, що могло дестабілізувати фінансові ринки та посилювати хаотичне переміщення капіталів</p>	<p>Відмінність у статусах спонукала до подальшого розходження інфляційних диференціалів, що вимагало відповідного пристосування з боку валютних курсів та зумовлювало алокацію потоків капіталу. Зростаюча роль фінансових ринків обумовила виникнення конкуренції між провідними валютами, що спотворювало процес зовнішнього пристосування в країнах їх емітентах. Посилився розрив між макроекономічними засадами економічного зростання та інвестиційної привабливості, що позначилось на вразливості глобальної економіки від монетарного стану в провідних країнах, що розвиваються</p>

Сучасний стан	Конвенціональна тенденція до посилення незалежності центральних банків та необхідності здобуття ними довіри	Мандат на забезпечення цінової стабільності, посилення політичної незалежності, заборона на кредитування уряду, незалежність щодо монетарних інструментів, транспарентність та відповідальність	Такий статус покликаний усунути монетарні передумови для дестабілізаційних епізодів, оскільки останні негативно позначаються на ціновій стабільності та раціональних очікуваннях	1) Досягнення цінової стабільності не гарантує повного усунення глобальних фінансових диспропорцій, зокрема за рахунок відносно відмінного операційного каркасу монетарної політики. 2) Відмінності у формальному та фактичному статусі центробанків продовжують залишатись у багатьох країнах, що вже достатньо глибоко інтегровані з глобальною економікою. Це не усуває ризик монетарної детермінації кризи з подальшою її міграцією та підвищенням глобальної фінансової нестабільності
----------------------	---	---	--	--

2.3. Національна орієнтація монетарної політики, експліцитне й імпліцитне таргетування інфляції та проблеми гнучкості в поведінці центробанків

Розпад Бреттон-вудської системи змінив не тільки міжнародний ландшафт монетарної політики, але й її орієнтацію. Відхід від фіксованих курсів, перехід багатьма країнами на монетаристську модель таргетування грошових агрегатів (з метою боротьби з інфляцією) продемонстрували тенденцію, коли монетарна політика дедалі більшою мірою орієнтується на внутрішню рівновагу. Цей вибір у рамках “проблеми трилеми” цілком логічний та природний, оскільки повністю синхронізував мобільність капіталів, плаваючі курси та орієнтації центробанків на внутрішні рівноважні процеси.

Втім, попри відносний успіх таргетування грошової маси вже на початку 1990-х років можна побачити відхід від цієї моделі в напрямі встановлення прямих експліцитних інфляційних цілей. З одного боку, найбільш неуспішні країни у сфері таргетування грошової маси, а саме Нова Зеландія, Велика Британія та Канада тощо, продемонстрували практичні переваги запровадженого впродовж 1989–1992 рр. режиму таргетування інфляції, що здобув академічну підтримку дещо пізніше. Суттєвий скептицизм сьогодні висловлюється і щодо “монетаристського експерименту” ФРС, очолюваної впродовж 1979–1992 років П. Волкером⁸³.

⁸³ Friedman B. What Remains from the Volcker Experiment? // NBER Working Paper. – 2005. – № 11346. – P. 1–20.

З іншого боку, цей режим почали розуміти як режим монетарної політики 1990-х років⁸⁴, коли його застосування здобуло широку географію та різні структурні характеристики економік. Зокрема, в специфічній інтерпретації цю модель реалізує ЄЦБ, переважна більшість країн-нових членів ЄС, країни Латинської Америки та Азії, які мають різні рівні відкритості та варіативні рівні доходу на душу населення, а МВФ почав вважати такий режим невід'ємною складовою удосконалення програм структурної адаптації економіки до умов емірджетних ринків та фінансової глобалізації. Згідно з Е. Розеном таргетування інфляції не можна ігнорувати в глобальному контексті, оскільки 14 країн ОЕСР з 30 реалізують цей режим монетарної політики і на них припадає понад 430 млн. населення та понад одна восьма глобального ВВП, 10 країн, що розвиваються, таргетують інфляцію і представляють населення у понад 750 млн., внаслідок чого четверта частина глобального ВВП виробляється в країнах, де реалізується цей режим, а неявно прихильниками такого режиму є ФРС та Банк Японії, не враховуючи десятки країн, які реалізують програми технічного сприяння з боку МВФ задля переходу на нього⁸⁵.

Етимологічно таргетування інфляції є продуктом пошуків компромісу між пом'якшенням монетарних правил як найбільш радикальних засобів боротьби з динамічною інконсистентністю та збереженням гнучкості політики на операційному рівні. Наприклад, Ф. Мишкін, характеризуючи фундаментальні детермінанти формування сучасних монетарних стратегій, виділяє такі концепти: не існує альтернативності між інфляцією і безробіттям у довгостроковій перспективі; очікування – критично важливий компонент монетарної політики; інфляція завжди має високу ціну; незалежність центрального банку поліпшує результати монетарної політики; міцний номінальний якор визначає хороший результат монетарної політики⁸⁶. Природно, що такі положення прямо впливають із неокласичної матриці поглядів на монетарні процеси. Так, оголошення інфляційної цілі і її досягнення та здобуття у такий спосіб центробанком довіри повинно створити передумови для того, щоб раціональні очікування завжди були

⁸⁴ Same так змальовується даний режим у праці: Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 1999. – № 7426. – P. 1–35.

⁸⁵ Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Paper. – 2006. – № 12711. – P. 1–2.

⁸⁶ Mishkin F. Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12515. – P. 1.

консистентні з фактичною інфляцією. Внаслідок цього ВВП та зайнятість завжди будуть на природному рівні, а довіра дозволить центробанку пом'якшувати політику у випадку шоку без негативних наслідків щодо зростання інфляції, що обумовлювалась би усвідомленням економічними агентами дилеми щодо пріоритету коротко- та довгострокових цілей⁸⁷. Поява такої гнучкості суттєво відрізняє цей монетарний режим від будь-якого іншого, головне, щоб виконувався відносно стандартний набір елементів: цінова стабільність як єдиний пріоритет монетарної політики і бажано інституціоналізований; оголошення кількісної інфляційної цілі та публічність цього; публічні звіти щодо виконання цілі та відповідальність за невиконання⁸⁸. Внаслідок цього, необхідними макроекономічними передумовами таргетування інфляції стають плаваючі курси та відсутність фіскального домінування, що дало би можливість центральному банку повністю сконцентруватись на досягненні цілі щодо поведінки індексу споживчих цін⁸⁹.

Практична реалізація цього режиму потребувала суттєвого перегляду операційного каркасу монетарної політики. Зокрема, зросла роль інструментальної змінної, тобто того монетарного параметру, зміна якої сигналізувала би економічним агентам про зміну напрямку політики, і яка є доволі транспарентною в цьому відношенні (фактично це так зване правило Свенссона, згідно з яким така роль найкраще відіграється процентною ставкою). Зміна інструментального параметру (процентної ставки) повинна випереджати фактичний інфляційний тренд, тобто повинна відбуватись відповідно до очікуваної інфляції, а не фактичної. Очікування інфляції перетворюються на внутрішню імпліцитну проміжну монетарну ціль і потребують відповідної діагностики для того, щоб цільова кінцева інфляційна ціль завжди була на оголошеній траєкторії, інакше вона не буде користуватись довірою, що не дасть змогу гнучко реагувати на шоки.

Перша хвиля досліджень таргетування інфляції здебільшого була сконцентрована на традиційних питаннях макроекономічних підходів до монетарної політики – альтернативності між інфляцією і безробіттям у

⁸⁷ Persson T., Tabellini G. Designing institutions for Monetary Stability // *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. – 1993. – № 39. – P. 53–89.; *Beddies Ch. Selected Issues Concerning Monetary Policy and Institutional Design for Central Banks: A Review of Theories // IMF Working Paper*. – 2000. – WP/00/140. – P. 1–48.

⁸⁸ Bernanke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // *Journal of Economic Perspectives*. – 1997. – №11. – P. 97–116.

⁸⁹ Моисеев С. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы // *Вопросы экономики*. – 2000. – № 9. – С. 88–105.

короткостроковому періоді. Найважливішим висновком таких дискурсів було виявлення відсутності оберненого зв'язку між загаданими макропараметрами, і що, найбільш суттєво, цей монетарний режим – суттєвий фактор поліпшення ситуації у сфері оберненого зв'язку між варіацією інфляції та безробіття чи зростання ВВП⁹⁰. Також сформувалось доволі впливове бачення того, що суттєве удосконалення інфляційної ситуації у світі обумовлено зміною монетарного режиму у багатьох країнах у цьому напрямі⁹¹. Хоча при цьому зберігається відчутна відмінність між розвинутими країнами та рештою, де здійснюється таргетування інфляції, оскільки в останніх спостерігається нижчий рівень довіри до центробанків, нижчий рівень їхньої формальної та фактичної незалежності та вищий рівень антициклічних реакцій з боку макроекономічних інструментів⁹².

Водночас необхідно виділити більш фундаментальну тенденцію: підвищення значення параметра реакції на інфляцію та її варіацію – більш всеохоплюючий процес, аніж саме по собі таргетування інфляції. Відповідно, це відображає такі принципові зміни у макроекономічному регулюванні:

- підвищення значення параметра реакції на інфляцію та її варіацію свідчить про подальше прогресування орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу;

- параметри у функції реакції центробанків можуть бути різними, але в рамках дотримання принципу цінової стабільності, що, однак, не виключає багатьох дискусійних моментів при аналізі глобальних макрофінансових процесів;

- з переходом до політики цінової стабільності чи шляхом таргетування інфляції, чи шляхом встановлення імпліцитних інфляційних цілей (США) змінюється структура макроекономічної політики, насамперед, у її стабілізаційному та антициклічному вимірі.

Щодо першого, то така трансформація означає для центробанків важливість тільки тих змін у поточній макроекономічній ситуації, які

⁹⁰ Clifton E., Leon H., Wong Ch-H. Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/166 – P. 1–42.; Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – № 7426. – P. 1–35.

⁹¹ Cecchetti S., Flores-Lagunes A., Krause S. Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis // NBER Working Paper. – 2004. – № 10973 // www.nber.org; Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2001. – № 8354. // www.nber.org.

⁹² Fraga A., Golfain I., Minella A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies // NBER Working Paper. – 2003. – №10019 // www.nber.org.

впливають на інфляцію безпосередньо. Вплив коливань ВВП-розриву, валютного курсу чи кон'юнктури на глобальних ринках зводиться до детермінант очікувань цінової поведінки складових індексу споживчих цін. Оскільки процентні ставки встановлюються відповідно до очікуваних змін майбутньої інфляції, то вони вже будуть вмещувати в собі інші зміни без врахування їх проміжного чи структурного значення. Оскільки рівень інфляції перетворюється на домінуючий фактор монетарної політики, то це забезпечує ситуацію, коли широкий набір макроекономічних процесів національного та глобального рівня інтегруються у фокусі забезпечення цінової стабільності, що посилює автономність кінцевого інфляційного результату від екзогенних детермінант. Такі зміни відбулись саме в добу другої глобалізаційної хвилі й суттєво контрастують з тенденціями повоєнного періоду⁹³. Якщо трансформація функції реакції центробанків свідчить про посилення акцентів на зниження інфляції на противагу стабілізації коливань ВВП, то пізніші тенденції відображають не просто подальше прогресування антиінфляційних інтенцій монетарних органів, а розширення зони усвідомлення такого пріоритету в рамках варіативного набору монетарних режимів. Те, що така ситуація стає загальною тенденцією, впливаючи з підвищення значення параметра реакції на інфляцію та її варіацію, зрозуміло з однакового збільшення такого параметра у країнах з експліцитним та імпліцитним таргетуванням інфляції. Емпірично це доводять дослідження, в яких, однак, констатується більш істотне зростання довіри до центробанків, які таргетують інфляцію офіційно. Це спостерігається через зменшення варіації ВВП, порівняно з тими, які не встановлюють експліцитні інфляційні цілі⁹⁴.

Попри підвищення значення параметра реакції на інфляцію та її варіацію у функції реакцій центрального банку як загальної закономірності, можна побачити суттєві відмінності: А) щодо значення валютного курсу при встановленні процентних ставок; Б) щодо параметрів функції реакцій у найбільших економіках світу.

Так, суттєва залежність країн з ринками, що виникають, від валютного курсу часто розглядається в контексті того, що їхня торгівля

⁹³ Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. – 1998. – № 191. – P. 1–58.

⁹⁴ Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – № 7426. – P. 1–35.; Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. – 2003. – № 6. – P. 1–42.

вразливіша до зміни курсових співвідношень, операції з хеджування валютних ризиків більш обмежені, передавальний ефект (вплив коливань на інфляцію) більш істотний, вони більш доларизовані, отже більш вразливі до зміни курсів у сфері вартості активів та пасивів. Внаслідок цього функція реакцій центробанків таких країн часто оцінюється, враховуючи еластичність реакції процентних ставок на валютний курс. Зокрема, це також пов'язується з тим, що такі країни є малими відкритими економіками, які мають значні обсяги експорту та імпорту, що повинно робити валютний курс наріжним каменем монетарної політики, особливо за умови забезпечення цінової стабільності: вплив валютного курсу на цінову стабільність за таких умов можна простежити і щодо ланки “експорт – ВВП-розрив”, і щодо ланки “імпорт – імпорتنі ціни – внутрішня інфляція”. Однак, визнаючи принципове значення валютного курсу для забезпечення цінової стабільності у малій відкритій економіці⁹⁵, на основі емпіричних досліджень необхідно визнати наступне⁹⁶. По-перше, в розвинутих країнах, незалежно від того, чи є вони великими чи малими відкритими економіками, реакція на валютний курс майже мінімальна, на відміну від країн з ринками, що виникають. По-друге, в останніх, особливо тих, які здійснюють таргетування інфляції, реакція на зміну цін набагато вища, ніж на ВВП-розрив чи валютний курс. По-третє, попри суттєве значення валютного курсу у функції реакцій не простежується чіткої закономірності щодо кількісного значення цього параметра в географічному розрізі чи в розрізі структурних ознак економік, що досліджувались. Це свідчить про те, що монетарний режим спроможний забезпечити реальне нівелювання впливу курсових коливань на внутрішні ціни, а відтак ізолювати внутрішні рівноважні процеси від екзогенних збурень, а таргетування інфляції не виключає реакцію на валютний курс, якщо це необхідно для досягнення цільового значення монетарної політики.

Щодо відмінностей у функції реакцій ФРС, ЄЦБ та Банку Японії можна зауважити, що вони обумовлені як інституціональними, так і звичаєвими факторами. У цьому контексті дуже часто наголошується як

⁹⁵ На цьому, наприклад, активно наголошують фахівці Національного банку Чехії. Див.: ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. – Czech National Bank. – 2003. – July 15. – P. 1–14.

⁹⁶ Ho K., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. – 2003. – № 130. – P. 1–55.; Mohantriy M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. – 2003. – № 149. – P. 1–33.

на спільних аспектах та принципах організації цих інституцій⁹⁷, так і на різних мандатах провідних центробанків світу, зокрема на тому, що ФРС має дуальний мандат, тоді як за ЄЦБ та Банком Японії закріплено основне завдання із забезпечення стабільності цін⁹⁸. Істотні відмінності виявлені також і щодо інструментів монетарної політики, які застосовують ці центробанки⁹⁹. Однак найбільш суттєвим є те, що спостерігається поєднання суперечливих аспектів у монетарних стратегіях цих монетарних органів. Кожен з них здійснює політику цінової стабільності, однак з різними наголосами на ув'язці цінової динаміки із динамікою ВВП; кожен з них будує макроекономічну модель монетарної політики, спираючись на принцип раціональних очікувань, хоча характер комунікацій та рівень транспарентності у них відрізняються; кожен з них розглядає довіру як невід'ємний елемент стратегії, але враховуючи різні мандати та звичаєву практику, по-різному наповнюють цю стратегію змістом. У цьому контексті найважливіше те, що принцип забезпечення цінової стабільності дає змогу варіювати параметри у функції реакцій, внаслідок чого на матриці спільних базових засад політики вибудовуються різні операційні каркаси¹⁰⁰.

Торкаючись проблеми різниці у функції реакцій, необхідно розглянути питання еволюції її формування за останній період, внаслідок чого особливо рельєфно проступають відмінності, перш за все, між ФРС та ЄЦБ. Так, трансформуючи монетарну політику від монетаризму у бік неокласичного принципу комунікації з раціональними очікуваннями, ФРС здійснила, окрім зміни базової теоретичної моделі політики, реверс у сторону гнучкості. Наприклад, дослідження показують, що функція реакцій Системи часів А. Грінспена набагато ближча до тої, яка була за часів А. Бьорна – попередника П. Волкера, що свідчить про гнучкіший підхід до реакції на шоки та істотний акцент на проблемі відхилення

⁹⁷ Cecchetti S. The European Central Bank: A View from Across the Ocean // Conference Paper of Brandeis University. – 2001. – P. 1–15; The Fed and the ECB: Similarities and Differences // www.unc.edu; Pollard P. A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve // The Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2003. – Jan/Feb. – P. 11–30.

⁹⁸ Meyer L. Comparative central banking and politics of monetary policy // BIS Review. – 2001. – № 43 // www.bis.org.

⁹⁹ Blenck D., Hasko H., Hilton H., Masaki K. The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem // BIS Papers. – 2002. – № 9. – P. 23–55.

¹⁰⁰ Більш детальний аналіз даної закономірності див.: Gerdesmeier D., Mongelli F., Roffia B. The Eurosystem, the US Federal Reserve, and the Bank of Japan: Similarities and Differences // ECB Working Paper. – 2007. – № 742. – P. 3–42.

зайнятості та ВВП від довгострокового тренду¹⁰¹. Однак необхідно зауважити, що за часів головування Бьорна у ФРС рівень інфляції у США був у 2-3 рази вищий, ніж за часів, коли Систему очолив Грінспен. Звідси випливає, що подібні рівні гнучкості не могли бути співмірні без здобуття ФРС довіри з боку економічних агентів. Відтак, етап головування Волкера та ранній етап керівництва Системою Грінспена, які характеризуються жорсткими антиінфляційними намірами, необхідно вважати такими, які забезпечили досягнення довіри до ФРС та її інтенцій щодо забезпечення та підтримання цінової стабільності, внаслідок чого цей період часу монетарної історії США не можна розцінювати як негативний та протиставляти його сучасному гнучкому підходу, який був спроектований Грінспеном та продовжений його наступником – Б. Бернанке.

Щодо ЄЦБ, то окремі дослідники констатують, що його функція реакцій суттєво відрізняється від такої функції Бундесбанку набагато вагомішим параметром реакції на ВВП-розрив¹⁰². При цьому Бундесбанк більшою мірою реагував на коливання інфляції, ніж на коливання ВВП, порівняно з ФРС, внаслідок чого за співмірних рівнів інфляції та темпів економічного зростання варіація інфляції у Німеччині була нижчою, ніж у США, а варіація темпів зростання ВВП – навпаки¹⁰³. Однак врахування сучасного часового ряду демонструє відсутність такого протиставлення коливань інфляції коливанням зростання ВВП на прикладі ЄЦБ та ФРС. За 1995–2006 рр. дисперсія зростання ВВП у США становила 1,29, а інфляції 1,01, тоді як у ЄВС, відповідно, 0,76 та 0,25. При цьому середні значення вказаних макропоказників, відповідно, становлять 3,25% і 2,14% та 1,93% та 1,95%¹⁰⁴, що свідчить про більш волатильний характер американської економіки, порівняно з європейською та відсутністю оберненого зв'язку між варіацією інфляції та варіацією темпів зростання ВВП (як це передбачає неокейнсіанська крива Тейлора і ранні дослідження, наприклад, згадувана праця Ст. Фішера).

¹⁰¹ Friedman B. The Greenspan Era: Discretion, Rather Than Rules // NBER Working Paper. – 2006. – № 12118. // www.nber.org; Friedman B. What Remains from the Volcker Experiment? // NBER Working Paper. – 2005. – № 11346. – P. 1–20; Gordon R. What Caused the Decline in US Business Cycle Volatility? // NBER Working Papers. – 2005. – № 11777. // www.nber.org.

¹⁰² Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2001. – № 705. // www.federalreserve.gov.

¹⁰³ Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – P. 1–55.

¹⁰⁴ Обраховано за: Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. – 2003. – № 765. – Figure 1; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2004. – 268 p.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2006. – 284 p.

Порівняння розширеної функції процентних ставок Тейлора підтверджують валідність лінії вищезгаданих дискусійних питань (табл. 2.5.).

Таблиця 2.5.

Параметри функції реакцій ЄЦБ, ФРС та Банку Японії*

	α	β	γ	ρ
ЄЦБ	0,94	1,50	0,83	0,90
ФРС	3,54	0,26	2,45	0,97
Банк Японії	0,5	1,83	0,18	0,99

*Примітка 1. Функція, параметри якої аналізуються, має такий вигляд:

$$i_t = (1 - \rho) \alpha + (1 - \rho) \beta \pi_t + (1 - \rho) \gamma(\text{output-gap}) + \rho i_{t-1}.$$

Позначення: α – параметр реакції в напрямі згладжування відсоткових ставок, обумовлених інфляцією попереднього періоду; β – параметр реакції на інфляцію поточного періоду; γ – параметр реакції на інфляцію поточного періоду; ρ – параметр реакції на процентні ставки попереднього періоду.

Джерело: Gerdesmeier D., Mongelli F., Roffia B. The Eurosystem, the US Federal Reserve, and the Bank of Japan: Similarities and Differences // ECB Working Paper. – 2007. – № 742. – P. 31–32.

Як видно з табл. 2.5., найбільш гнучкий центробанк у розумінні реакції на шоки та коливання ВВП – ФРС. Остання також відрізняється найвищим параметром, що відображає згладжування процентних ставок¹⁰⁵. При цьому найбільш агресивний щодо реагування на інфляцію Банк Японії, що видно з найнижчого параметра реакції на згладжування процентних ставок та ВВП-розрив і найвищого параметра реакції на поточну і минулу інфляцію. ЄЦБ займає проміжну позицію, що відображає його намагання сумістити певну гнучкість в реакції на шоки за домінуючого акценту в реагуванні на інфляцію. Повертаючись до порівнянь ФРС та ЄЦБ, можна констатувати консистентність виявленої вищої варіативності інфляції та ВВП у США, порівняно з Європейським валютним союзом, та вищою чутливістю монетарних органів США до відхилення ВВП від рівноважної траєкторії. Це можна інтерпретувати як те, що ФРС проводить більш активістську монетарну політику, яка, однак, починає перетворюватись на фактор розхитування ділового циклу. Саме це підтверджують вищенаведені дані в проекції на

¹⁰⁵ Необхідно відзначити, що згладжування процентних ставок було однією з рис монетарної політики Федеральної резервної системи ще за часів монетаристського періоду 1980-х років, коли таргетування грошових агрегатів як проміжних цілей та процентних ставок як операційних поставило складні запитання перед розробниками монетарного курсу у США. Таке значення згладжування процентних ставок скоріше обумовлено специфічним сприйняттям американськими політиками кейнсіанських стереотипів про роль процентних ставок для інвестицій та боротьби із безробіттям. (U.S. Monetary Policy and Financial Markets / Ed. by A.-M. Meulendyke. – New York: Federal Reserve Bank of New York pub., 1989. – 231 p.).

порівняння з ЄЦБ, де нижчі рівні варіації інфляції поєднуються не з вищим рівнем варіації ВВП, як це передбачає неокейнсіанська макроекономіка, а з нижчим, що говорить про стабілізуючу роль більш жорсткої, а не активістської монетарної політики.

Зважаючи на відмінні реакції цих центробанків на макропроцеси, можна побачити і наслідки для цього у сфері глобальних фінансів. Створення стимулів для ВВП у короткостроковому періоді як реакція на подолання шоків з боку ФРС робить американський фондовий ринок більш еластичним щодо руху вгору, що позначається на статусі долара як на валюті інвестицій. Тоді як більш збалансована європейська економіка – менш волатильна, порівняно з США, – робить привабливим євро як валюту запозичень. У світлі того, що зближення функції реакції провідних центробанків теоретично має позитивні наслідки для зменшення волатильності на глобальних фінансових ринках, виявлена емпірична відмінність таких функцій продовжуватиме детермінувати невизначеність, а відтак флуктуації у сфері валютних курсів та потоків капіталу, на що накладатимуться відмінні фінансові статуси долара та євро, спонукаючи до розкручування спіралі хедж-операцій¹⁰⁶. Це саме стосується проблеми глобальних дисбалансів, коли дефіцит поточного рахунку країни-емітента валюти інвестицій супроводжується розширенням її активів у міжнародних портфелях (детальніше до цього ми ще будемо повертатися).

Щодо трансформації макроекономічної політики загалом, то орієнтація монетарної політики на цінову стабільність як фактор обмеження активізму, підвищує значення фіскальної політики як стабілізаційного інструмента. Детальніший аналіз зв'язку між динамікою ВВП та бюджетними дефіцитами й інфляцією дозволяє уточнити вказану загальну тенденцію (табл. 2.6.).

¹⁰⁶ Питання про статус долара як валюти інвестицій та євро – як валюти запозичень було поставлено у: Козюк В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники і посібники, 2007. – С. 88–92.; та більш детально теоретизовано у: Козюк В. Валютна композиція міжнародних трансакцій: конкуренція між долларом та євро з позиції монетарного аналізу глобальних процесів // Світ фінансів. – 2007. – Вип. 1. – С. 7–18. Зауважимо, що таргетування інфляції на спільних засадах з боку ФРС, ЄЦБ та Банком Японії вже розглядається як варіант підвищення глобальної фінансової стабільності. Див.: Truman E. United States, Euroland, and Japan Should Adopt Inflation Targeting // Institute for International Economics News Releases. – 2003. – Oct. 30. // www.iie.com.

Таблиця 2.6.

Кореляції між ВВП, бюджетними дефіцитами, інфляцією і поточним рахунком платіжного балансу, 1995–2006 рр.

	Розвинуті країни	США	Зона євро	Японія	Інші розвинуті країни	Країни, що розвиваються
ВВП та бюджетний дефіцит	-0,24	-0,05	-0,31	-0,15	-0,19	-0,91
ВВП та інфляція	0,08	-0,15	-0,45	0,02	-0,02	0,19
ВВП та поточний рахунок	0,20	0,18	-0,39	-0,17	-	-0,50*
Бюджетний дефіцит та поточний рахунок	0,02	0,39	-0,49	-0,1	-	-

Примітка: 1. * – тільки розвинуті країни Азії. 2. Обраховано за: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2004. – 268 p.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2006. – 270 p.

Як видно з табл. 2.6., для розвинутих країн загалом бюджетний дефіцит щільніше негативно корельований динамікою ВВП, ніж з останньою позитивно корельована інфляція, що свідчить про те, що фіскальна політика більшою мірою є антициклічна, ніж монетарна. Ще яскравіше це виражено для країн, що розвиваються, для яких рівень дефіцитності бюджетів практично повністю співпадає з глибиною економічних спадів, але, водночас, інфляція набагато проциклічна, ніж у розвинутих країнах, що демонструє м'якшу політику пристосування до шоків у перших, порівняно з останніми. Аналіз зв'язку між динамікою ВВП та бюджетним дефіцитом і ВВП й інфляцією в розрізі країн та груп, вказаних у табл. 2.6., дає змогу стверджувати: від'ємна кореляція у першому випадку свідчить про стабілізаційну роль бюджету, тоді як низька позитивна (окрім випадку країн, що розвиваються) або помірної й негативної кореляції у другому випадку відображає те, що інфляція не розвивається когерентно з циклом. Останнє явище особливо важливе, оскільки це опосередковано заперечує альтернативний зв'язок між інфляцією і безробіттям і те, що зростання цін є наслідком наближення ВВП до свого природного рівня (тобто, коли відбувається наближення до повного завантаження виробничих потужностей). За таких обставин, природно, монетарна політика не може виконувати стабілізаційну роль у традиційному розумінні цього. Багато в чому це впливає з того, як

поводить себе поточний рахунок у розрізі ділового циклу. У цьому випадку для розвинутих країн загалом та США спостерігається ситуація з розбалансуванням поточного рахунку мірою зростання економіки, а для європейської та азійських економік – навпаки. Якщо порівнювати США та ЄВС, то трикратна різниця щодо негативного зв'язку між інфляцією і економічним зростанням свідчить про макроструктурні відмінності. Для США зростання ВВП призводить до зовнішнього дисбалансу, що відповідає так званому абсорбційному підходу до аналізу платіжного балансу, а незначна негативна кореляція між ВВП та інфляцією свідчить про те, що не весь приріст виробництва поглинається за рахунок існуючих виробничих потужностей.

Вищенаведені зміни в системі таргетування інфляції відображають його внутрішнє значення. Існують і дуже суттєві зовнішні аспекти цього. Необхідно додати, що важливість зовнішніх наслідків таргетування інфляції (чи в ширшому контексті переходу до політики цінової стабільності на імпліцитній чи експліцитній основі) впливає з відносно успішного застосування цього монетарного режиму на національному рівні. Академічне бачення зовнішніх наслідків орієнтації монетарної політики на внутрішні цілі, яким є аналізований монетарний режим насправді, здебільшого зводиться до проблеми міжнародної координації макроекономічної політики у дво- чи більше країнних моделях, про що свідчить впливова праця М. Обстфельда та К. Рогоффа¹⁰⁷. Більшість акцентів у ній робиться на тому, що валютні курси мають більшою мірою визначатися факторами попиту, аніж змінами у монетарній політиці.

Однак зовнішні наслідки таргетування інфляції ширші, аніж тільки проблеми курсових коливань у глобальному вимірі. Можна виділити таку основну схему: глобалізація створює специфічні передумови для переходу на таргетування інфляції; такий перехід дуже часто є наслідком валютних криз та неможливості таргетування одразу грошової маси та валютного курсу; цінова стабільність із гнучкими курсами робить макроекономічну систему стійкою в умовах багатьох зовнішніх впливів; це призводить до утворення якісно нового – стабільного міжнародного монетарного устрою, в якому рівень ризиків валютно-курсних дестабілізацій знижується.

¹⁰⁷ Obstfeld M., Rogoff K. Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules // The Quarterly Journal of Economics. – 2002. – № 117(2). – P. 503–535.

Так, специфічні глобалізаційні фактори переходу до таргетування інфляції умовно можна звести до рис 2.4., яка узагальнює сукупність структурних змін, які відбуваються в економіці за останній період¹⁰⁸.



Рис 2.4. Фактори переходу до таргетування інфляції в умовах глобалізації

¹⁰⁸ Детальніше про це див.: Козюк В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 179–205.

Представлені на рис 2.4. структурні зміни в глобальній економіці дуже часто створюють фонові передумови для даного переходу, тоді як тригером такого переходу є валютно-фінансові потрясіння, які є результатом суперечливих цілей монетарної політики. Наприклад, Ю. Ху зазначає, що існують три базові передумови: намагання подолати проблему високої інфляції та варіативного економічного зростання; бажання підвищити довіру до центробанку та подолати проблему альтернативи між інфляцією і безробіттям; валютно-фінансові потрясіння. Зокрема, як демонструє згаданий дослідник, Фінляндія, Іспанія, Швеція, Велика Британія, Чехія, Бразилія, Мексика, Південна Корея та Таїланд здійснили такий перехід практично одразу після загального подолання турбулентності на валютних ринках, що було викликано валютно-фінансовою кризою¹⁰⁹. Під згаданими суперечливими цілями традиційно розуміється таргетування одразу грошової маси та валютного курсу. Етимологія останнього походить з феномена високо інфляційного середовища, коли приріст грошової маси є фактором зростання цін, а останні, окрім цього, еластично реагують на девальвацію. Вихід з такого середовища все ж таки інерційно зберігає таке подвійне таргетування, супроводжуючись поступовою лібералізацією руху капіталу. Зрештою, останнє і призводить до необхідності зміни монетарного режиму: приплив капіталу призводить до різкого збільшення грошової бази, що створює певний інфляційний тиск внаслідок розігріву економіки та відносно незмінного валютного курсу у сторону ревальвації, згодом внаслідок підвищення ризику девальвації (валютна криза першого та другого покоління) спостерігається вплив капіталу, що призводить до втрати резервів, валютної спекуляції та кризи. Перехід до таргетування інфляції як альтернатива суперечливим монетарним цілям створює передумови для того, що інфляція стабілізується за допомогою жорсткої політики та підвищення довіри, а це є фактором зменшення еластичності цін щодо змін валютного курсу, при тому, що реакція на такі зміни може враховуватись у процентних ставках. Плавання курсу в такій ситуації перекладає ризик припливів та впливів капіталу на інвесторів, що вивільняє монетарні цілі від спекулятивних настроїв останніх.

Звідси виникає тенденція до утворення якісно нового монетарного режиму глобального рівня. Е. Роуз, враховуючи агреговане значення

¹⁰⁹ Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. – 2003. – № 6. – P. 1–42.

країн, що здійснюють таргетування інфляції в населенні світу та в глобальному ВВП (див. вище), а також стійкість цього режиму стверджує: формується нова монетарна модель світу, яку можна назвати “Бретон Вудс навпаки”. Її ознаки висвітлено у табл. 2.7.

Таблиця 2.7.

**Порівняння Бретон-вудської системи та системи
“бретон вудс навпаки”**

	бретон-вудська система	Система таргетування інфляції, що призводить до виникнення “бретон вудс навпаки”
Тривалість режиму	Низька	Висока
Режим валютних курсів	Фіксовані	Плаваючі
Фокус монетарної політики	Міжнародний (принаймні частково)	Повністю внутрішній
Проміжна ціль	Валютний курс	Відсутній або прогноз інфляції
Мобільність капіталів	Обмежена	Відносно необмежена
Спроможність підтримувати дисбаланси поточного рахунку	Низька	Висока
Дизайн системи	Спланований	Не планований
Міжнародна кооперація	Потрібна	Не обов’язкова
Роль МВФ	Ключова за визначенням	Низька
Роль золота	Ключова за визначенням	Відсутня
Роль США як центральної країни	Ключова на практиці	Незначна
Ключові учасники	Здебільшого великі країни та країни “Півночі”	ОЕСР, країни з середнім рівнем розвитком, інші малі країни
Центральні банки	Залежні, невідповідальні	Незалежні, відповідальні
Транспарентність	Низька	Висока
Академічна підтримка	Низька	Висока

Джерело: Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Paper. – 2006. – № 12711. – P. 24.

Згідно з А. Роузом, основними факторами стабільності нової системи є принаймні три складові: стабільна, низька і контрольована інфляція, що консистентна з цілями центробанків; відсутність валютних криз та найвища ймовірність відсутності валютно-фінансових дестабілізацій, що також пов’язується з найдовшою тривалістю в часі цього монетарного режиму, порівняно з будь-якими іншими, перш за все, будь-якими історичними прикладами фіксації валютних курсів у групі країн; жодна країна, яка запровадила цей режим, не відмовилась від нього, переходячи на інший¹¹⁰. У світлі вищесказаного таргетування інфляції та в ширшому розумінні політика цінової стабільності перетворилась на

¹¹⁰ Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Paper. – 2006. – № 12711. – P. 1–31.

ототожнення із забезпеченням глобальної фінансової стабільності, що не є об'єктивним поглядом, принаймні з точки зору його національно-центричної обмеженості.

Підсумовуючи, можна стверджувати, що зрушення у реалізації монетарної політики – орієнтація на внутрішню рівновагу, зростання значення інфляції у функції реакцій, врахування раціональних очікувань, експліцитне та імпліцитне таргетування інфляції, завоювання довіри з боку центробанків, а також зрушення в інституціональній організації центробанків – трансформація основного завдання в напрямі мандату забезпечення цінової стабільності, суттєве підвищення незалежності центробанків та відповідальності – створюють ситуацію, коли усуваються національно-центричні дестабілізаційні монетарні фактори валютно-фінансових потрясінь. Взявши до уваги проблему міграції криз, можна побачити протилежну ситуацію, коли усунення факторів таких криз на національному рівні призводить до розширення ареалу стабільності в глобальному середовищі. Водночас трансформації у сфері організації центробанків та реалізації монетарної політики в напрямі забезпечення стабільності цін та монетарної стабільності в загальному створюють базові засади стабільності глобального рівня у звичному національно-центричному розумінні, однак не виключають інші проблеми, пов'язані з глобалізацією і тим, які нові виклики вона зумовлює у сфері макрофінансових процесів.

РОЗДІЛ 3. ВПЛИВ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ НА ІНФЛЯЦІЙНІ ПРОЦЕСИ

3.1. Глобалізаційні детермінанти дезінфляційних тенденцій: питання вибору адекватного теоретико-методологічного підходу

Дезінфляційні тенденції як загальна закономірність розвитку сучасних монетарних процесів, позиціоновані в системі структурних змін, викликаних глобалізацією, залишаються предметом глибоких загальнотеоретичних та політико-економічних суперечок. Це пов'язано з багатьма факторами, які обумовлені пануванням достатньо відмінних теоретичних, методологічних принципів аналізу інфляції та окремими стереотипами щодо інтерпретації ув'язки між глобалізацією та інфляцією в історичній перспективі.

Так, спроби застосування пан-економічної методології в аналізі політичних процесів міжнародного рівня, екстрапольовані на дослідження першої глобалізаційної хвилі, демонструють, що розвиток міжнародної торгівлі та фінансова інтеграція призводять до конвергенції не тільки смаків і вподобань споживачів у різних куточках світу¹¹¹, але й до конвергенції політичних систем. Приймаючи до уваги принцип RAX BRITANICA та розвиток демократичних інституцій у Великій Британії та решті розвинутих країн світу наприкінці ХІХ ст., неважко помітити, що така конвергенція повинна відбуватись за принципом поширення ліберальної демократії у світі¹¹². Відповідно, в західній теорії міжнародної політики є вже давно усталеною точка зору, що демократії між собою не воюють, і що чим більш симетричними будуть політичні режими у світі (знову-таки в контексті принципу відсутності військових конфліктів між демократичними суспільствами), тим більшою мірою у світі пануватиме політична стабільність¹¹³. Епоха міжнародного золотого стандарту, на думку окремих економістів, відзначалась саме такою стабільністю, яка була принциповою передумовою для уможливлення підтримання низької стабільної інфляції¹¹⁴.

¹¹¹ Aizenman J., Brooks E. Globalization and Taste Convergence: The Case of Wine and Beer // NBER Working Paper. – 2005. – № 11228. // www.nber.org.

¹¹² Lopez-Cordova E., Meissner Ch. The Globalization of Trade and Democracy, 1870-2000 // NBER Working Paper. – 2005. – № 11117. // www.nber.org; Eichengreen B. Democracy and Globalization // NBER Working Paper. – 2006. – № 12450. // www.nber.org.

¹¹³ Art R., Jervis R. International Politics: Enduring Concepts and Contemporary Issues. – Third Edition. – N.Y.: Harper Collins Publishers, 1992. – 586 p.

¹¹⁴ Дискусію з приводу цього див.: Линдерт П. Х. Экономика мирохозяйственных связей / Пер с англ. – М.: Прогресс, 1992. – С. 335–336.

Важливість цієї аналогії полягає у тому, що політико-економічні дослідження інфляції демонструють суттєвий вплив політичної нестабільності на погіршення ситуації у сфері цінової динаміки. Наприклад, політична нестабільність збільшує схильність урядів до сеньйоражу, призводить до загального підвищення рівнів інфляції та до зростання її волатильності¹¹⁵. З цього може виникати логічна ланка: глобалізація через торговельну та фінансову інтеграцію призводить до зближення політичних систем та посилення гомогенності у сфері політико-економічних пріоритетів; це знижує рівень політичних конфліктів у світі та всередині країни (в останньому випадку мова може йти про те, що демократизація може підвищити врахування інтересів усіх суспільних груп та створення легітимних інститутів досягнення компромісу між ними, внаслідок чого і створюються передумови для підвищення внутрішньої політичної стабільності); а це, відповідно, позитивно позначається на процесах стабілізації інфляції та її зниження.

Ці аналогії відображають глибокі та важливі політико-економічні й інституціональні пласти кореспонденції між глобалізацією та дезінфляцією, однак не відображають конкретних макро- та мікроекономічних ланок зв'язків між ними, що потребує додаткового уточнення. Так, одним з перших, хто провів паралель між періодами розвитку обох хвиль глобалізації та низькою інфляцією, є Р. Манделл¹¹⁶. Згідно з ним між процесами зниження та стабілізації інфляції на низькому рівні в сучасному та співмірними з ним рівнем інфляції в епоху золотого стандарту простежується певна спільність. Вона полягає у домінуванні ринкових процесів у сфері макроекономіки, чому сприяє експансія фінансових ринків. Саме зі зменшенням масштабів втручання держави в економіку та зняттям частини відповідальності за макроекономічні флуктуації пов'язує Манделл актуальні дезінфляційні тенденції, проводячи паралель між зростанням ролі сучасних фінансових ринків у пристосуванні до шоків із тим, якою була така роль в епоху золотого стандарту.

Проте розуміння глобалізації як такої, що призводить до зниження інфляції, наражається на кейнсіанську критику, яка пов'язана з

¹¹⁵ Ari A., Veiga F.-J. The Political Economy of Seigniorage // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/175. – P. 1–26; Ari A., Veiga F.-J. Does Political Instability Lead to Higher Inflation? A Panel Data Analysis // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/49. – P. 1–15; Ari A., Veiga F.-J. Political Instability and Inflation Volatility // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/212. – P. 1–9.

¹¹⁶ Манделл Р. Ретроспективный взгляд на XX век (Нобелевская лекция) // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 329–353.

упередженнями щодо негативного впливу дезінфляції на динаміку ВВП та зайнятості. Такий погляд здобув інструментальне підкріплення завдяки праці А. Оукена, у якій він запропонував обрахунок коефіцієнта дезінфляційних втрат (або у більш прямому перекладі – “індекс жертв”, від англ. – *sacrifice ratio*)¹¹⁷. Неокейнсіанське розуміння ефекту «змащення керма», яке укорінило в очах наукової громадськості та практиків макроекономічної політики розуміння необхідності підтримання певного позитивного рівня інфляції для запобігання застою в економіці, також зіграло тут не останню роль¹¹⁸. Подібною є логіка, згідно з якою проводиться паралель між рівнем інфляції та гнучкістю цін, внаслідок чого нижча інфляція дає змогу отримати вищу ефективність стабілізаційної політики, оскільки негнучкість цін вища¹¹⁹. В обох випадках саме певний позитивний рівень інфляції вважається оптимальним, а згідно із Ст. Фішером він є кращою альтернативою (але в межах 2–3%), оскільки дає змогу уникати проблеми неможливості чіткої ідентифікації джерела цінових зрушень: чи вони пов’язані з попитом, чи з пропозицією¹²⁰. В сучасній інтерпретації застереження щодо процесів зниження інфляції базуються на тому, що епізоди дефляції, які спостерігались після 2001 р. у глобальній економіці, репресивно впливають на попит, а затяжна рецесія в Японії – ще один приклад негативного макроекономічного образу падіння цін¹²¹.

Необхідно визнати, що укорінений погляд на проблему позитивного значення певного рівня інфляції для економіки не знаходить історичного підтвердження і, очевидно, є результатом “схильності” так вважати внаслідок панування кейнсіанства. Наприклад, функціонер Банку міжнародних розрахунків В. Вайт констатує, що така “схильність” породжена досвідом негативних шоків сукупної пропозиції впродовж 1970-х років, а також спекуляціями довкола короткострокової кривої Філіпса. Негнучкість цін та зарплат у цьому випадку хоч і може відображати окремий історичний досвід, проте аж ніяк не може бути екстрапольована на сучасну глобалізовану економіку, риси якої більшою

¹¹⁷ Okun A. Efficient Disinflationary Policies // American Economic Review. – 1978. – № 68. – P. 348–352.

¹¹⁸ Akerlof G., Dickens W., Perry G. The Macroeconomics of Low Inflation // Brooking Papers of Economic Activity. – 1996. – № 1. – P. 1–76.

¹¹⁹ Boll L., Mankiw Gr., Romer D. The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off // Brookings Papers of Economic Activity. – 1988. – № 1. – P. 1–65.

¹²⁰ Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – P. 1–55.

¹²¹ Devis M. Figting Deflation in the US and Japan // NBER Digest. – 2005. // www.nber.org.; Ito T., Mishkin F. Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem // NBER Working Paper. – 2004. – № 10878 //www.nber.org.

мірою нагадують ті, які були до Першої світової війни, але аж ніяк ті, що склалися у 1970-х¹²². Ще раніше М. Фрідмен зауважив, що економіка кінця 1960-х рр. набагато ближче до економіки 1920-х, тоді як більшість базових кейнсіанських гіпотез, які нехтують важливістю проблеми інфляції, грошей та процентних ставок, в сукупності з функціонуванням ринків грошей та капіталів, сформувались на 1945 рік і є узагальненнями з приводу окремого випадку Великої депресії. Він констатує, що на той час монетарна політика “була покликана підвищувати стабільність цін і охороняти золотий стандарт, основними критеріями її ефективності слугували стан грошового ринку, обсяг спекуляцій та рух золота”¹²³.

Якщо винести за дужки особливості епохи золотого стандарту, то виходить, що повернення до ідеї важливості грошей та фінансів для забезпечення стабільності монетарних процесів відображає суттєві зміни в економіці, внаслідок яких застосування кейнсіанських догм про руйнівні наслідки зниження цін стає помилковим та ризиковим з точки зору практичної політики. У світлі вищесказаного твердження згаданого В. Вайта про роль дискусій впродовж 1920-х років між Ф. А. Хаєком та іншими представниками австрійської школи і Дж. М. Кейнсом набуває особливого значення. Зростання значення фінансових ринків вимагає іншого погляду на критерії ефективності монетарної політики¹²⁴. Макрофінансова стабільність кореспондує із стабільністю цін, а якщо спостерігається певна дефляція, то намагання подолати її за допомогою експансивної монетарної політики, маючи на увазі її негативний вплив на зайнятість у кейнсіанському розумінні, може мати руйнівні наслідки для економіки загалом, оскільки це дестабілізує функціонування фінансової системи, що і погіршить зайнятість та динаміку виробництва у довгостроковій перспективі.

Емпіричним контраргументом щодо природності помірної інфляції для макроекономічних процесів стала праця М. Бордо та Е. Філардо, в якій вони узагальнили значний масив інформації за тривалий часовий період щодо поведінки індексів цін¹²⁵. З цього можна зробити важливі висновки. По-перше, у маргінальних випадках поведінки цін причиною як високої інфляції, так і глибокої дефляції, є характер грошової пропозиції, тоді як коливання цінових індексів у прийнятних діапазонах обумовлено

¹²² White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 1–4.

¹²³ Фрідмен М. Роль монетарної політики // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 131.

¹²⁴ White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 2–3.

¹²⁵ Bordo M., Filardo A. Deflation in a Historical Perspective // BIS Working Papers. – 2005. – № 186. – P. 1–79.

широким набором монетарних, структурних та інституціональних факторів. По-друге, між хвилями глобалізації та поведінкою інфляції можна побачити загальну спільну рису. В обох випадках були епізоди оберненої цінової динаміки. Однак в епоху золотого стандарту дефляція не викликала нарікань, тоді як сучасне упереджене ставлення до аналогічних процесів, без врахування тих чи інших релевантних структурних зрушень, є ні чим іншим як продуктом тривалого панування кейнсіанської нормативної теорії.

Запропоновані М. Бордо та Е. Філардо показники щодо випадків падіння цін демонструють, що це було звичним явищем практично впродовж усього ХІХ ст. та на початку ХХ ст. Навіть за часів розвитку кейнсіанства були випадки падіння цін. І тільки період 1970–1989 рр., який характеризується досвідом найвищої інфляції у світі (зокрема, про це див. розд. 1), відображає розрив генетичного зв'язку між досвідом дефляції в історичній перспективі та сучасними подібними епізодами. З іншої точки зору, відновлення подібності (але аж ніяк не інтенсивності відтворення такої подібності) цього типу поведінки цінових індексів припадає на час другої глобалізаційної хвилі, про що свідчать дані в табл. 3.1.

Зокрема, як видно з даних табл. 3.1., найбільшою мірою падіння цінових індексів фіксується у Азійських країнах. Щодо розвинутих країн загалом, то фактично цим відзначились тільки Швеція та Нова Зеландія. Це яскраво контрастує з іншими періодами, яким властива спадна поведінка цін, коли останнє стосувалось багатьох країн незалежно від регіону чи рівня доходів. Це відображає медіанне значення показника питомої ваги цінових індексів, які зменшувались. За два останніх періоди, представлені у табл. 3.1., вони дорівнюють нулю.

Іншим аргументом на користь того, що асоційована з глобалізацією дезінфляція/дефляція не повинна ототожнюватись із макроекономічними негативами є класифікація дефляцій, наведена К. Боріо та Е. Філардо¹²⁶. Згідно з ними останню можна поділити на три категорії: “хороша, погана та жахлива”.

¹²⁶ Borio C., Filardo A. Looking Back at the International Deflation Record // North American Journal of Economics and Finance. – 2004. – 15. – P. 287–311.

Таблиця 3.1.

Дефляція в історичній перспективі (питома вага річних негативних змін усіх доступних цінових індексів)

	1801–1879	1880–1913	1914–1949	1950–1969	1970–1989	1990–2002
США	42,4	23,5	30,6	5,0	0	0
Зона євро	-	-	-	0	0	0
Японія	-	29,4	27,8	10,0	0	38,5
Німеччина	29,1	29,4	11,1	10,0	5,0	0
Франція	40,6	26,5	22,2	10,0	0	0
Італія	33,3	32,4	25,0	0	0	0
Велика-Британія	51,9	44,1	33,3	0	0	0
Канада	66,7	23,5	25,0	5,0	0	0
Бельгія	43,2	44,1	25,0	15,0	0	0
Швейцарія	-	36,4	36,1	15,0	0	0
Нідерланди	22,2	32,4	36,1	15,0	0	0
Швеція	27,1	44,1	30,6	0	0	7,7
Данія	48,4	41,2	25,0	5,0	0	0
Іспанія	-	42,4	27,8	5,0	0	0
Фінляндія	47,4	32,4	25,0	10,0	0	0
Норвегія	45,5	35,3	36,1	0	0	0
Австралія	61,1	44,1	22,2	5,0	0	0
Нова Зеландія	-	-	20,0	0	0	7,7
Китай	-	-	-	-	0	23,1
Гонконг	-	-	-	33,3	0	30,8
Індонезія	61,0	55,9	30,6	10,0	0	0
Індія	33,3	35,3	36,1	20,0	5,0	0
Корея	-	-	-	5,0	0	0
Малайзія	-	-	100,0	55,0	0	0
Сінгапур	-	-	100,0	45,0	10,0	15,4
Таїланд	-	-	-	25,0	5,0	0
Тайвань	-	-	-	16,7	10,0	15,4
Аргентина	-	41,4	36,1	5,0	0	23,1
Бразилія	27,8	44,1	13,9	0	0	0
Мексика	-	38,5	25,0	10,0	0	0
Чилі	48,1	32,4	13,9	0	0	0
Колумбія	6,7	38,2	36,1	10,0	0	0
ПАР	-	33,3	33,3	0	0	0
Середнє	40,9	36,7	32,3	10,7	1,1	4,4
Медіанне	42,8	35,9	30,6	7,5	0	0

Джерело: Bordo M., Filardo A. Deflation in a Historical Perspective // BIS Working Papers. – 2005. – № 186. – P. 28.

“Хороша” дефляція – результат позитивних шоків продуктивності праці та інших структурних змін, які уможливають технологічні та організаційні передумови поведінки фірм у сфері ціноутворення, що на макрорівні консистентні з дефляційними процесами. Крім цього, падіння

цін не загрожує попиту, а, навпаки, супроводжує стійке економічне зростання та підвищення реальних заробітних плат, які також формують свою базу позитивного впливу на позитивну динаміку ВВП. За таких обставин економічне зростання не асоціюється з відповідним прискоренням інфляції, як це передбачає традиційне макроекономічне бачення зв'язку між діловим циклом та зростанням цін, навіть попри зростання грошових, кредитних та фінансових агрегатів. Згідно з Боріо та Філардо практично увесь період до Першої світової війни можна описати таким узагальненням як приклад “хорошої дефляції”¹²⁷.

“Погана” дефляція відображає застій у попиті, або певну рецесію. Вона є негативним явищем для економіки. На мікрорівні вона спотворює цінові сигнали та не є нейтральною щодо оподаткування; на макрорівні спонукає до актуалізації ефекту переваги ліквідності, що також послаблює сукупний попит. Однак така “погана” дефляція мало чим відрізняється від ситуації із застоєм економіки за “хорошої” позитивної інфляції. Відмінність у тому, що в першому випадку монетарні стимули можуть пожвавити економіку без інфляційного зміщення, а у другому це тільки поглибить проблему інфляції та недовіри до центрального банку. Внаслідок цього, можна вивести загальну схему: важливе не стільки те, де перебуває позначка динаміки індексу цін – вище нуля, чи нижче – а те, які є перспективи поліпшення ситуації без посилення макроекономічних ризиків на майбутні періоди. Тобто, оскільки застій попиту може бути і при дефляції, і при певному позитивному рівні інфляції, то і апологетика щодо стимулюючого значення останньої є не більше ніж концептуальне упередження, яке є більш небезпечне для макроекономічної стабільності, ніж можливість допустити природність ситуації із дефляційними процесами, навіть якщо вони є відображенням нездорового стану економіки.

“Жахлива” дефляція – якісно інший феномен. Велика депресія відображає її прояв. У цьому випадку перебіг подій описується складнішими макроекономічними закономірностями, порівняно з першими двома випадками. А) Зарплати в умовах значної дефляції

¹²⁷ Тут необхідно зауважити, що період з 1870 року до Першої світової війни поділяють на дві частини: дефляційний (1870–1890 рр.) період та період прискорення інфляції (1890–1913 рр.). В основі відмінностей між обома періодами є темп інфляції, обумовлений запасами монетарного золота. Саме на другий період припадає відкриття золотих родовищ світового значення та швидке нагромадження золотих резервів у світі, що розширило можливості для паперової емісії та зменшило вартість золота, виражену у товарах. Див.: How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 113.

можуть бути менш гнучкими вниз, ніж ціни. Це породжує ситуацію відносного завищення рівня зарплат порівняно з цінами, що призводить до зменшення прибутків в економіці та сповільнення інвестицій. Б) Падіння цін позначається на зниженні процентних ставок до нуля і падати нижче вони не можуть. Внаслідок цього актуалізуються ефекти переваги ліквідності; нульові процентні ставки можуть бути дуже високими у реальному виразі, порівняно з падінням цін, що гальмує інвестиції; реальна вартість боргових вимог зростає, породжуючи трансферти добробуту від боржників до кредиторів. В) Номінальна вартість боргових зобов'язань також не може бути еластичною вниз, тим самим унеможливаючи боргове фінансування інвестицій в умовах зменшення прибутків та падіння виручки від реалізації. В сукупності дія усіх номінальних негнучкостей і породжує ситуацію глибокого депресивного впливу дефляції на економіку. Втім, актуалізація даних ефектів можлива тільки за досить значного та всеохоплюючого падіння цін, яке може бути породжене, як показують Бордо та Філардо й інші дослідники, виключно тривалим сильним стисненням грошової маси. А останнє є дуже рідкісним явищем і аж ніяк не презентує сучасну ситуацію, коли монетарні та фіскальні політики багатьох країн, навпаки, стали досить експансивними¹²⁸.

Зважаючи на аналізовані підходи до аналізу дефляції, а також те, що глобальна економіка, як і економіки більшості країн з ринками, що виникають, розвиваються досить динамічно, варто говорити про те, що сучасна дезінфляція/дефляція не є загрозою для економічного зростання. Це повертає нас до паралелі між глобалізацією та відсутністю інфляції. У свою чергу, необхідно прийняти до уваги те, що на сьогодні намітилось два магістральних підходи до аналізу процесів покращення ситуації у сфері інфляції та монетарної політики – підхід, який акцентує на позитивних еволюційних змінах центральних банків та технологій монетарного регулювання, та підхід, згідно з яким такі зрушення обумовлені структурними змінами, викликаними глобалізацією. Критично оцінюючи самодостатність першого підходу і у світлі вищенаведеної дискусії, і у світлі того, що за останні 20 років структурні характеристики економіки радикально змінилися, слід виділити ті основні твердження, у

¹²⁸ Про це, зокрема, див.: White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20.; Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New challenges in the New Century // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–28; Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59.

яких розкривається зміст позитивного впливу еволюції монетарних органів на інфляційну ситуацію. В загальному до таких змін відносять: підвищення незалежності центральних банків та наділення їх мандатом реалізації політики цінової стабільності; перетворення цінової стабільності на визначальну місію монетарної політики та основу макроекономічної доктрини; зниження фіскального домінування та сеньйоражу, обумовленого дефіцитами бюджетів; здобуття центробанками довіри та реалізація політики транспарентності та відповідальності; експліцитне чи імпліцитне таргетування інфляції, побудова базової макроекономічної моделі монетарної політики на основі раціональних очікувань та прямій комунікації з економічними агентами; підвищення значення параметра реагування на інфляцію та її варіацію у функції реакцій центробанків; підвищення гнучкості інструментів монетарної політики, зростання значення інструментів, які дозволяють згладжувати коливання процентних ставок, і зменшення ролі обов'язкового резервування тощо¹²⁹.

Проте, у світлі вищенаведеної дискусії перший підхід потрібно вивчати у контексті другого – еволюція центробанків, підвищення їх незалежності є адаптивною формою реакції на структурні зміни, що привносяться глобалізацією¹³⁰. Зокрема, В. Вайт констатує, що такі зміни відображають номінальний вимір макропроцесів, а не реальний¹³¹. Це посилює позицію підходу, згідно з яким глобалізація справляє фундаментальний вплив на монетарну політику отже, структурні зрушення, пов'язані з нею, не можуть вважатися транзитивними шоками.

3.2. Канали впливу глобалізації на дезінфляцію

Підходи до ідентифікації каналів впливу глобалізації на інфляцію

Щодо впливу глобалізації на дезінфляцію, як найбільш яскравого прикладу глибоких змін в сучасній економіці, то суттєву проблему

¹²⁹ Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2001. – № 8354. // www.nber.org.; Cecchetti S., Flores-Lagunes A., Krause S. Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis // NBER Working Paper. – 2004. – № 10973 // www.nber.org.; Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 1999. – № 7426. – P. 1–35.; Cecchetti S., Debelle G. Has the Inflation Process changed? // BIS Working Papers. – 2005. – № 185. – P. 1–61.; Clifton E., Leon H., Wong Ch-H. Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/166 – P. 1–42.; Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65.

¹³⁰ Детальніше про це див.: Козюк В.В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – 320 с.

¹³¹ White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 10.

становить інтерпретація механізму такого впливу. Цей механізм активізується через функціонування певного набору каналів, які етимологічно кореспондують зі змістом глобалізації як зростаючої відкритості економіки міжнародній торгівлі, рухові товарів, капіталів та робочої сили, внаслідок чого створюються передумови для інтеграції розрізнених географічних ринків та виникнення цілісної глобальної економічної системи. Відповідно, далеко не всі зміни в сучасній економіці, які стали актуальні за останній час, пов'язані із глобалізацією. Крім цього, навіть стосовно характеру впливу глобалізації на процеси дезінфляції через відповідний набір каналів спостерігаються дискусійні моменти.

Так, фахівці МВФ чи не вперше запропонували набір каналів впливу глобалізації на процеси зниження інфляції. Згідно з цим дослідженням виділяється чотири канали: канал «зміни спонукальних факторів політики» (від англ. – *policy incentives*), який відображає, що в умовах підвищення відкритості економіки оптимальний монетарний вибір зміщується в сторону більш суттєвого реагування відхилення фактичної інфляції від цільової, порівняно з ВВП, оскільки протилежне погіршує інфляційну ситуацію внаслідок підвищення нейтральності монетарної політики; канал торговельної інтеграції та зниження рівня цін, який демонструє, що збільшення частки зовнішньої торгівлі у ВВП практично усіх країн призводить до зниження загального рівня цін, оскільки міжнародна конкуренція заохочує торгівлю відповідно до відносних переваг, що призводить до найбільш ефективної алокації ресурсів; канал зростання продуктивності, агрегованої пропозиції та відносних цін, що демонструє, що глобалізація спонукає до підвищення конкуренції, що зумовлює інноваційні зрушення, які позитивно впливають на зростання продуктивності виробничих факторів не тільки в секторі, що виробляє товари, які є предметами міжнародної торгівлі, а загалом в економіці (внаслідок цього позитивний шок продуктивності позитивно розповсюджується по всій економіці); канал зниження залежності інфляції від стану національного ділового циклу, внаслідок чого можна вибрати нижчу оптимальну інфляцію без шкоди для динаміки ВВП та зайнятості¹³².

Дещо інший підхід пропонують фахівці Банку Японії. Вони виокремлюють три канали: торгівля (який розкладається на два ефекти:

¹³² How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 100–104.

“прямий ефект імпортних цін”; “непрямий ефект посилення конкуренції”); ринки праці та капіталу (імміграція, ПП, офшорний бізнес, аутсорсинг, зменшення ваги профспілок у сфері встановлення зарплати тощо); підвищення чутливості національних цін до змін у глобальному попиті та пропозиції¹³³. С. Аллард пропонує розрізняти канали макроекономічного та секторного рівня. До першого належить узагальнення розриву зв’язку між інфляцією та динамікою ВВП у світлі підвищення нейтральності монетарної політики внаслідок зростання відкритості економіки та втрат від макродестабілізацій в умовах високої мобільності капіталів разом з прямим впливом дешевого імпорту на ціни. До другого – посилення конкуренції в умовах глобалізації, внаслідок чого послаблюється залежність динаміки цін від зміни рівня заробітних плат і зменшується цінова влада фірм (від англ. – *price power of firms*)¹³⁴. Як видно з наведених двох підходів, є певне надмірне узагальнення відмінних за своїм макро- та мікроекономічним змістом каналів впливу глобалізації на процеси дезінфляції. Окрім цього, в розрізі аналізованих підходів сам набір каналів та їх інтерпретація виглядає доволі неоднорідними.

Більш розлогий підхід запропонували фахівці Національного банку Австрії. Вони виділяють шість каналів: по-перше, прямий канал імпортних цін; по-друге, канал, який відображає дію ефекту глобальної конкуренції, що є непрямим наслідком інтеграції ринків товарів та робочої сили; по-третє, канал ринків праці, який демонструє те, що глобалізація підвищує глобальну пропозицію робочої сили, яка гальмує зростання зарплат у розвинутих країнах з відповідним рестрикційним впливом на ціни, а глобальна конкуренція спонукає до послаблення влади профспілок; по-четверте, канал ринків капіталу, який відображає позитивні зміни в рівні цін внаслідок поліпшення можливостей у сфері оптимізації балансу “інвестиції-заощадження”, а також опосередковано стимулює процеси інтеграції ринків товарів і робочої сили, тобто підсилює дію попередніх каналів; по-п’яте, канал зміни мотивів політики (вже розглядався вище); по-шосте, канал, через який впливає на ціни коливання глобальних попиту та пропозиції¹³⁵.

Незважаючи на те, що цей підхід є спробою ширшого охоплення глобалізаційних детермінант дезінфляції, тут також спостерігається

¹³³ Nakayma K., Sasaki H., Shimizu Y. Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies // International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25-27, 2007). – 2007. – P. 1–16.

¹³⁴ Allard C. Inflation in Poland: How Much Can Globalization Explain? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/41. – P. 3–21.

¹³⁵ Glatzer E., Gnan E., Valderrama M.-T. Globalization, Import Prices and Producer Prices in Austria // Monetary Policy and the Economy. ONB. Q3 / 06. – 2006. – P. 24–43.

певний брак деталізації та неврахування макро- та мікроекономічних особливостей функціонування елементів кожного окремого каналу, які, етимологічно, можуть мати різні теоретичні та емпіричні підґрунтя в процесі первинного виявлення, на відміну від наступного узагальнення в рамках окремого каналу¹³⁶. Якщо ж подивитися на вказані дослідження загалом, то найбільш консенсусними є канали імпорتنих цін та глобальної конкуренції, тоді як щодо інших суттєвої спільності думок не простежується. Найбільш дискусійний – канал ринків капіталу. Якщо в інтерпретації японських економістів він діє через зміни в сукупному попиті, обумовлені змінами в рівнях заробітних плат внаслідок реалокації інвестицій, перш за все, ПІІ (країна-експортер стикається зі зменшенням фактора капітал, внаслідок чого відносно зростає пропозиція фактора праці, що зменшує рівноважні зарплати, обмежуючи тиск на ціни, тоді як країна-імпортер стикається з протилежною ситуацією), то в інтерпретації австрійських дослідників падіння відносних цін впливає з покращення можливостей щодо формування оптимального портфеля активів. Якщо у першому з випадків акцентування на так званих проблемах загальної рівноваги в контексті спіралі “зарплата-ціни” ігнорує позитивні алокаційні аспекти глобального циркулювання капіталу, то в другому випадку зв’язок між оптимальним портфелем активів та рівнем цін ще менш очевидний. Щодо каналу зміни спонукальних факторів політики, то він згадується фахівцями МВФ, австрійськими дослідниками. Вищезгадана С. Аллард торкається тільки одного аспекту (розрив зв’язку між інфляцією та діловим циклом), тоді як японські дослідники прямо його не вказують взагалі, що ігнорує важливий аспект впливу глобалізації на розуміння центральних банків, як повинна трансформуватись монетарна політика в сучасних умовах. При цьому навіть щодо консенсусних каналів можуть бути дещо різні тлумачення, що, загалом, обумовлено наявністю широкого набору зворотних зв’язків у рамках тих процесів, які концептуалізуються у формі ідентифікації відповідних каналів.

З огляду на вищездійснений аналіз, а також окремі напрацювання у цій сфері¹³⁷, можна запропонувати такий набір каналів впливу глобалізації на процеси дезінфляції: канал зміни спонукальних факторів політики; канал глобальної торговельної інтеграції; канал глобальної конкуренції та структурних зрушень; канал ринків праці; канал глобальних кондицій попиту.

¹³⁶ Про окремі проблеми цього див.: Козюк В. Монетарна політика у глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 40–51.

¹³⁷ Козюк В. Монетарна політика у глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – 192 с.

Зміна спонукальних факторів політики

Зміна спонукальних факторів політики (від англ. – *policy incentives*) чи не вперше прирівнюється до каналу впливу глобалізації на зниження інфляції у вищезгаданому підході МВФ до визначення таких каналів. Це означає, що під впливом глобалізації центральні банки самі по собі, відповідно до своїх теоретичних та прагматичних інтенцій, стають схильні проводити більш жорстку політику цінової стабільності, що і призводить в підсумку до глобальної дезінфляції. Генетичне походження таких інтерпретацій коріниться у ранніх дослідженнях впливу відкритості (торговельної) на монетарну політику і тільки пізніше ускладнилось за рахунок врахування набагато ширшого кола змін, які породила глобалізація і які зумовили зміну таких спонукальних факторів.

Підвищення торговельної відкритості загалом у світі та у розвинутих країнах повинно позначатись на трансформації структурних зв'язків між національною економікою та глобальною, що повинно бути враховано при розробці макроекономічних засад поведінки центрального банку. Одним з аспектів такої трансформації повинно бути підвищення значення спеціалізації торгівлі і зростаюча вага цього у визначенні поведінки ВВП. Д. Ромер, накладаючи на проблему зростаючого значення спеціалізації країни в умовах зростання торговельної відкритості оптимізаційну модель монетарної політики в стилі Барро-Гордона, прийшов до наступних висновків. За певного рівня відкритості та спеціалізації формується відповідна функція добробуту економічних агентів. Реалізація монетарної політики з метою підвищення рівноважних рівнів ВВП та зайнятості шляхом створення несподіваної інфляції призводить до погіршення чітко окресленої алокації ресурсів у рамках спеціалізації, що зумовлює втрати добробуту загалом по економіці¹³⁸. Звідси випливає, що динамічна інконсистентність у поведінці центробанків не призводить до поліпшення ситуації у сфері короткострокової стабілізації ВВП за рахунок підвищення інфляції, що викликається нейтральністю грошей та погіршенням спеціалізації. Емпіричне підтвердження цієї гіпотези також продемонструвало, що країни з більш високими рівнями відкритості мають і нижчий рівень інфляції¹³⁹.

¹³⁸ Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – № 108. – P. 869–903.

¹³⁹ Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – № 108. – P. 869–903; Romer D. A New Assessment of Openness and Inflation: Replay // Quarterly Journal of Economics. – 1998. – № 112. – P. 649–652.

Інший аспект трансформації структурних зв'язків між національною економікою та глобальною – зростання у внутрішньому кінцевому та проміжному споживанні товарів, що є предметом міжнародної торгівлі. Саме цю тезу висунув як головну Ф. Лейн при обґрунтуванні того, що поведінка центрального банку повинна бути більш стриманою. Заперечуючи висновки Д. Ромера про важливість фактора спеціалізації, Ф. Лейн послуговується традиційним неокласичним підходом до оптимізації монетарної політики. В останньому важливе значення відводиться проблемі гнучкості цін. Якщо ціни гнучкі, то спроможність центробанків стимулювати ВВП та зайнятість за рахунок несподіваної інфляції низька. Це призведе до зростання номінальних змінних, а не реальних. У світлі зростаючої торговельної відкритості гнучкість стає принципово важливим фактором, оскільки, згідно з Ф. Лейном, ціни на товари, що є предметами міжнародної торгівлі, більш еластичні, відображають більш жорстку конкуренцію на міжнародних ринках. За рахунок цього підвищення торговельної відкритості призводить до загального підвищення гнучкості цін, що робить стабілізаційні орієнтири в політиці центробанку ризиковими з точки зору зростання інфляції¹⁴⁰.

В обох вищезазначених випадках зберігається чітке апелювання до теорії динамічної інконсистентності. Зниження рівноважної інфляції виникає внаслідок усунення схильності до створення несподіваної інфляції та здобуття довіри до центробанків. В основі ж такого усунення є усвідомлення більш значних втрат для економіки від інконсистентної поведінки в умовах високої торговельної відкритості, в якій у структурній формі не простежувались би її наслідки. Зростаюче значення проблеми погіршення спеціалізації та підвищення гнучкості цін внаслідок торговельної відкритості відображають загальну ситуацію із змінами в структурі економіки, які обумовлені глобальною торговельною інтеграцією. Це дає змогу Г. Вагнеру стверджувати, що “з того часу як глобалізація іде пліч-о-пліч з більш відкритими економіками, послаблення стимулюючого впливу на виробництво з боку несподіваної інфляції є одним з ефектів глобалізації, який релевантний для монетарної політики”¹⁴¹. З іншого боку, окремі дослідження демонструють, що за час розвитку другої хвилі глобалізації суттєвого збільшення частки товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, у ВВП не відбулося, а за період з

¹⁴⁰ Lane P. Inflation in Open Economies // Journal of International Economics. – 1997. – № 42. – P. 327–347.

¹⁴¹ Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 9

1980 р. по 2005 р., вона навіть знизилась¹⁴². Проте, зниження частки товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, в цій інтерпретації ще не відображає зменшення впливу торговельної відкритості на економіку. Наприклад, зростання доходів, які пов'язані з більш позитивним впливом вільної торгівлі на динаміку глобального ВВП та ВВП значної кількості країн, детермінують збільшення попиту на послуги, які в чистому вигляді такими предметами не є. Відповідно, розвиток Інтернету, аутсорсинг та зниження вартості транспортних комунікацій призводять до того, що навіть послуги отримують можливість перейти в категорію товарів, що торгуються на міжнародних ринках¹⁴³. Так само емпіричні свідчення на користь зниження частки товарів, що торгуються на міжнародних ринках, не спростовують факту зростаючої залежності економік від спеціалізації та того, що гнучкість цін на такі товари висока. Також зниження такої частки може, навпаки, свідчити про падіння відносних цін по цій групі товарів. Внаслідок цього значення вищої гнучкості цін на них може гіпотетично більш суттєво впливати на підвищення гнучкості цін загалом на пряму, але це не означає, що таке падіння в кореспонденції із зростаючою софтизацією економіки внаслідок підвищення попиту на послуги не тягне за собою актуалізацію широкого набору непрямих ефектів, які, відповідно до прямої логіки моделей Ромера та Лейна, так само спонукають до зміни мотивів поведінки центробанків у напрямі усвідомлення необхідності здійснювати більш жорстку політику, яка би унеможливила створення несподіваної інфляції, що через механізм суміщення очікуваної та фактичної інфляції призводило би до цінової стабільності.

Подальші підходи до пояснення зміни спонукальних факторів політики меншою мірою акцентують увагу на проблемі впливу міжнародної торгівлі на поведінку центральних банків, тим самим уникаючи дискусійних моментів щодо різнопланових впливів останньої на формування структури економіки, зокрема на структурні особливості ціноутворення.

Близький та етимологічно пов'язаний підхід – це підхід, згідно з яким торговельна експансія призводить до посилення глобальної конкуренції. Останнє позначається на необхідності адаптації економіки до

¹⁴² Engler P., Fidora M., Thimann Ch. External Imbalances and US Current Account: How Supply-Side Changes Affect an Exchange Rate Adjustment // ECB Working Paper. – 2007. – № 761. – P. 6–40.

¹⁴³ Frankel J. What Do Economists Mean by Globalization? Implications for Inflation and Monetary Policy // Academic Consultants Meeting, Sept 28, 2006. Board of Governors of the Federal Reserve System // www.federalreserve.gov.

нового оточення, що призводить до підвищення гнучкості економіки, зниження жорсткості цін. В сукупності це призводить до того, що параметри сучасної економіки суттєво відрізняються від тих, які мали за часів високої інфляції 1970-х, а відтак монетарна політика, зорієнтована на дисципліну та уникнення дуже м'якого пристосування до шоків, більш адекватна. Проте в основі такої адекватності перебуває зміщення центробанків у сторону усвідомлення вищої нейтральності грошей. Гнучка економіка, поява якої впливає з посилення глобальної торговельної експансії та адаптації до цього, стає передумовою для зміни базових засад поведінки монетарних органів¹⁴⁴.

Інший підхід – теорія конкуренції за місця розташування бізнесу (від англ. – *locational competition*). Згідно з нею, в умовах мобільності капіталів, зниження трансакційних витрат переміщення бізнесу, посилення тенденції щодо уніфікації режимів руху капіталів та достатньої іррелевантності природно-географічних факторів алокації інвестицій, різко підвищується значення макроекономічних та інституціональних характеристик країни потенційного реципієнта вкладень. Висока і нестабільна інфляція розглядається як один зі стримуючих факторів мотивації притоку прямих іноземних інвестицій¹⁴⁵. З одного боку, така інфляція свідчить про можливість запровадження прихованого оподаткування донорів капіталу (особливо, якщо рівень інфляції нестабільний). З іншого, – глибокі інституціональні спотворення в економіці, оскільки вона відображає брак конкуренції, непрозоре функціонування ринків та можливості створення специфічних стимулів для окремих груп інвесторів, внаслідок застосування яких країна наражається на високу інфляцію (наприклад: створення сприятливого режиму для експортерів завдяки заниженому валютному курсу обертається більш високою інфляцією, при цьому посилюючи концентрацію капіталів в експортному секторі, обмежуючи доступ до нього міжнародних інвесторів; фіскальні преференції для певних бізнес-груп чи регіонів обертаються податковими недонадходженнями, які компенсуються за рахунок більш м'якої монетарної політики, але такі преференції ставлять у нерівне становище зовнішніх інвесторів тощо). З цього впливає, що затребуваність низької та сталої інфляції, асоційованої

¹⁴⁴ Rogoff K. Globalization and Global Disinflation // Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole, Wyoming, 2003. – P. 77–112.

¹⁴⁵ Детальніше огляд теоретичних положень даної теорії див.: Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.

із стабільністю цін, відображає нівелювання базових макроекономічних факторів, які послаблюють мотивацію до вкладання коштів у країну, тягнучи за собою необхідність подальших структурних реформ у напрямі підвищення прозорості ринків, конкуренції на них, ліквідацію фіскальних преференцій та удосконалення регуляторної практики. В сукупності, зміна базових засад монетарної політики оздоровлює економіку, а в основі цього лежить перехід до більш жорсткої боротьби з інфляцією.

Підхід конкуренції за розташування бізнесу здебільшого концентрується на проблематиці залучення ПІІ та структурних передумов, необхідних для цього. Попри принципову важливість цього питання в світлі посилення глобального взаємопроникнення та інтеграції на мікрорівні, чи не найбільшу проблему в умовах високої мобільності капіталів становлять короткострокові портфельні рішення. Після Азійської кризи зростання уваги до проблеми флуктуацій в поведінці короткострокових капіталів не оминуло проблеми адаптації центральних банків до нових умов функціонування глобалізованих фінансових ринків. Усвідомлення вразливості країни щодо переливів спекулятивного капіталу спонукає монетарні органи мінімізувати ризик раптових його впливів, який впливає з невідповідної інфляційної чи валютно-курсової ситуації. Жорстка монетарна політика як передумова усунення дестабілізації очікувань глобальних інвесторів та погіршення платіжного балансу через механізм реальної переоцінки валюти починає розглядатись як “ефект дисципліни”. Актуалізація цього ефекту пов’язується з лібералізацією короткострокових потоків капіталу та прогресуючою фінансовою дерегуляцією.

Попри очевидний характер необхідності посилення акцентів монетарної політики на дотримання принципу нівелювання флуктуацій інфляції в системі підтримання макрофінансової стабільності, емпіричні дослідження “ефекту дисципліни” дають не однозначні результати. І. Тутелл та Ч-Й. Вей, досліджуючи вплив фінансової глобалізації на “удосконалення” макроекономічної політики та беручи за основу такий індикатор фінансової відкритості як співвідношення валових активів та зобов’язань до ВВП, приходять до таких висновків: зовнішня позиція країни дійсно знаходиться в оберненому зв’язку з величиною інфляції, тобто чим масштабніше нагромадження зовнішніх активів та пасивів країни, тим нижча у ній інфляція; зв’язок між згаданими параметрами, попри те, що є обернений та очевидний, не достатньо статистично

значимий; водночас, групування країн з точки зору переходу від високої до середньої і з середньої до низької інфляції дало змогу виявити статистично значиму низьку ймовірність того, що чим вища фінансова відкритість, тим більше країна схильна перейти у вищий інфляційний розряд, так само чим вища така відкритість тим ймовірніше, що країна прямуватиме з високої інфляції до середньої, а з середньої до низької; не виявлено суттєвого впливу фінансової відкритості на мінімізацію бюджетних дефіцитів, хоча більш низькі бюджетні дефіцити та низька інфляція сприймаються фінансовими ринками як краща альтернатива. Ці економісти підсумовують, що “ефект дисципліни” більш яскраво простежується на прикладі монетарної політики, ніж фіскальної¹⁴⁶.

I. Тутелл у рамках аналізу зв'язку між глобалізацією і зовнішніми дисбалансами, здійсненого МВФ, суттєво уточнює вищезгадану суперечливу картину довкола “ефекту дисципліни”. Так, впливовість цього ефекту може суттєво варіювати залежно від політики. Якщо жорстка фіскальна політика буде пов'язана із значними політико-економічними втратами (наприклад, жорстка політика може йти всупереч з необхідністю циклічного згладжування чи акомодатії певного шоку, що потребує бюджетно-податкової реакції, або ж бюджетні дефіцити є результатом дії автоматичних стабілізаторів), то “ефект дисципліни” буде більше впливати на центральні банки. Протилежне так само ймовірно. Окрім цього, “ефект дисципліни” може бути суттєво послаблений очікуваннями учасників ринків капіталу та чутливістю глобальних інвесторів до явищ, які не пов'язані з макроекономічною політикою країни, але впливають на неї через рішення інвесторів до реалокації ресурсів та трансформації глобальних інвестиційних портфелів. Як наслідок, автономні зміни в середовищі фінансової глобалізації можуть погіршувати її дисциплінуючий вплив на макроекономічну політику¹⁴⁷. В цьому випадку суттєвим ризиком є те, що “зневіра” розробників макрополітики в “каральній” здатності ринків, або ж коли такі “каральні” акції трапляються з країнами, що здійснюють політику відповідно до “ефекту дисципліни”, може похитнути позитивне значення цього ефекту не тільки в глобальному контексті, але й у контексті оптимізації макрополітики на національному рівні.

¹⁴⁶ Tytell I., Wei Sh-J. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies // IMF Working Paper. – 2004. – wp/04/84. – P. 1–40.

¹⁴⁷ Tytell I. Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies // Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 122–123.

Дещо іншого погляду дотримуються М. Айхан Коуз, Е. Прасад, К. Рогофф та С-Ж. Вей. Аналізуючи проблеми з виявленням позитивного впливу фінансової відкритості на економічне зростання, вони роблять висновок, що в його основі є сукупність непрямих каналів та наявність певного порогу нагромадження позитивних структурних реформ та підтримання макроекономічної стабільності. Те, що така макростабільність впливає з “ефекту дисципліни” і актуалізується як непрямий елемент позитивного впливу фінансової відкритості на економіку, опосередковано свідчить про дієвість цього ефекту. Непрямий характер впливу фінансової глобалізації на дезінфляцію також впливає з того, що чим вище співвідношення нагромаджених валових зовнішніх вимог та зобов’язань до ВВП, тим вищий контроль корупції, якість інституцій, співвідношення між капіталізацією ринку акцій до ВВП та співвідношення приватного кредиту до ВВП (за період 1985–2004 рр.). І хоча самі автори більше уваги звертають на те, що “ефект дисципліни” пов’язаний із усвідомленням підвищення нейтральності монетарної політики в умовах лібералізації економіки¹⁴⁸, ці залежності демонструють усунення структурних передумов (наприклад, у формі нездорового інституціонального середовища чи нерозвинутих ринкових інститутів) для проінфляційної поведінки центрального банку за логікою теорії конкуренції за місця розташування бізнесу. Відповідно, обернений зв’язок між інфляцією та фінансовою відкритістю (за вищезгаданий період) може відображати як пряму дію “ефекту дисципліни”, так і непрямую – як наслідок структурних реформ, що викликаються та затребуються наростаючою глобальною фінансовою інтеграцією.

Контрастують з вищеаналізованими підходами дослідження, які в основу зміни спонукальних факторів політики покладають фактор розриву зв’язку між інфляцією та безробіттям або ж послаблення зв’язку між інфляцією та бізнес-циклом загалом. Зокрема, як показано вище, окремі дослідники вважають, що це самостійний канал впливу глобалізації на дезінфляцію, проте необхідно наголосити, що він є аспектом більш загальної концептуальної модернізації засад монетарної політики в умовах глобалізації, породжуючи два базових погляди на проблему.

По-перше, фактично усталеною на сьогодні є думка про те, що саме глобалізація в аспекті глобальної торговельної та фінансової інтеграції

¹⁴⁸ Ayhan Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J. Financial Globalization: A Reappraisal // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/189. – P. 1 – 92.

розриває не тільки обернений зв'язок між цими параметрами, а взагалі, наявність зв'язку між інфляцією та циклічною позицією економіки¹⁴⁹. В. Мелік та Г. Галаті демонструють огляд досліджень, що здійснюються багатьма центробанками, і роблять висновок, що більшість з них враховує у монетарній політиці факт руйнації зв'язку між інфляцією та ВВП-розривом (як виміром стану внутрішнього попиту)¹⁵⁰. Щодо глобалізації, то в аспекті міжнародної торгівлі це в загальному стосується того, що національна сукупна пропозиція визначається глобальним сукупним попитом. Торговельна лібералізація та посилення торговельної відкритості призводить до ситуації, коли країна може спеціалізуватись на виробництві, а не споживанні, що і розриває традиційний зв'язок між випуском та споживанням. В аспекті фінансової інтеграції – тим, що шоки попиту і пропозиції можуть бути згладжені за рахунок підвищення мобільності капіталів та диверсифікації ризиків. В останньому випадку найбільш прикметне те, що фінансова інтеграція розширює можливості репрезентативного економічного агента згладжувати коливання споживання. Це, маючи за наслідок більш волатильний поточний рахунок, втім, дає змогу уникати жорсткої обумовленості між доходом та абсорбцією на номінальному та реальному рівні. Найбільш загальний висновок з цього полягає в тому, що центральний банк може обрати за оптимальний нижчий рівень інфляції, порівняно з тим, який би впливав з огляду на обмеження, що накладаються на такий вибір презумпцією оберненого зв'язку між інфляцією та безробіттям. А це є своєрідною детермінантою зміни мотивів формулювання політики¹⁵¹, яке підсилюється тим, що глобалізація трансформує репрезентативну споживчу функцію економічного агента, внаслідок чого центральний банк повинен обрати за оптимальну нижчу інфляцію і не зважати на теоретично імовірнісний характер зв'язку між інфляцією та безробіттям по типу кривої Філіпса¹⁵².

¹⁴⁹ Детальніше про це: How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97–134; Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 3–48; Gnan E., Valderrama M.-T. Globalization, Inflation and Monetary Policy // Monetary Policy and the Economy. ONB. Q4 / 06. – 2006. – P. 37–54.

¹⁵⁰ Melick W., Galati G. The Evolving Inflation Process: An Overview // BIS Working Papers. – 2006. – № 196. – P. 1–28.

¹⁵¹ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97–134.; Allard C. Inflation in Poland: How Much Can Globalization Explain? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/41. – P. 3–21.; Glatzer E., Gnan E., Valderrama M.-T. Globalization, Import Prices and Producer Prices in Austria // Monetary Policy and the Economy. ONB. Q3 / 06. – 2006. – P. 24–43.

¹⁵² Razin A. Globalization and Disinflation: A Note // NBER Working Paper. – 2005. – № 10954. – P. 1–19; Razin A., Loungani P. Globalization and Inflation-Output Tradeoffs // NBER Working Paper. – 2005. – № 11641. – P. 1–36.

По-друге, серед досліджень впливу глобалізації на характер зв'язку між інфляцією та безробіттям намітився своєрідний розкол, що відображає те, як глобалізація визначає кут нахилу короткострокової кривої Філіпса¹⁵³. Так, представники більш ранніх досліджень глобалізації констатують, що підвищення відкритості та посилення глобальної конкуренції призводить до того, що ця крива стає крутішою (кут нахилу зростає, означаючи значне зростання інфляції на одиницю зростання ВВП). Тобто, мова йде про те, що глобалізація призводить до підвищення нейтральності монетарної політики, тобто її неспроможності підвищити природний рівень зайнятості без негативних інфляційних наслідків¹⁵⁴. Фактично більшість вищерозглянутих підходів з приводу того, як глобалізація змінює мотиви поведінки центральних банків, може бути об'єднана таким баченням: “глобалізація – торговельна відкритість, конкуренція, гнучкість економіки – крутіша крива Філіпса – більш нейтральна монетарна політика – більш консервативні центральні банки – нижча інфляція”. Альтернативна позиція полягає в тому, що під впливом глобалізації нахил цієї кривої стає більш пологий (кут нахилу зменшується, що відображає те, що зростання ВВП супроводжується нижчими інфляційними наслідками). В основі цього є лібералізація, інтеграція ринків товарів та виробничих факторів, зростання мобільності останніх¹⁵⁵. Це означає, що глобальна конкуренція та підвищення продуктивності створюють позитивні передумови для зростання ВВП. Саме з глобалізацією пов'язана ситуація перманентного наздогону фактичним ВВП його потенційного рівня, внаслідок чого навіть тривале і затяжне економічне зростання може не супроводжуватись інфляцією. Так само, більш пологий нахил даної кривої дає змогу агресивніше реагувати

¹⁵³ Frankel J. What Do Economists Mean by Globalization? Implications for Inflation and Monetary Policy // Academic Consultants Meeting, Sept 28, 2006. Board of Governors of the Federal Reserve System // www.federalreserve.gov. Більш критичний погляд з цього приводу міститься в роботі Л. Болла: Ball L. Has Globalization Changed Inflation? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12687. – P. 1–19.

¹⁵⁴ Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – № 108. – P. 869–903; Lane P. Inflation in Open Economies // Journal of International Economics. – 1997. – № 42. – P. 327–347; Rogoff K. Globalization and Global Disinflation // Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole, Wyoming, 2003. – P. 77–112; Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 1–48.

¹⁵⁵ Dora I. Flattening Phillips Curve: Implications for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/76. – P. 1–19.; Kohn D. The Effects of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy // Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts, June 16, 2006 // www.federalreserve.gov.; Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 3–48; Razin A., Binyamini A. Flattened Inflation-Output Tradeoff and Enhanced Anti-Inflation Policy: Outcome of Globalization? // NBER Working Paper. – 2007. – № 13380. – P. 1–20.

на шоки, пом'якшуючи їх вплив на реальну економіку, оскільки це не викликати миттєвих негативних інфляційних наслідків. Хоча остання теза є логічним висновком з цього, окремі дослідники застерігають від перетворення монетарної політики на занадто акомодативну, вважаючи можливість більш м'яко реагувати на збурення не тою можливістю економіки, яку породжує більш похила одіозна крива¹⁵⁶.

Попередні авторські дослідження цієї проблеми підтверджують обидві гіпотези щодо впливу глобалізації на зв'язок між інфляцією та безробіттям. З одного боку, монетарна політика стала дійсно більш нейтральною в добу глобалізації, однак стагфляція більше властива великим розвинутим країнам (позитивний кут нахилу лінії прямої залежності між інфляцією та безробіттям), тоді як для малих розвинутих країн характерна більш жорстка монетарна політика, яка однак не обумовлює більш варіативне безробіття (мінімальний позитивний кут нахилу). З іншого боку, відкритість більш позитивно впливає на можливість зменшення безробіття та прискорення зростання ВВП, порівняно з тим, що на інфляцію вона впливає менш виражено, хоча простежувано. Більше того, позитивний вплив відкритості на малі економіки (особливо торговельної) більш істотний, порівняно з великими економіками, внаслідок чого можна припустити, що покращення інфляційної ситуації обумовлюється усуненням передумов для затребуваності монетарних стимулів для зростання ВВП, ефективність яких все одно відсутня.

Це мало би означати, що глобалізація (зокрема, в сукупності з підвищенням гнучкості економіки) мала би зменшувати втрати у зайнятості в процесі дезінфляції. Однак, Дж. Темпл виявив дуже слабкий зв'язок між торговельною відкритістю та коефіцієнтом дезінфляційних втрат (так званий *sacrifice ratio*)¹⁵⁷. З іншого боку, вплив відкритості на коефіцієнт дезінфляційних втрат відображає, що торгівля та потоки капіталу загалом для розвинутих країн не підвищують цей коефіцієнт, однак для малих економік він знаходиться в оберненому зв'язку з рівнем і торговельної, і фінансової відкритості, а для великих – тільки з рівнем фінансової. А це, знову-таки, відображає відмінний вплив глобалізації на

¹⁵⁶ Razin A., Binyamini A. Flattened Inflation-Output Tradeoff and Enhanced Anti-Inflation Policy: Outcome of Globalization? // NBER Working Paper. – 2007. – № 13380. – P. 1–20.

¹⁵⁷ Temple J. Openness, Inflation and the Phillips Curve: A Puzzle // Journal of Money, Credit and Banking. – 2002. – Vol. 34. – P. 450–468.

малі та великі економіки і те, що перші мають більше вигод від неї¹⁵⁸. Ця гіпотеза знаходить підтвердження і в інших дослідженнях. Наприклад, М. Філдстайн констатує, що великі економіки мають більш фрагментаризовані фінансові ринки, внаслідок чого зв'язок між інвестиціями та заощадженнями у них вищий (парадокс Філдстайна-Хоріоки), порівняно з малими економіками¹⁵⁹. А рівень домашнього зміщення в системі портфельної диверсифікації також нижчий в останніх, хоча тенденції до зниження ролі даного ефекту здебільшого залежать від процесів структурної трансформації фінансових ринків і, загалом, є атрибутивними розвинутих країнам загалом¹⁶⁰.

Емпіричний аналіз характеру зв'язку між інфляцією та безробіттям дає змогу зайняти позицію, яка врівноважує обидва вищезгаданих дискусивних підходи.

Зміни коефіцієнта, що визначає кут нахилу лінії апроксимації зв'язку між інфляцією та безробіттям для розвинутих країн (табл. 3.2.), демонструє загальну тенденцію його збільшення. Оскільки він здебільшого має від'ємне значення, то це говорить про поступовий процес зменшення кута нахилу лінії апроксимації, тобто крива Філіпса стає більш пологою. Так, для аналізу було обрано чотири періоди: 1971–2007 рр. – демонструють весь доступний період; 1971–1985 рр. – період, що передував розвитку процесів глобалізації; 1986–2007 рр. – період розвитку глобалізації (базовий період для дослідження зв'язків впливу відкритості на характер зв'язків між аналізованими параметрами); 1998–2007 рр. – період, який відображає останні тенденції розвитку глобалізації. Втім, необхідно зауважити, що другий та останній період відзначені тим, що на них припадали значні макроекономічні шоки. Внаслідок цього, варіація значень цього коефіцієнта в розрізі країн доволі висока, а в окремих випадках спостерігається достатньо різні тенденції щодо характеру зв'язку між інфляцією та безробіттям. В ширшому контексті можна побачити, що хоч і домінує тенденція до негативного значення цього

¹⁵⁸ Козюк В. В. Зв'язок між інфляцією і безробіттям у світлі глобалізації та відкритості економіки // Журнал європейської економіки. – 2004. – Т. 3 (№ 3). – С. 262–276; Козюк В. В. Вплив відкритості економіки на монетарну політику: емпіричний аналіз на прикладі ОЕСР // Вісник НБУ. – 2005. – № 7. – С. 50–54; Козюк В. В. Дезінфляція на тлі глобалізаційного процесу // Фінанси України. – 2005. – № 6. – С. 40–46.

¹⁵⁹ Feldstein M. Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Global Capital Flows // NBER Working Paper. – 2005. – № 11856 // www.nber.org. Більш детально проблема теоретичної інтерпретації відмінності між великими та малими економіками в контексті досліджень Філдстайна розглянута у: Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 36–39.

¹⁶⁰ Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109–156; How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? // World Economic Outlook. – 2006. – Sept. – P. 1–34.

коефіцієнта, необхідно констатувати подвійні процеси, або (за поодиноким винятком, наприклад, Австралії), крива Філіпса стає більш пологою або ж перетворюється на пряму залежність між інфляцією та безробіттям, тобто – стагфляцію.

Таблиця 3.2.

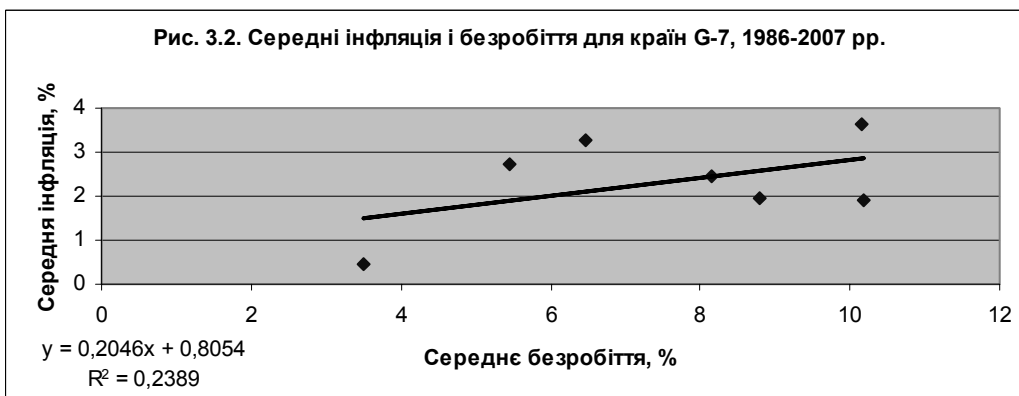
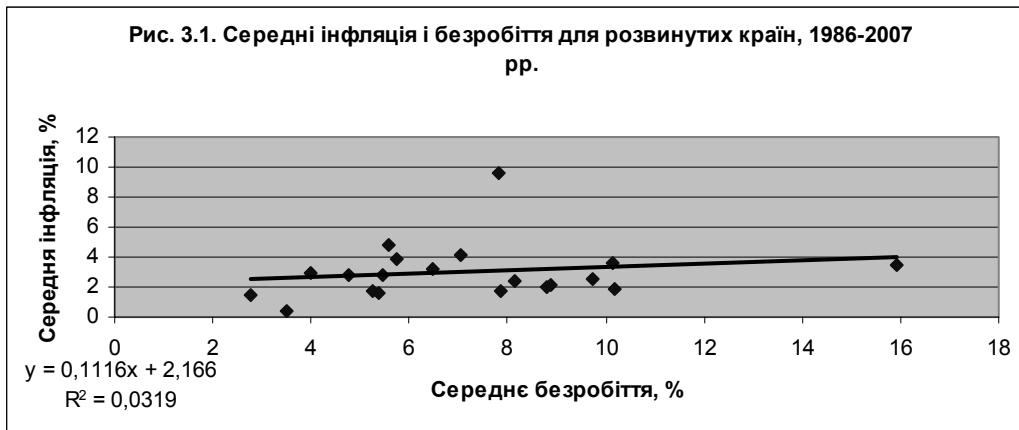
**Коефіцієнти еластичності зв'язку між інфляцією та безробіттям
(коефіцієнт, що визначає кут нахилу лінії апроксимації) для
розвинутих країн**

	1971–2007	1971–1985	1986–2007	1998–2007
США	0,83	-0,20	0,09	-0,15
Німеччина	-0,54	-0,44	-0,47	-0,23
Франція	-1,07	0,03	-0,21	-0,22
Велика Британія	-0,34	-0,73	0,35	0,26
Італія	-1,30	0,003	0,32	-0,03
Японія	-3,00	-8,70	-1,06	-0,97
Канада	-0,20	-0,49	0,14	0,19
Австралія	-1,16	-0,69	-0,71	-0,94
Австрія	-1,27	-1,37	-0,47	-0,36
Бельгія	-0,21	0,27	-0,21	0,12
Фінляндія	-0,70	-1,68	-0,27	0,55
Греція	-1,24	1,11	-3,09	-0,07
Ірландія	-0,43	-1,00	-0,03	-0,19
Нідерланди	-1,02	-1,04	-0,25	-0,29
Нова Зеландія	-	-	-1,69	-1,34
Норвегія	-1,11	-0,82	-0,74	0,69
Португалія	-	-	-0,46	0,03
Іспанія	-0,48	-0,34	0,02	-0,21
Швеція	-1,69	-6,14	-1,03	-0,49
Швейцарія	-1,03	-2,31	-0,56	-0,15

Обраховано за: Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRB International Finance Discussion Papers. – 2003. – № 765. – Ap. A.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2007. -Stat. Ap.

Аналіз середніх значень інфляції та безробіття за період 1986–2007 рр. демонструє виявлену для періоду 1991–2004 рр.¹⁶¹ пряму залежність між цими параметрами, тобто можна констатувати збереження характеру такої залежності на розширеному часовому відрізку (рис. 3.1–3.3.).

¹⁶¹ Козюк В. В. Зв'язок між інфляцією і безробіттям у світлі глобалізації та відкритості економіки // Журнал європейської економіки. – 2004. – Т. 3 (№ 3). – С. 262–276. Детальніше про це див: Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 99–111.



З рис. 3.1–3.3 можна побачити:

- пряму залежність між середніми значеннями інфляції та безробіття для розвинутих країн за період розвитку глобалізації;
- для великих економік (група країн Великої сімки) лінія зв'язку має більш крутий нахил, порівняно з рештою розвинутих країн, які можна назвати малими економіками.

Розширення часового горизонту аналізу з 1991–2004 рр. до 1986–2007 рр. підтверджує виявлену закономірність, що великі економіки більшою мірою схильні до стабілізаційної політики, ніж малі, однак її

ефективність залишається низькою. Необхідно зазначити, що ця закономірність підтверджується за допомогою й інших опосередкованих аргументів. Наприклад, аналіз функцій реакцій провідних центробанків (ФРС, ЄЦБ, Банк Японії) дає змогу побачити, що вони намагаються сумістити гнучкість з принципом забезпечення цінової стабільності¹⁶², про що говорилось у розділі 2. Крім цього, порівняння монетарної політики ФРС та ЄЦБ дає змогу побачити, що більш гнучкі реакції Федеральної резервної системи на коливання ВВП призводять і до появи більш варіативної інфляції. Тобто не існує вигод від більш гнучкої політики згладжування коливань ВВП, беручи до уваги збільшення діапазону коливань інфляції¹⁶³.

Відкритість однозначно позитивно кореспондує з підвищенням значення параметра реакції на варіацію інфляції у функції реакції центробанків розвинутих країн (табл. 3.3.); зокрема, фінансова відкритість більш істотно визначає мотив до вибору поведінки несприйняття варіації інфляції (від англ. – *inflation variation averse*), ніж торговельна відкритість. Останнє є емпіричним аргументом на користь актуальності “ефекту дисципліни” і цілком пов’язується із виявленою М. Філдстайном ситуацією, коли малі економіки, більш інтегровані з глобальною фінансовою системою, стають набагато вразливіші до того, як навіть незначні макродестабілізаційні епізоди можуть викликати до життя масштабні флуктації потоків капіталів, що і спонукає їх до більш жорсткої монетарної політики.

Щодо впливу відкритості на кут нахилу лінії апроксимації залежності між інфляцією та безробіттям (табл. 3.3.), то можна спостерігати однозначну ситуацію: і потоки капіталу, і міжнародна торгівля роблять нахил кривої Філіпса більш пологим у випадку всіх країн, країн Великої сімки та інших. Крім цього, у випадку з фінансовою відкритістю, вираженою співвідношенням валових потоків приватного капіталу до ВВП можна побачити і суттєвий зв’язок.

¹⁶² Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2001. – № 705. // www.federalreserve.gov; Gordon R. What Caused the Decline in US Business Cycle Volatility? // NBER Working Papers. – 2005. – № 11777. // www.nber.org; Friedman B. What Remains from the Volcker Experiment? // NBER Working Paper. – 2005. – № 11346. – P. 1–20; Friedman B. The Greenspan Era: Discretion, Rather Than Rules // NBER Working Paper. – 2006. – № 12118. // www.nber.org; Gerdesmeier D., Mongelli F., Roffia B. The Eurosystem, the US Federal Reserve, and the Bank of Japan: Similarities and Differences // ECB Working Paper. – 2007. – № 742. – P. 31–32.

¹⁶³ Див.: Козюк В. В. Політика Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку: порівняння з позиції сучасної монетарної теорії та проблем глобалізації // Економічна теорія. – 2007. – № 1. – С. 65–75.

Таблиця 3.3.

Вплив відкритості на зв'язок між інфляцією та безробіттям

Залежність між	Рівняння регресії	R ²	Характер зв'язку
ТВ та ПРВІ	$Y = 0,0102x + 0,6916$	0,24	Прямий, добре простежуваний
ВПК та ПРВІ	$Y = 0,009x + 0,7567$	0,03	Прямий, добре простежуваний
ТВ та К, всі країни	$Y = 0,0029x - 0,6807$	0,01	Обернений, добре простежуваний
ТВ та К, G-7	$Y = 0,0121x - 0,586$	0,14	Обернений, добре простежуваний
ТВ та К, малі економіки	$Y = 0,009x - 1,3175$	0,11	Обернений, добре простежуваний
ВПК та К, всі країни	$Y = 0,04x - 0,9481$	0,15	Обернений, добре простежуваний
ВПК та К, G-7	$Y = 0,003x - 0,3712$	0,20	Обернений, добре простежуваний
ВПК та К, малі економіки	$Y = 0,0644x - 1,5125$	0,34	Обернений, добре простежуваний
ТВ та МІ, всі країни	$Y = 0,0079x + 9,7526$	0,004	Прямий, погано простежуваний
ТВ та МІ, G-7	$Y = 0,1416x + 4,5724$	0,49	Прямий, добре простежуваний
ТВ та МІ, малі економіки	$Y = -0,01x + 10,94$	0,01	Обернений, добре простежуваний
ВПК та МІ, всі країни	$Y = -0,0475x + 10,74$	0,001	Обернений, добре простежуваний
ВПК та МІ, G-7	$Y = 0,081x + 9,3529$	0,04	Прямий, добре простежуваний
ВПК та МІ, малі економіки	$Y = -0,1206x + 11,751$	0,05	Обернений, добре простежуваний
ТВ та КК, всі країни	$Y = 0,005x - 0,3151$	0,001	Майже не помітний математично обернений
ТВ та КК, G-7	$Y = 0,008x - 0,4728$	0,08	Обернений, добре простежуваний
ТВ та КК, малі економіки	$Y = 0,0014x - 0,4919$	0,05	Обернений, добре простежуваний
ВПК та КК, всі країни	$Y = 0,008x - 0,4069$	0,04	Обернений, погано простежуваний
ВПК та КК, G-7	$Y = 0,371x - 0,4684$	0,39	Обернений, добре простежуваний
ВПК та КК, малі економіки	$Y = 0,013x - 0,4184$	0,003	Обернений, погано простежуваний

Примітка: ТВ – торговельна відкритість (експорт до ВВП); ВПК – відкритість по потоках капіталу (валові потоки приватного капіталу до ВВП); К – коефіцієнт рівняння зв'язку між інфляцією та безробіттям, який визначає кут нахилу рівняння апроксимації; МІ – індекс макроекономічних невдач, який обраховується як сума рівня інфляції та рівня безробіття (*miseru index*); КК – коефіцієнт кореляції між інфляцією та безробіттям; ПРВІ – параметр реакції на варіацію інфляції.

Джерело: Дані по відкритості: World Development Indicators. – Wash. (D.C.): World Bank, 2003. – Р. 186–334; World Development Indicators. – Wash. (D.C.): World Bank, 2005. – Р. 198–324. Дані по інфляції та безробіттю за 1986–2007 рр. для обрахунку К та КК аналогічні як до табл. 3.2. Показник К з табл. 3.2. Дані по ПРВІ - Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 1999. – № 7426. – Р. 18.

З одного боку, такий висновок демонструє, що глобальна інтеграція скоріше створює передумови для розширення можливостей для економічного зростання та послаблення обумовленості інфляції рівнем безробіття та наближенням ВВП до свого потенційного значення. Відповідно, це також і підсилює аргумент на користь того, що глобалізація послаблює зв'язок між інфляцією та циклічною позицією економіки. Як видно з табл. 3.3., простежується практично завжди закономірність: чим вища відкритість (за обома показниками), тим більшою мірою коефіцієнт кореляції між інфляцією та безробіттям збільшується до 0. Найважливіше те, що це однаково властиво і великим, і малим економікам серед розвинутих країн. Японські економісти на прикладі країн Азії доходять до подібних висновків. У їхньому дослідженні чим вища торговельна відкритість, тим меншою мірою пов'язані між собою інфляція та ВВП-розрив¹⁶⁴.

Зміщення кривої Філіпса вниз (тобто коли вона стає більш пологою) може також відображати послаблення тиску на центральні банки в напрямі створення монетарних стимулів для поживлення економічного зростання, оскільки його детермінантами дедалі більше стають глобальні фактори. Попри те, що така ситуація загалом сприятлива для реалізації монетарної політики – зростання ВВП створює менше інфляційних загроз, – залишається проблемою рівень невизначеності щодо майбутніх меж економічного зростання без прискорення інфляції. Це особливо зумовлюється тим, що глобалізаційні детермінанти позитивної динаміки ВВП впливають з посилення конкуренції та інновацій, дію яких неможливо прогнозувати та звести до певної структурної моделі, на основі якої можна було би прогнозувати відхилення у той чи інший бік фактичного ВВП від потенційного.

З іншого боку, такий однозначно позитивний вплив відкритості на зміщення кривої Філіпса вниз не варто протиставляти факту підвищення нейтральності монетарної політики, що у категоріях цієї кривої означало би її більш круте зростання. Можна сказати, що більш похила крива Філіпса та пов'язане з цим більш істотне зростання ВВП на одиницю інфляції, порівняно з випадком, коли ця крива крута, не означає підвищення стабілізаційних можливостей монетарних регуляторів сукупного попиту. Тобто, якщо крива Філіпса не є більш крутою, то це не означає, що монетарна політика стає менш нейтральною. Це простежується у тому, що вплив відкритості на показник макроекономічних невдач (від англ. – *misery index*, який обраховується як

¹⁶⁴ Nakayma K., Sasaki H., Shimizu Y. Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies // International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25–27, 2007). – 2007. – P. 11.

арифметична сума інфляції та безробіття, далі – МІ) не однозначний. У випадку з усіма розвинутими країнами торговельну відкритість дуже важко вважати такою, що його зменшує, а фінансова відкритість знаходиться з ним у недостатньо чіткій оберненій кореспонденції. При цьому обидва показники відкритості швидше погіршують МІ для великих економік та скоріше покращують для малих. Така закономірність знову-таки підтверджує раніше висунуту гіпотезу, що торгівля краще впливає на малі економіки, ніж на великі, зокрема на те, що для великих економік торгівля істотніше визначає величину дезінфляційних втрат (*sacrifice ratio*)¹⁶⁵, і повністю кореспондує з ситуацією, коли для великих економік середні значення інфляції та безробіття знаходяться у залежності стагфляційного характеру, і рівень такої стагфляційності вищий саме для них, порівняно з малими економіками (рис. 3.1–3.3.).

Глобальна торговельна інтеграція

Вплив глобальної торговельної інтеграції на дезінфляційні процеси розглядається як окремий канал, оскільки він відображає прямий зв'язок між імпортними та кінцевими цінами і непрямий – через втягування в систему торговельних стосунків найбільш конкурентоспроможних секторів економіки. Попри консенсус з приводу важливості виділення торгівлі в окремий канал впливу глобалізації на дезінфляцію, як це видно з вищеаналізованих позицій дослідників таких каналів, існують скептичні позиції щодо нього взагалі. Згідно з Дж. Франкелем, від самого свого розвитку, починаючи з А. Сміта, теорія міжнародної торгівлі передбачає, що остання справляє вплив на реальні змінні, а не рівень цін¹⁶⁶, внаслідок чого її позитивні сторони повинні простежуватись не в динаміці інфляції, а в динаміці ВВП та факторної продуктивності. Саме таку позицію займають і інші дослідники, які акцентують увагу на тому, що глобалізація набагато більш непрямо впливає на покращення інфляційної ситуації, ніж шляхом прямого її впливу на цінові процеси, чи шляхом впливу на них з боку кондицій глобального попиту й вартості імпорту¹⁶⁷. Л. Болл також акцентує увагу на тому, що міжнародна торгівля прямо не може впливати на загальний рівень цін та його зміну, навіть впливаючи на

¹⁶⁵ Козюк В. В. Зв'язок між інфляцією і безробіттям у світлі глобалізації та відкритості економіки // Журнал європейської економіки. – 2004. – Т. 3 (№ 3). – С. 262–276; Козюк В. В. Вплив відкритості економіки на монетарну політику: емпіричний аналіз на прикладі ОЕСР // Вісник НБУ. – 2005. – № 7. – С. 50–54; Козюк В. В. Дезінфляція на тлі глобалізаційного процесу // Фінанси України. – 2005. – № 6. – С. 40–46.

¹⁶⁶ Frankel J. What Do Economists Mean by Globalization? Implications for Inflation and Monetary Policy // Academic Consultants Meeting, Sept 28, 2006. Board of Governors of the Federal Reserve System // www.federalreserve.gov.

¹⁶⁷ Ihring J., Kamin S., Linder D., Marquez J. Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis // FRB International Finance Discussion Papers. – 2007. – № 891. – P. 1–46.

відносні ціни, приводячи в приклад позицію М.Фрідмена, який свого часу заперечував вплив нафтових шоків на поведінку інфляції¹⁶⁸.

Проте ці критичні бачення потрібно ототожнювати зі статичним поглядом на зв'язок між глобальною торговельною інтеграцією, імпортними цінами, відносними цінами та кінцевою інфляцією. В цьому контексті найбільш вдало висловлюється урядник ЄЦБ Л. Пападемос. Він зауважує, що інтеграція, яка постійно посилюється, не може асоціюватись із транзитивним шоком; вона породжує потік складних структурних зрушень, які і відображають посилення впливу міжнародної торгівлі на цінові процеси¹⁶⁹. Особливо це стосується подальшого включення країн з низькими доходами на душу населення в систему глобальної торгівлі, які, окрім того, є найбільшими оферентами дешевої робочої сили.

Що ж до самої експансії глобальної торговельної інтеграції, то вона проявляється у наступних аспектах. По-перше, це – зростання торговельної відкритості по світу загалом та в розрізі країн з різним рівнем доходів (див. табл. 3.4.).

Таблиця 3.4.

Торговельна відкритість у світі та за групами країн, % ВВП

	1990	2000	2003	2004
Світ в цілому	32,4	40,0	40,1	44,9
Країни з низьким доходом	26,7	41,3	34,9	37,8
Країни з середнім доходом	36,6	53,5	58,3	61,5
Східна Азія та країни Тихоокеанського басейну	48,8	65,5	70,5	71,1
Європа та Центральна Азія	28,7	65,6	66,7	70,9
Латинська Америка та Кариби	23,2	37,7	42,2	44,6
Центрально Східна та Північна Африка	45,4	51,6	50,4	55,1
Південна Азія	16,5	24,3	24,1	27,9
Африка Південніше Сахари	41,2	56,8	52,7	54,7
Країни з високим доходом	32,0	37,1	38,3	41,5
Країни Європейського валютного союзу	44,9	56,3	-	59,4

Джерело: World Development Indicators. – Wash. (D.C.): World Bank, 2003. – P. 186–334.; World Development Indicators. – Wash. (D.C.): World Bank, 2005. – P. 198–324. Дані за 2004 р. – електронна база даних Світового банку: www.worldbank.org.

¹⁶⁸ Ball L. Has Globalization Changed Inflation? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12687. – P. 1–19. Необхідно зауважити, що така позиція неокейнсіанця, яким є Болл, дуже несподівана, оскільки у свій час саме кейнсіанці жорстко критикували позицію самого Фрідмена, який заперечував «інфляцію витрат» і наголошував на монетарному факторі зростання цін у 1970-х. Складається враження, що зараз вони заперечують можливість імпорту впливати на ціни у бік падіння, тоді як раніше цілком покладались на те, що зростання цін на імпорт штовхає ціни вгору. Що ж до самого Фрідмена, то він дійсно заперечував “нафтово-імпортний слід” у зростанні інфляції впродовж 1970-х. Див.: Фрідмен М. Інфляція и безработица: горизонты новой политики (тезисы нобелевской лекции) / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С.147–150.

¹⁶⁹ Papademos L. The Effects of Globalization on Inflation, Liquidity and Monetary Policy // Speech at the Conference “International Dimensions of Monetary Policy”. Girona, 11 June 2007. // www.ecb.int.

Як видно з даних табл. 3.4., торговельна відкритість світу загалом та в розрізі регіонів динамічно розвивається. За 2000-ні роки приріст торгівлі співмірний з тим, який був з 1990-го по 2000 рік. Це засвідчує неперервність процесу поглиблення впливу торговельної інтеграції на економіку окремо взятої країни.

По-друге, за останні роки частка країн-не членів ОЕСР у загальних обсягах світової торгівлі різко підвищилась. Наприклад, у 1980 р. така частка становила 26%, у 1984 р. знизилась до мінімального свого значення з 1980 р. по даний час до 24%, у 1994 р. вона вже становила 29%, у 1998 р. у зв'язку з Азійською кризою дещо знизилась до 28%, а у 2004 р. зросла до 33%. При цьому, темпи економічного зростання таких країн в середньому у 2 рази перевищують темпи зростання розвинутих країн¹⁷⁰. Це потягнуло за собою ледь не три кратне зростання частки країн-не членів ОЕСР у торгівлі з розвинутими країнами (табл. 3.5.).

Таблиця 3.5.

Імпорт країн ОЕСР з країн-не членів ОЕСР, % ВВП

Роки	Разом	Країни-не члени ОПЕК	Різниця
1970	2,4	1,8	0,6
1975	5,9	2,4	3,5
1980	5,0	2,5	2,5
1985	4,2	2,6	1,6
1990	3,1	2,3	0,8
1995	3,4	2,7	0,7
2000	4,0	3,3	0,7
2005	6,0	5,0	1,0

Обраховано за: Pain N., Koske I., Sollie M. Globalization and Inflation in the OECD Economies // OECD Economic Department Working Paper. – 2006. – № 524. – Р. 14.

Прикметною особливістю зростання значення в глобальній торгівлі країн, що розвиваються, та з ринками, що виникають, є суттєве послаблення домінування паливного фактора в обсягах торгівлі щодо ВВП. Як видно з табл. 3.5., за 1970-й рік та після 1985 року по сьогодні спостерігається приблизно однаковий розрив між обсягами імпорту в цілому та імпортом з країн, які не входять до складу ОПЕК був суттєвий розрив, починаючи з 1975 р. Він став максимальний у 1980 р., а в 1985 р. знизився до тої позначки, який сформувався у 1970-му році. Величина розриву та характер його динаміки повністю узгоджується з часом

¹⁷⁰ Pain N., Koske I., Sollie M. Globalization and Inflation in the OECD Economies // OECD Economic Department Working Paper. – 2006. – № 524. – Р. 13.

настання нафтових шоків, які були у 1974 р. та 1979 р. Різке зростання цін на нафту суттєво погіршило умови торгівлі розвинутих країн з експортерами нафти, але практично не торкнулось решти країн, що не входять до ОЕСР. Суттєве зниження цього розриву, припавши на середину 1980-х рр., з одного боку, є відображенням падіння цін на нафту, внаслідок чого можна було би припустити, що і покращення інфляційної ситуації у світі, зокрема, в розвинутих країнах, яке також розпочалось у цей період, пов'язано саме з цим. Втім, зростання нафтових цін відновилось з 1999 р., а різниця між значенням решти світу в імпорті країн ОЕСР та значенням країн-не членів ОПЕК в імпорті перших зберігається майже 20 років. Проте тут необхідно відмітити моменти, які мають принципові наслідки для монетарної політики. Практично до середини 1980-х рр. розвинуті країни пристосувались до нового рівня цін на нафту. В подальшому шоки коливання таких цін стають більш транзитивними в системі глобальної торгівлі. Більше того, такі шоки стають і більш транзитивними з точки зору коливання інфляції, тобто зростання цін на нафту практично не впливає на кінцеві споживчі ціни в більшості розвинутих країн, як це показують В. Мелік та Г. Галаті¹⁷¹. Якщо значення шоків нафтових цін знижується і в системі кінцевого ціноутворення, і в системі глобальної торгівлі, то це загострює значення впливу цін не-нафтового імпорту на кінцеві ціни. З цього випливає, що подальша торговельна інтеграція повинна більш безпосередньо впливати на інфляцію.

По-третє, в глобальній торгівлі різко зросло значення Китаю. Останній на сьогодні посідає четверте місце за обсягами світового експорту, послаблюючи звичне уявлення про світ як такий, де в торговельних стосунках домінують США, Німеччина та Японія (табл. 3.6.).

Таблиця 3.6.

Світова торгівля товарами, %

	2000	2005
США	16,0	11,9
Німеччина	8,3	7,9
Японія	6,9	5,1
Китай	3,7	6,4

Джерело: China's Trade and Growth: Impact on Selected OECD Counties // OECD Trade Department Working Paper. – 2006. – № 44. – Р. 22.

¹⁷¹ Melick W., Galati G. The Evolving Inflation Process: An Overview // BIS Working Papers. – 2006. – № 196. – Р. 1–28.

Важливість китайського фактора також полягає у тому, що ця країна має профіцит свого торговельного балансу з найголовнішими партнерами. Наприклад, профіцит торгівлі Китаю з США становить 120 млрд. дол. США, з Гонконгом – 120 млрд., ЄС – 70 млрд. дол. США. При цьому, дефіцит торгівлі з Японією та рештою країн АСЕАН становить по 20 млрд. дол. США¹⁷². Так само це важливо з огляду на зростаюче значення Китаю у глобальному ВВП (наприклад, з тих міркувань, що, беручи до уваги зв'язок між зростанням китайського виробництва та експортом, фізичне зростання ВВП автоматично тягне зростання значення експорту Китаю в глобальній торгівлі). Наприклад, Ст. Фішер констатує, що таке зростання призведе до радикального перегляду глобальної економічної географії¹⁷³ (табл. 3.7.).

Таблиця 3.7.

Довгострокові зміни розподілу світового ВВП (по паритету купівельної спроможності) за країнами та регіонами, %

	2001	2030
США	21,4	17,7
Країни Заходу, окрім США	29,1	20,3
Китай	12,3	18,4
Індія	5,4	9,6
Японія	7,1	4,4
Інші країни Азії	13,2	19,9
Латинська Америка	8,3	6,7
Африка	3,3	2,9

Джерело: Fischer St. The New Global Economic Geography // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. A Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 180.

Як видно з табл. 3.7., значення Китаю та решти азійських країн в обсягах світового виробництва буде невпинно зростати. Оскільки рівень доходів у цих країнах доволі низький, а ринки праці дуже гнучкі, то це ставить питання про те, що розширення експортної присутності таких країн на ринках решти світу обов'язково загострюватиме конкуренцію та справлятиме знижувальний тиск на ціни. Зокрема, частка Китаю на ринках багатьох, достатньо відмінних між собою країн, зросла в 4–6 разів за останні 15 років. Наприклад, у 1990 р. на ринку Японії частка китайського

¹⁷² China's Trade and Growth: Impact on Selected OECD Countries // OECD Trade Department Working Paper. – 2006. – № 44. – P. 22.

¹⁷³ Fischer St. The New Global Economic Geography // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. A Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 177–194.

експорту становила 5,2%, у 2000 р. – 14,5%, у 2004 – 20,8%, в США, відповідно, 3,1%, 8,6% та 13,8%, Південній Кореї – 2,1%, 8,1%, 13,4%, в Австралії – 2,7%, 7,9% та 13,0%, в ЄС-15 – 2,5%, 6,2% та 10,7%, в Новій Зеландії – 1,2%, 6,3% та 10,2%, Канаді – 1,0%, 3,2%, 6,8%, в Росії – 1,6% (1996 р.), 2,1% та 6,3%, в Мексиці – 0,8%, 1,7% та 5,5% (2003 р.), в Туреччині – 1,1%, 2,4% та 4,8%¹⁷⁴. Окрім цього, в торгівлі з ЄС за 1988–2000 рр. 30% китайських секторів економіки знижували ціни (для порівняння, з країн з низькими доходами тільки 25% секторів, з країн з низькими та середніми доходами – 18%, з високими доходами – 8%). Щодо США, то за період 1990-1994 рр. 29% китайського експорту в цю країну відбувалось із зниженням цін, 35% – експорту з країн ОЕСР і 41% з Африки. За період 1995–1999 рр. ситуація подібна, але більш драматична, що у цифровому виді становить, відповідно, 40%, 45% та 51%. А за період 2000–2004 рр., ситуація міняється. В експорті до США вже 48% експорту з Китаю зазнавало зниження цін, тоді як 20% експорту з країн ОЕСР та 20% експорту з Африки зазнавало зниження цін. При цьому, умови торгівля самого Китаю з 1994 р. по 2004 р. знижувались¹⁷⁵. На думку японських дослідників, зниження цін на імпорт з Китаю має значення для усього АСЕАН як через прямий вплив цін ввезення товарів, так і через зміну відносних цін. Це створює передумови для ланцюгової реакції непрямого зниження цін у глобальній економіці в цілому¹⁷⁶. Подібної думки дотримуються і фахівці Goldman Sachs. Вони виявляють три базових канали впливу Китаю на тенденцію до глобального зниження цін: ціни імпорту з Китаю, які мають тенденцію до зниження; обмежені можливості зростання заробітної плати в цій країні; зростання продуктивності праці¹⁷⁷.

¹⁷⁴ China's Trade and Growth: Impact on Selected OECD Countries // OECD Trade Department Working Paper. – 2006. – № 44. – Р. 23.

¹⁷⁵ China's Trade and Growth: Impact on Selected OECD Countries // OECD Trade Department Working Paper. – 2006. – № 44. – Р. 22., Р. 23., Р. 38., Р. 39. Останнє, по-суті, означає, що експансія китайського експорту може відбуватись навіть за умов погіршення умов торгівлі, а також за ревальвації номінального та реального ефективного курсу юаня (Goldstein M., Lardy N. China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity // Institute for International Economics Working Paper. – 2005. – WP 05–2. – Р. 1–20.) що говорить про виняткові можливості отримання глобальних конкурентних переваг за рахунок низьких витрат на оплату праці. Додатковим акселератором таких можливостей є занижений паритет купівельної спроможності. Згідно з В. Поповим, Китай має найнижчий цей показник: Попов В. Уроки валютного кризиса в России и других странах // Вопросы экономики. – 1999. – № 6. – С. 100–122.

¹⁷⁶ Nakayama K., Sasaki H., Shimizu Y. Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies // International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25-27, 2007). – 2007. – Р. 1–16.

¹⁷⁷ Globalization and Disinflation – Can Anyone Else 'Do A China'? // Goldman Sachs Global Economic Paper. – 2006. – № 147. – Р. 1–12.

Два останніх канали потрібно помістити у специфічний глобальний контекст, коли обсяги ПІІ в Китай зростають, створюючи позитивні стимули для підвищення продуктивності, а надлишкова забезпеченість фактором праці розриває зв'язок між зростанням продуктивності та підвищенням номінальної заробітної плати, що підвищує прибутковість прямих інвестицій у Китай. Структурний характер цієї ланки є елементом так званої системи “Бретон Вудс” 2, яка пояснює стабільність дисбалансів у стосунках між США та даною країною і буде розглянута нижче.

Приймаючи до уваги прив'язку азійських валют до долара, вартість якого зменшується, конкурентні переваги азійських експортерів стають ще більш рельєфними. Формування фінансових дисбалансів в глобальній економіці посилює можливості конкурувати скрізь, зокрема і за рахунок валютно-курсних факторів. Це породжує перекіс у бік концентрації інвестиційних ресурсів в експортних секторах та спонукає до подальшого вивезення капіталу до даних країн з метою створення підприємств, які би виробляли продукцію вже з додатковими конкурентними перевагами¹⁷⁸.

У світлі вищесказаного, не випадково, що саме Китай разом з рештою азійських країн розглядаються як найбільші експортери дефляції у світі. Зокрема, багато економістів наголошують на тому, що зростаюче значення Китаю в глобальній торгівлі поруч із залученням решти провідних азійських експортів та Індії до глобального торговельного обміну змінює структурні характеристики сучасної економіки в напрямі перманентного загострення цінової конкуренції та об'єктивної дезінфляції¹⁷⁹.

Структурні зміни в глобальній торгівлі вже позначились на тому, що для більшості розвинутих країн за останні 20 років ціни виробників практично весь час перевищують ціни імпорту, і цей розрив посилюється (табл. 3.8.).

¹⁷⁸ Kohn D. The Effects of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy // Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts, June 16, 2006 // www.federalreserve.gov.

¹⁷⁹ Papademos L. The Effects of Globalization on Inflation, Liquidity and Monetary Policy // Speech at the Conference “International Dimensions of Monetary Policy”. Girona, 11 June 2007. // www.ecb.int; Kohn D. The Effects of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy // Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts, June 16, 2006 // www.federalreserve.gov; White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20; Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59.

Таблиця 3.8.

Зміни імпорتنих цін та цін виробників у розвинутих країнах, 1985 = 1

	1980		1995		2005	
	ІЦ	ЦВ	ІЦ	ЦВ	ІЦ	ЦВ
США	1,1	0,7	1,2	1,3	1,3	1,5
Зона євро	0,7	0,7	1,0	1,2	1,1	1,4
Японія	1,2	1,0	0,5	0,9	0,6	0,9
Велика Британія	0,6	0,6	1,3	1,5	1,3	1,7
Канада	0,7	0,7	1,2	1,3	1,2	1,5

Примітка: ІЦ – імпорتنі ціни; ЦВ – ціни виробників. Обраховано за: Pain N., Koske I., Söllie M. Globalization and Inflation in the OECD Economies // OECD Economic Department Working Paper. – 2006. – № 524. – P. 11.

Табл. 3.8. наочно підтверджує, що розвиток глобальної торговельної інтеграції розвивається за принципом обмеженого зростання імпорتنих цін. Зокрема, за 1980-й рік розрив між імпортними цінами та цінами виробників був або відсутній, або – на користь других. Середина 1980-х стала своєрідним вододілом: ціни виробників почали практично скрізь випереджати ціни імпорту, а в Японії ціни імпорту падали швидше, ніж ціни виробників. Фахівці ЄЦБ констатують, що, починаючи з 1996 р., значення торгівлі країн з низькими доходами обмежує зростання імпорتنих цін зони євро в середньому на 2% на рік¹⁸⁰. Структура динаміки цін відображає, що для США, зони євро та Японії загалом за період 2000–2005 рр. тільки імпортні ціни зазнали зниження загалом, незначно впали ціни на ключові товари (*core goods*), тоді як на товари, послуги, первинні ресурси та вартість житла ціни зросли¹⁸¹.

Однак виявлення впливу імпорتنих цін на кінцеві ціни залишається доволі суперечливим. Наприклад, фахівці МВФ виявляють такі закономірності. По-перше, існує обернений зв'язок між торговельною відкритістю та інфляцією, але остання також пов'язана з рівнем незалежності центральних банків, загальною інфляційною ситуацією у світі, глибиною фінансового ринку та фіскальними балансами. По-друге, імпортні ціни незначно впливають на дезінфляційну тенденцію. Фактично зниження імпорتنих цін для розвинутих країн на 1% призводить до зниження інфляції: на 0,08% у перший рік, на 0,07% у другий, на 0,03% у третій при тому, що частка імпорту у ВВП становить 20%. Це означає, що шок імпорتنих цін практично повністю транзитивний щодо інфляції отже,

¹⁸⁰ Effects of the Rising Trade Integration of Low-cost Countries on Euro Area Import Prices // ECB Monthly Bulletin. – 2006. – August. // www.ecb.int.

¹⁸¹ The Global Economy / BIS 76th Annual Report. – Basel: BIS, 2007. – P. 18.

не потребує акомодативної реакції центральних банків щодо зміни ключових інструментів монетарної політики. Дослідники ОЕСР також доволі стримані у своїх оцінках, хоча констатують, що сукупний вплив ефекту проникнення на ринок та ефекту імпорту інфляції в торгівлі між відповідною групою країн і Китаєм та рештою країн Азії посилюється і для США, і для зони євро у 2000-х роках¹⁸². Японські дослідники менш скептичні, оскільки доводять, що у випадку країн АСЕАН внутрішньорегіональна торгівля призводить до прямого впливу на інфляцію, хоча за рівня останньої у 0-3% питома вага такого впливу не може бути дуже істотною¹⁸³. Певною мірою такий обмежений вплив незначно зростаючих або дефлюючих імпортних цін на внутрішню інфляцію може пов'язуватись з тим, що порівняно з 1980–1994 рр. у 1995–2005 рр. частка імпортних товарів у кінцевому споживанні в розрізі країн ОЕСР зросла на 1–3%, не зросла в Японії та Швейцарії, у Норвегії знизилась на 3%, і тільки в Іспанії зросла на 7%¹⁸⁴.

Таке обмежене зростання частки товарів імпорту у внутрішньому споживанні може бути пов'язане із зростанням попиту на послуги мірою підвищення доходів. З іншого боку, труднощі з виявленням обмеженим впливом імпортних цін на інфляцію, або ж з впливом торговельної відкритості на останню може бути пов'язано зі складними адаптаційними процесами до нового середовища. Так, на початковій стадії глобальної інтеграції торговельна лібералізація розширює можливості для посилення впливу низьких імпортних цін на внутрішні інфляційні процеси. Оскільки останні ще знаходились під впливом внутрішніх монетарних (чи інших структурних) детермінант, то виявлення прямого впливу між цими процесами затьмарюється своєрідною інерцією у ціноутворенні чи сприйнятті політики центрального банку. На наступній стадії поглиблення торговельної інтеграції і розширення участі країни з низькими витратами у глобальному торговельному обміні може наражатись на ситуацію, коли позитиви низьких імпортних цін не зможуть бути виявлені прямо, оскільки вони вже визначатимуть зміну поведінки національних гравців та зміни в політиці центральних банків і її сприйняття економічними

¹⁸² Pain N., Koske I., Sollie M. Globalization and Inflation in the OECD Economies // OECD Economic Department Working Paper. – 2006. – № 524. – P. 18.

¹⁸³ Nakayma K., Sasaki H., Shimizu Y. Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies // International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25–27, 2007). – 2007. – P. 1–16.

¹⁸⁴ Pain N., Koske I., Sollie M. Globalization and Inflation in the OECD Economies // OECD Economic Department Working Paper. – 2006. – № 524. – P. 35.

агентами (наприклад, це – підвищення довіри). В сукупності це призводить до ситуації, коли канал міжнародної торгівлі починає активізувати свій не стільки прямий вплив на дезінфляцію, скільки опосередкований – через адаптаційні процеси, а саме структурні реформи та посилення конкуренції.

Емпіричні дослідження мікрорівневого характеру в цьому розумінні виявились більш продуктивні, ніж макрорівневі. Зокрема, фахівці МВФ констатують, що секторний аналіз дає змогу констатувати, що спроможність тої чи іншої галузі вдаватися до підвищення цін та збільшувати витрати знаходиться в оберненій залежності від частки імпорту у виробництві та споживанні продукції цієї галузі. Тобто з мікроекономічної точки зору, чим більшою мірою тої чи інший сектор економіки відкритий глобальній конкуренції, тим суттєвіший рестрикційний вплив глобалізації на інфляцію цін виробників¹⁸⁵. Н. Чен, Дж. Імбс та Е. Скотт також доводять, що за період 1988–2000 рр. зростання торговельної відкритості в розрізі виробництв готових товарів у країнах ЄС пояснює падіння інфляції на 0,14% щороку, обмеження зростання цін виробників та послаблення цінової влади фірм¹⁸⁶. В сукупності секторний аналіз посилює гіпотезу непрямого впливу глобальної торговельної інтеграції на дезінфляцію, демонструючи глибокі трансформації національних економік, викликаних глобалізацією.

Глобальна конкуренція та структурні зрушення

Підвищення торговельної та фінансової відкритості створює потужний імпульс трансформації структурних аспектів функціонування економіки. Поруч із прямою та непрямою дією каналу глобальної торговельної інтеграції це призводить до появи якісно відмінного каналу впливу глобалізації на дезінфляцію, який найбільшою мірою активізується через наявність складних зворотних зв'язків. Характерні особливості прояву цього каналу можна звести до наступного.

Глобалізація породжує фундаментальні зрушення у продуктивності виробничих факторів, що підсилюється технологічними інноваціями, а останні стають дедалі більш вигідними з міркувань того, що торговельна інтеграція розширює фізичні межі ринку, а фінансова – розширює

¹⁸⁵ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97–134.

¹⁸⁶ Chen N., Imbs J., Scott A. Competition, Globalization and the Decline of Inflation // CEPR Discussion Paper. – 2004. – № 4695. // www.cepr.org.

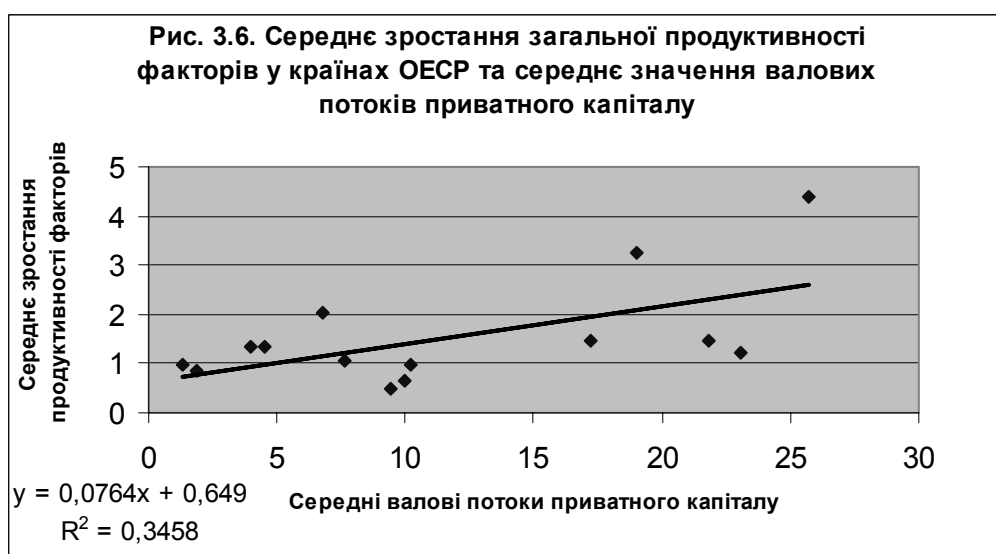
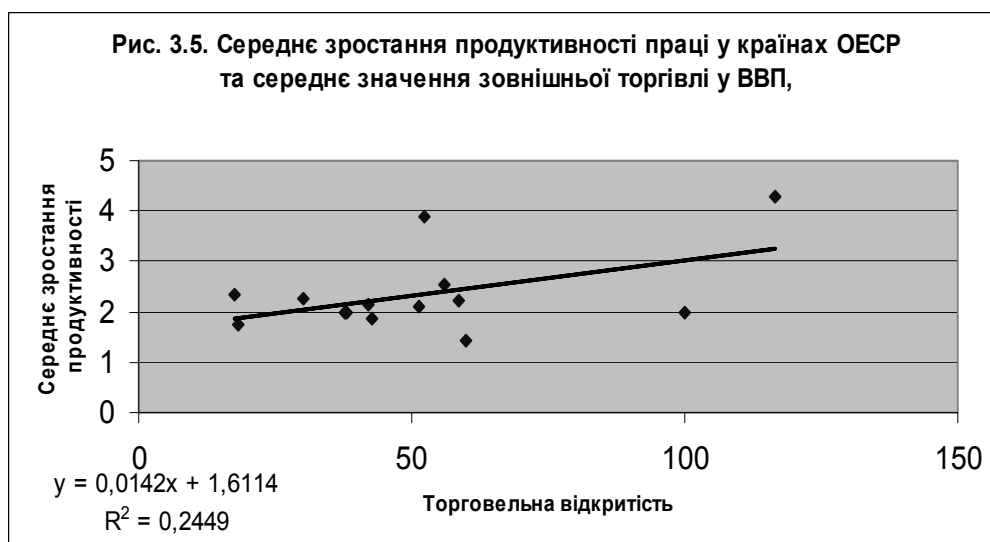
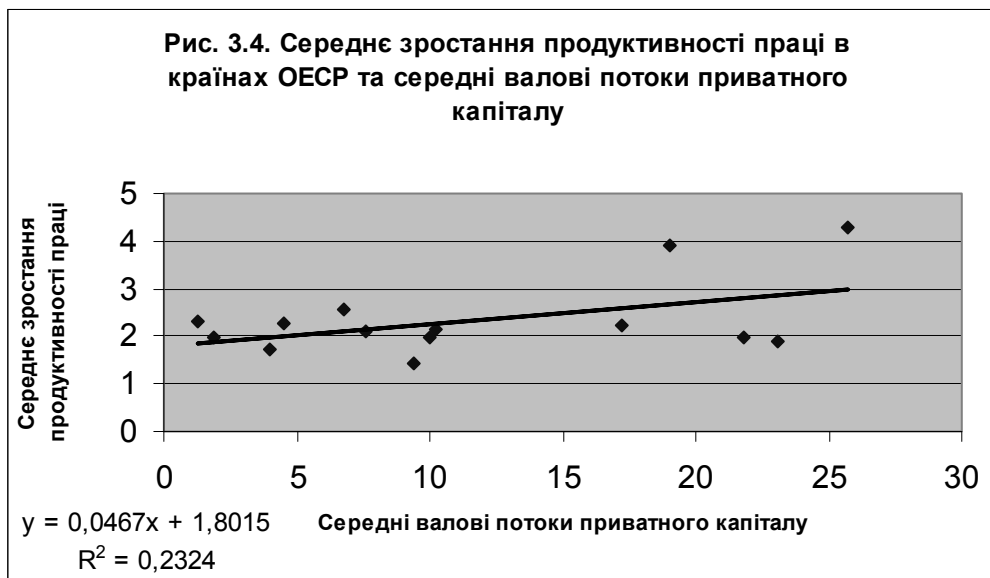
можливі джерела фінансування та диверсифікує ризики. Це породжує ситуацію, коли зростання факторної продуктивності трансформує поведінку інфляції. Якщо канал зміни спонукальних факторів політики центробанків опосередковує зв'язок між інфляцією та сукупним попитом, то цей канал – між інфляцією та сукупною пропозицією. Останнє, як згадувалось вище, актуалізує передумови для появи так званої “хорошої” дефляції як максимум і дезінфляції як мінімум.

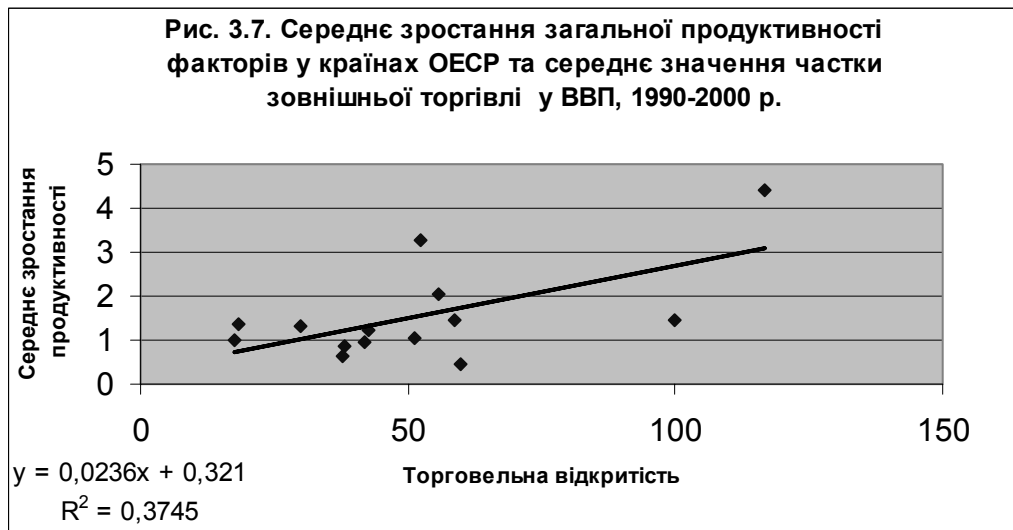
Дискусії з приводу того, що зростання факторної продуктивності напряму впливає на монетарну політику, а в умовах глобалізації перетворюється на визначальну рису такого впливу, розпочалися недавно і виступили своєрідним доповненням до тези про зміни макропріоритетів центробанків в умовах відкритості. Зокрема, Г. Вагнер констатує, що зростання факторної продуктивності та інновації роблять відносним прогнозування ВВП-розривів, оскільки неможливо точно передбачити та оцінити кількісний аспект позитивного впливу технологічних зрушень і на продуктивність, і на її зв'язок з реальними макроекономічними змінними¹⁸⁷. Відповідно, К. Боріо, В. Інглиш та Е. Філардо зауважують, що злам тренду в динаміці продуктивності намітився саме у середині 1980-х рр. і він якісно контрастує з усім періодом 1970-х рр., коли продуктивність виробничих факторів знижувалась. Трендові зростання продуктивності у США за 1986–2002 рр. в середньому становить 2% в рік, в Японії – 2,5%, в Канаді – 1,2%, Швеції – 1,9%, Швейцарії – 0,6%, Мексиці – 4,2%, зоні євро – 1,6%, Великій Британії – 1,5%, Австралії – 1,4%, Норвегії – 2,2%, Бразилії – 1,3%, Кореї – 4,3%¹⁸⁸.

Зв'язок між зростанням продуктивності та відкритістю економіки також демонструє однозначну картину. Як видно з рис. 3.4.–3.7., і фінансова, і торговельна відкритість на прикладі країн ОЕСР однозначно стимулює зростання факторної продуктивності (джерело даних для побудови рис. 3.4.–3.7. аналогічне, як і у випадку побудови табл. 3.2.–3.3.). Більше того, у випадку загальної продуктивності факторів, щільність прямого зв'язку навіть вища, що говорить про те, що відкритість підвищує і продуктивність капіталу.

¹⁸⁷ Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.

¹⁸⁸ Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 19.





Позитивний вплив і торговельної, і фінансової відкритості на продуктивність капіталу відображає те, що торговельна та фінансова інтеграція в умовах глобалізації підсилюють одна одну. Торгівля спонукає до сприятливих алокаційних змін, зокрема інтенсифікує виробництва у тих секторах, де присутні відносні переваги, а фінансові ринки полегшують доступ таких секторів до фінансування, прискорюючи алокаційні зміни. Зокрема, це узгоджується з виявленим позитивним зв'язком між розвитком торгівлі та лібералізацією потоків капіталу, яка призводить до глобальної торговельної інтеграції¹⁸⁹.

Прямий зв'язок між глобалізацією та зростанням факторної продуктивності можна інтерпретувати з декількох позицій. Якщо відкритість стимулює зростання через підвищення продуктивності, то передумови для створення монетарних стимулів експансії сукупного попиту зникають. В результаті зникають і передумови для відповідної поведінки центрального банку, зокрема, сенс створення непередбачуваної інфляції усувається, а покращення репутаційної рівноваги знижує рівноважну інфляцію відповідно до моделі Барро-Гордона. Це ситуація непрямой детермінації дезінфляції з боку глобалізації. Іншим варіантом непрямой впливу можна вважати те, що дезінфляція створює передумови для заохочення подальшого зростання продуктивності, оскільки єдиним джерелом номінальних змін у факторних винагородах є реальні зрушення у продуктивності. Відповідно, М. Фокс констатує, що в умовах глобалізації зростання продуктивності виробничих факторів має і прямий

¹⁸⁹ Loungani P., Razin A., Yuen Ch.-W. Capital Mobility and Output-Inflation Tradeoff // Journal of Development Economics. – 2001. – № 64. – P. 255–274.

вплив на інфляцію. Це пов'язано з тим, що чим більше відкрита економіка, тим більшою мірою зростання продуктивності у специфічному секторі, перш за все в експортному, поширюється на всю економіку загалом, зумовлюючи зниження цін¹⁹⁰.

Втім, необхідно зауважити, що між позитивним дефляційним шоком внаслідок зростання факторної продуктивності та подальшим її зростанням перебуває певна структурна компонента – конкуренція. Саме шляхом загострення конкуренції внаслідок глобалізації створюються сприятливі мікроекономічні передумови для того, що продуктивність факторів стає єдино можливим засобом підвищення номінальних та реальних факторних винагород, а сама конкуренція заохочує технологічні зрушення, які, знову-таки, позитивно відбиваються на продуктивності. По-перше, секторний аналіз відображає, що чим більш відкритою буде певна галузь до конкуренції, тобто, чим більшим буде співвідношення імпорту/виробництво цієї галузі, тим меншою мірою виробники мають можливості для підвищення цін¹⁹¹. По-друге, адаптація до умов глобальної конкуренції викликає структурні реформи всередині багатьох країн. Їхнім наслідком є дерегуляція, демонополізація, обмеження влади природних монополій, внаслідок чого на мікроекономічному рівні закладаються передумови для обмеження цінової влади фірм, що позитивно позначається на загальній тенденції до дезінфляції¹⁹². По-третє, в сукупності із загостренням конкуренції підвищення відкритості певного сектору призводить до того, що зростання зарплат стає дедалі більш прив'язаним до зрушень у продуктивності, що послаблює тиск на ціни з боку нерівноважного підвищення номінальної оплати праці¹⁹³. Зокрема, тенденція до зниження інфляції в країнах ОЕСР кореспондує з тенденцією до зниження трудових витрат на одиницю ВВП та зростанням номінальної зарплати. Така залежність яскраво намітилась саме з 1980-х років. Це є

¹⁹⁰ Fox M. Globalization, Aggregate Productivity, and Inflation // Dallas Fed Staff Papers. – 2007. – № 1. // www.dallasfed.org.

¹⁹¹ Chen N., Imbs J., Scott A. Competition, Globalization and the Decline of Inflation // CEPR Discussion Paper. – 2004. – № 4695. // www.cepr.org; How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97–134.

¹⁹² Rogoff K. Globalization and Global Disinflation // Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole, Wyoming, 2003. – P. 77–112; Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 1–48.

¹⁹³ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97–134; Nakayma K., Sasaki H., Shimizu Y. Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies // International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25–27, 2007). – 2007. – P. 1–16.

відображенням процесів підвищення глобальної конкуренції та посилення значення зростання продуктивності праці при встановленні факторних винагород¹⁹⁴. Кумулятивно такі зміни позначаються на підвищенні гнучкості економіки, що повертає нас до проблеми зміни спонукальних факторів політики.

Іншими аспектами позитивного впливу загострення глобальної конкуренції на дезінфляцію є вплив відносних цін на економіку та специфічні падіння цін в окремих секторах. Загалом глобалізація створює передумови для модифікації структури відносних цін за рахунок торговельної інтеграції. Це породжує обернений ефект Баласи-Самуельсона. В традиційній прямій інтерпретації цього ефекту, вища продуктивність праці в експортному секторі призводить до прискореного зростання зарплати у ньому, порівняно з рештою секторів, що розширює попит на продукцію інших секторів і відображається на зростанні зарплати і в решті економіки навіть без суттєвого підвищення продуктивності. В умовах глобальної конкуренції та обмеженої цінової влади фірм, більш відкриті сектори, а їх кількість мірою торговельної інтеграції зростає, опиняються в ситуації неспроможності підвищувати ціни та зарплати без зростання продуктивності, а в сукупності із зростанням значення імпорту в системі відносних цін відбувається перекид на користь тих товарів, які мають значний потенціал гнучкості цін вниз. Це передається решті економіки, внаслідок чого послаблюються можливості нерівноважного зростання оплати праці не тільки у відкритих секторах чи секторах, які випускають продукцію для міжнародного обміну, але й в решті економіки. Звідси, обернений ефект Баласи-Самуельсона обмежує трансмісію зростання зарплат на ціни. Емпіричні аргументи щодо зрушення в структурі відносних цін, особливо виробників, також свідчать на користь цього¹⁹⁵. Втім, цей аналіз не враховує трендові зміни світових цін, зокрема, первинних ресурсів.

Специфічний аспект проблеми трансформації структури відносних цін – різниця в ціновій динаміці в секторах, відрізняються від точки зору кваліфікації праці та технологічного оснащення. Як не дивно, але найбільшою мірою цінові падіння характерні саме для секторів, де задіяні висококваліфіковані робітники, і де є високий технологічний рівень. З

¹⁹⁴ The Global Economy / BIS 76th Annual Report. – Basel: BIS, 2007. – P. 18.

¹⁹⁵ Fox M. Globalization, Aggregate Productivity, and Inflation // Dallas Fed Staff Papers. – 2007. – №1 // www.dallasfed.org.; How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97–134.

одного боку, це свідчить про позитивний вплив продуктивності на появу “хорошої дефляції”, внаслідок чого спостерігається прямий вплив з боку падіння цін у цих секторах на обмеження зростання інфляції. Підвищення добробуту також природно збільшує попит на високотехнологічні товари, через що відбувається зрушення в структурній композиції приватного споживання, позначаючись на динаміці індексу споживчих цін. З іншого боку – це свідчить про викривлення в структурі відносних цін на продукцію з відмінними рівнями технологічності та кваліфікованості робітників, оскільки зростання добробуту не виключає збільшення попиту на блага, створення чи обслуговування споживання яких не потребує висококваліфікованого персоналу. Проте відносна переваги низькотехнологічних секторів з міркувань меншої схильності цін на їх продукцію до зниження над високотехнологічними секторами, де падіння цін значне, може компенсуватись за рахунок інтеграції ринків праці. Саме від цього фактора найбільшою мірою залежатиме те, що диспропорція у відносних цінах або у відносній швидкості падіння цін не переростатиме в спотворення на рівні усїєї економіки, йдучи в кільватері рівноважної дезінфляції, а не всупереч їй, загрожуючи тим самим технологічному прогресу та інноваційності (рис. 3.8.).

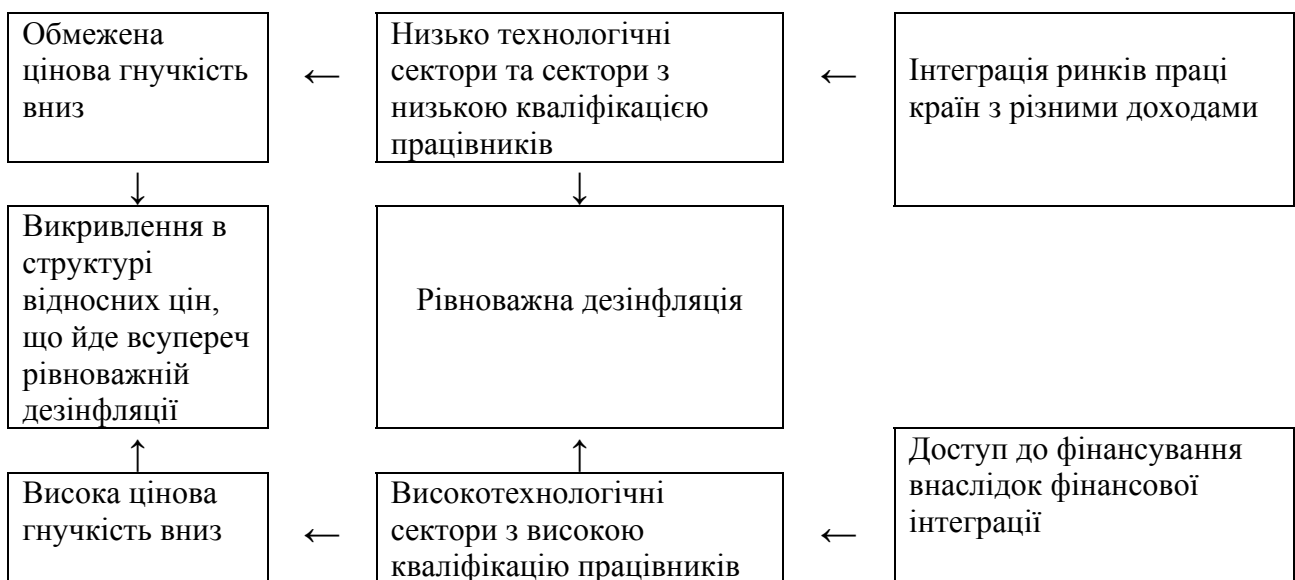


Рис. 3.8. Глобальна інтеграція як фактор запобігання Спотворенням структури відносних цін

Канал ринків праці

В умовах глобалізації ринки праці подвійно впливають на дезінфляційні процеси. Глобальна торгівля розширює залучення фактора праці різних регіонів в обмін товарами. З цього випливає, що чим більш відкритими будуть економіки, тим більшою мірою конкуруватимуть між собою робітники через посередництво торгівлі. Відповідно, зростання частки країн з низькими доходами у торговельному обміні світу актуалізує вищеаналізовані зв'язки між глобалізацією та дезінфляцією. З іншого боку, глобалізація ринків праці впливає на макроекономічні процеси і більш прямо: через міграцію робочої сили. Незважаючи на те, що рівень залучення країн, що розвиваються, в систему функціонування глобальних ринків через торгівлю зріс набагато більше, ніж через еміграцію¹⁹⁶, масштабна пропозиція дешевої робочої сили суттєво модифікує базові макроекономічні співвідношення.

Щодо останнього, то це стосується показника NAIRU (від англ. – рівень безробіття, що не призводить до інфляції), зі змінами якого часто пов'язуються довгострокові тренди інфляції. Наприклад, у традиційній інтерпретації, якщо цей показник високий, то рівень інфляції стає вищим, відображаючи вплив стану ринків праці на оптимальний вибір центробанків, і навпаки. Впродовж 1970–1980-х цей показник був дуже високий, але розпочав знижуватись у 1990-х роках. Останнє було пов'язано з технологічними зрушеннями та зростанням продуктивності, що може бути зведено до наслідків глобалізації. Однак інтеграція ринків праці робить цей показник дуже відносним. Приплив робочої сили з країн з низькими доходами в ті сектори, які мали природне високе фрикційне безробіття, збільшення секторів, які використовують працю закордонних робітників та розширення їх доступу до трудомістких послуг призводить до ситуації, коли економічна динаміка вивільняється з обмежень національної зайнятості. Економічне зростання може бути і за високого безробіття, і за низького. Все буде залежати від того, наскільки еластично дешева робоча сила інтегрується в країнах, що її приймають, та від того, наскільки інституції ринків праці забезпечать ефективну алокацію національної зайнятості. В сукупності це і призводить до можливостей як обирати нижчу рівноважну інфляцію з боку центробанків та суспільства,

¹⁹⁶ Наприклад, еміграція з країн, що розвиваються, зросла, по обмеженим даним, на 1% за останні 15 років, тоді як зростання експорту товарів та послуг у ВВП – майже на 20%. Див.: The Globalization of Labor // World Economic Outlook // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2007. – P. 163.

оскільки дезінфляційні втрати знову-таки стають відносними, так і створювати продукцію з нижчими витратами, що знову таки позитивно позначається на загальній інфляційній ситуації. Саме тому включення до глобальної системи мобільності праці азійських країн (зокрема, Китаю та Індії) й постсоціалістичних країн Європи змінює структурний баланс забезпечення глобальної економіки трудовими ресурсами, що закладає об'єктивні передумови для дезінфляції¹⁹⁷. Зокрема інтеграція країн з ринками, що виникають, у глобальні виробничі процеси за окремими оцінками призводить до подвоєння пропозиції активних працівників, залучених у функціонування глобальної економіки. У США за останні 20 років імміграція призвела до збільшення пропозиції чоловічої праці на 11%, уповільнюючи зростання зарплат на 3%. У Західній Європі з 1989 р. співвідношення між іммігрантами та населенням подвоїлось¹⁹⁸.

Інший важливий аспект такої тенденції – відмінність в кількості населення в країнах з низькими та високими доходами. Табл. 3.9. демонструє, що у довгостроковій перспективі збережеться тенденція до зниження частки населення розвинутих країн у структурі населення світу. Це закладатиме довгострокові передумови для необхідності подальшої глобальної інтеграції ринків праці для підтримання сталих довгострокових темпів зростання ВВП.

Таблиця 3.9.

Довгострокові зміни розподілу населення світу за країнами та регіонами, %

	2001	2030
США	4,6	4,7
Країни Заходу, окрім США	14,0	11,4
Китай	20,7	19,3
Індія	16,7	18,5
Японія	2,1	1,6
Інші країни Азії	20,0	18,6
Латинська Америка	8,6	8,7
Африка	13,4	17,2

Джерело: Fischer St. The New Global Economic Geography // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. A Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 181.

¹⁹⁷ Про це див.: Kohn D. The Effects of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy // Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts, June 16, 2006 // www.federalreserve.gov.

¹⁹⁸ The Global Economy / BIS 76th Annual Report. – Basel: BIS, 2007. – P. 19.

Розрив у віковій структурі населення країн з високими та низькими доходами також має принципове значення. Останні краще забезпечені людськими ресурсами працездатного віку, тоді як перші стикаються з фундаментальною проблемою старіння населення. Взв'язавши до уваги підвищення технологічного та освітнього рівня розвинутих країн відповідно до функціонування економіки з шостим технологічним укладом, низько технологічні сектори будуть відчувати суттєвий брак дешевої робочої сили. З іншого боку, софтизація економіки та аутсорсинг дозволяють переводити у країни з низькими доходами і наукомісткі виробництва. В сукупності це не просто робить кейнсіанське розуміння зв'язку між величиною показника NAIRU та інфляцією неадекватним, а трансформує модель глобальної взаємозалежності на відтворювальному рівні, на якому закладаються подальші передумови для генерування дезінфляції.

Дерегуляція ринків праці також створює сприятливі передумови для дезінфляційних процесів. Роль інституціональної структури таких ринків при визначенні особливостей реалізації монетарної політики помічена ще на початку 1990-х. Тоді вона розглядалась як пояснення, чому вигоди від незалежності центробанків не завжди простежуються у зниженні рівня безробіття. Проте ступінь жорсткості регулювання ринків праці емпірично не була ідентифікована як такої, що впливає на характер зв'язку між варіацією інфляції та варіацією ВВП¹⁹⁹. У світлі глобалізації, реформування ринків праці, зумовлене необхідністю адаптації до посилення глобальної конкуренції, відображає загальну картину: по-перше, лібералізації та дерегуляції, внаслідок зниження рівня централізації процесу укладання трудових договорів; по-друге, виникнення “конкурентного корпоратизму” – явища, яке відображає “змагання” за побудови найбільш ліберальної моделі трудового законодавства, внаслідок чого вдалось би забезпечити нівелювання проблеми впливу підвищення зарплат на ціни і підвищення прибутковості у корпоративному секторі. Зокрема, практично усі реформи інституціональної структури ринків праці відображають намагання підвищити їх гнучкість, а індекси централізації укладання трудових договорів та захисту на випадок безробіття демонструють тенденцію до зниження практично в усіх розвинутих країнах²⁰⁰.

¹⁹⁹ Havrilesky T., Granato J. Determinants of Inflationary Performance: Corporatist Structures vs. Central Bank Autonomy // *Public Choice*. – 1993. – № 76. – С. 249–261.

²⁰⁰ Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // *OECD Economic Department Working Papers*. – 1998. – № 191. – Р. 1–58.; Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – 162-165.; *The Globalization of Labor // World Economic Outlook // World Economic Outlook*. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2007. – Р. 173.; *How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook*. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – Р. 107.

Такий адаптивний аспект модернізації ринків праці в умовах глобалізації перетворюється на активно діючий механізм трансформації середовища реалізації монетарної політики. З одного боку, лібералізація ринків праці, зокрема послаблення системи централізованих колективних договорів, може прямо впливати на дезінфляційну ситуацію через усунення передумов для тиску на ціну з боку нерівноважного зростання номінальної зарплати, адже у випадку високого рівня централізації при визначенні параметрів її підвищення навіть незначна помилка в оцінці майбутньої інфляції виводитиме економіку зі стану макроекономічної рівноваги. При цьому швидкість корекції нерівноважної ситуації також буде залежати від характеру інституціональної основи для перегляду таких договорів. З іншого боку, такі трансформації ринків праці змінюють середовище монетарної політики. Зарплати стають більш гнучкими, внаслідок чого актуалізуються традиційні аргументи на користь необхідності здійснення жорсткої монетарної політики. Якщо економіка стає більш гнучкою, як це видно, зокрема з позиції аналізу затухання циклічних процесів (розд. 1.), то це змінює спонукальні фактори поведінки центробанків, що підсилює дію першого каналу впливу глобалізації на дезінфляцію.

Глобальні кондиції попиту

Канал глобальних кондицій попиту – відносно новий феномен при аналізі впливу глобалізації на інфляційні процеси. На відміну від вищепроведеного аналізу впливу глобалізації на дезінфляцію дія цього каналу може бути двосторонньою, що закономірно з огляду на його природу. Зміст цього каналу зводиться до відхилення глобального фактичного ВВП від свого потенційного значення впливає на інфляційну ситуацію в кожній окремій країні. Тобто передбачається, що глобальний ВВП-розрив мірою глобальної інтеграції повинен більш щільно впливати на національні інфляційні процеси через ланку, якою є стан глобального попиту. Попри те, що такий погляд передбачає екстраполяцію на глобальний рівень неокейнсіанських стереотипів щодо зв'язку між інфляцією та станом попиту впродовж ділового циклу, він дає змогу розширити палітру прикладних інструментів аналізу інфляції в умовах глобалізації.

Так, одними з перших теоретизували проблему зверхності глобальних факторів інфляції над національними К. Боріо та Е. Філардо, які запропонували поділити підходи до аналізу інфляційних процесів на країно-центричний та глобально-центричний (табл. 3.10.).

Характеристика підходів до аналізу інфляційних процесів

Національно-центричний підхід	Глобально-центричний підхід
Надмірний попит чи його застій винятково національного походження. Інфляція коливається завжди внаслідок національно обумовлених кондицій попиту	Зв'язок між інфляцією та національним діловим циклом сумнівний, оскільки вона може визначатись глобальними кондиціями попиту, а диференціація товарів за країною походження знижується
Зарплати визначаються тільки національними факторами, а їх вплив на інфляцію пов'язаний з моделями цінової влади чи динамікою показника NAIRU. Зміни в продуктивності праці, які впливають на зарплати також національно обумовлені	Зарплати та їх зв'язок з цінами в окремій країні визначаються аналогічно до того, як це відбувається у глобальній економіці загалом. Враховується, що глобальна пропозиція робочої сили може впливати на рівноважну реальну заплату в окремій країні
Зовнішній вплив повністю абсорбується через зміну валютних курсів та імпортих цін	Зміни валютних курсів не обов'язково абсорбують зміну імпортих цін. Останні можуть змінюватись автономно відповідно до глобального попиту на ті чи інші групи базових товарів
Базові припущення	
Чіткий поділ на товари внутрішнього виробництва та товари, що виробляються зовні. Відсутня субституція між ними. Відсутня взаємозамінність між національною робочою силою та робочою силою з інших країн. Мобільність капіталів не компенсує повною мірою міжнародну не мобільність робочої сили	Глобальна інтеграція руйнує нееластичну взаємозаміну товарів національного та іноземного виробництва. Це ж стосується фактора праці. Ринки капіталу розглядаються як високо інтегровані, що покращує субституцію національних та іноземних товарів та виробничих факторів

Згруповано автором з врахуванням: Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 4–5.

З їхнього дослідження також випливає, що різні специфікації такого параметра, як глобальний ВВП-розрив більш щільно корелюють з національною інфляцією в розрізі окремо взятих країн²⁰¹. Поряд із послабленням зв'язку між інфляцією та національним бізнес-циклом це свідчить про появу глобального фактора, який впливає на інфляційні процеси в окремій країні незалежно від специфічних національних макроекономічних процесів. Дослідження щодо США також підтверджують ситуацію, коли вплив на інфляцію з боку національного ВВП послаблюється на користь зовнішньої економічної ситуації, а однією з ланок, яка пов'язує міжнародну торгівлю з таким посиленням глобальних детермінант макроситуації, є втрата щільного зв'язку між цінами виробників та споживчими цінами мірою посилення торговельної

²⁰¹ Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 3–48.

інтеграції²⁰². Певний скептицизм щодо домінування глобальних детермінант інфляційної ситуації висловлюють австрійські економісти Е. Гнан та М.-Т. Вальдерама. Вони на прикладі зони євро підтверджують послаблення ВВП-розриву в поясненні динаміки інфляції. Проте аналіз зв'язку останньої із відхиленням глобального ВВП-розриву від ВВП-розриву зони євро демонструє недостатній рівень пояснювальної здатності глобальних факторів, порівняно з загальним значенням факторів, які пов'язані із макроситуацією у ЄВС²⁰³.

Втім, зважаючи на зростання значення торговельної інтеграції та підключення до глобального обміну таких країн, як Китай та Індія, тенденція до посилення зовнішніх факторів на національну інфляцію буде тільки зростати. Це пов'язано з тим, що торговельна інтеграція спонукає перетворення окремих ринків на певний континуум, на який впливають кон'юнктурні тенденції в окремих глобально значимих регіонах. Але зворотний вплив, тобто з боку ситуації у цьому континуумі, буде вже поширюватись на решту країн. Випадок із цінами імпорту, що визначаються станом ринку первинних ресурсів це підтверджує. Зростання глобального попиту внаслідок високої кон'юнктури в Китаї, Індії, Росії, Бразилії та певною мірою в США призводить до зростання цін на первинні ресурси, які передаються решті країн. І навпаки, падіння кон'юнктури у глобально значимих центрах економічної активності породжує протилежну тенденцію. Внаслідок цього можна побачити і відмінний механізм зв'язку між глобальними факторами та національною інфляцією (рис. 3.9.).



Рис. 3.9. Трансмiсійний механiзм впливу глобальної кон'юнктури на національну інфляцію

²⁰² Fox M. Globalization, Aggregate Productivity, and Inflation // Dallas Fed Staff Papers. – 2007. – № 1 // www.dallasfed.org.

²⁰³ Gnan E., Valderrama M.-T. Globalization, Inflation and Monetary Policy // Monetary Policy and the Economy. ONB. Q4 / 06. – 2006. – P. 37–54.

З рис. 3.9. видно, що чим більш інтегрованою стає глобальна економіка, тим більшою мірою стає можливою детермінація національних інфляційних процесів з боку глобальних макроекономічних факторів. Відмінність від вищепроаналізованих підходів тут полягає в акценті на функціонуванні ринку первинних ресурсів. Оскільки в коротко- та навіть довгостроковій перспективі еластичність пропозиції первинних ресурсів невисока, то значення кон'юнктури на їх ринку ставатиме дедалі більш відчутним фактором впливу з боку глобалізації на окремі країни.

Класифікація та взаємозв'язки в структурі каналів впливу глобалізації на дезінфляцію

З вищепроведеного аналізу видно, що кожен з каналів впливу глобалізації на дезінфляцію має свої складові елементи, які можуть достатньо відрізнитися між собою з методологічної та емпіричної точки зору. Тому для більшої систематизації таких каналів необхідно подати наскрізну характеристику їх елементів (табл. 3.11.).

Таблиця 3.11.

Канали впливу глобалізації на дезінфляцію, їх елементи та характеристики

Канал	Елементи, або складові каналу та їх характеристика
Зміна спонукальних факторів політики	Неефективність несподіваних стимулів зростання ВВП внаслідок підвищення торговельної відкритості. Динамічна інконсистентність у поведінці центробанку погіршує спеціалізацію країни та спонукає до інфляційного зміщення. Внаслідок цього, усунення створення неочікуваної інфляції для вирішення проблем стимулювання ВВП стає оптимальним вибором монетарної політики, що і покращує алокаційну ефективність економіки, і знижує рівноважну інфляцію внаслідок здобуття довіри.
	Зростання частки товарів, що є предметами міжнародної торгівлі, як фактор підвищення гнучкості економіки призводить до того, що стабілізаційна ефективність монетарної політики знижується, оскільки ціни стають більш гнучкими. Це спонукає центробанки здійснювати більш жорстку політику цінової стабільності.
	Посилення внутрішньої конкуренції як адаптація до підвищення торговельної відкритості також сприяє підвищенню гнучкості економіки, що знижує ефективність стимулюючої монетарної політики. Усвідомлення цього спонукає центробанки більш жорстко реагувати на відхилення фактичної інфляції від цільової.
	Конкуренція за місця розташування бізнесу та необхідність мінімізації інфляції для цього. Інфляція розглядається як прояв інституціональної слабкості економіки та наслідок створення стимулів для окремих секторів економіки. Це негативно впливає на мотиви міжнародних інвесторів, що і спонукає центробанки здійснювати політику цінової стабільності як фактора забезпечення однакових конкурентних умов для вітчизняного та закордонного бізнесу.

	<p>“Ефект дисципліни”. Мобільність капіталів призводить до того, що макростабілізації, викликані неадекватною поведінкою центробанків, зумовлює значні втрати ВВП, інвестицій, споживання та фінансово-банківських активів. Це спонукає здійснювати жорстку політику, яка усувала би невпевненість у макрофінансовій стабільності, прогнозованості валютного курсу тощо, прямим наслідком якої є цінова стабільність.</p>
	<p>Розрив зв'язку між інфляцією та динамікою ВВП/зайнятістю впродовж ділового циклу. Міжнародна торговельна та фінансова інтеграція сприяють тому, що внутрішній попит перестає бути фактором внутрішньої пропозиції. Внаслідок того, що оптимальний вибір інфляції не обмежується вибором щодо вищого чи нижчого рівня безробіття, то завжди ефективніше обрати нижчу інфляцію за оптимальну, що і спонукає центробанки підвищувати значення параметру реакції саме на інфляцію, а не на ВВП-розрив чи безробіття.</p>
<p>Глобальна торговельна інтеграція</p>	<p>Прямий вплив дешевого імпорту на ціни. Глобальна торговельна інтеграція призводить до того, що чутливість внутрішньої інфляції до прямого впливу з боку дешевого імпорту з країн з низькими доходами підвищується. Цьому також сприяє те, що такий імпорт виробляється в економіках з низькими витратами на оплату праці та слабкими профспілками, внаслідок чого глобальна пропозиція дешевого імпорту не може вважатися транзитивним ефектом. З посиленням ролі в глобальній торгівлі Китаю та Індії цей ефект стає перманентно діючим.</p>
	<p>Посилення міжнародної конкуренції та послаблення цінової влади фірм. Глобальна торговельна інтеграція заохочує глобальну конкуренцію та спонукає до підвищення значення виробництв, які використовують відносні переваги. Це в цілому позитивно позначається на підвищенні ефективності бізнесу. В сукупності з посиленням конкуренції це призводить до підвищення гнучкості цін та зарплат, а також до втрати цінової влади фірм, що має позитивні наслідки для дезінфляційних процесів.</p>
	<p>Додатковим елементом цього каналу є формування валютних блоків, коли прив'язка до слабшої валюти спонукає до завищення глобальної пропозиції дешевих товарів. Наприклад, прив'язка азійських валют до долара, курс якого знижується, підвищує пропозицію дешевого експорту з Азії, який рестриктивно впливає на інших виробників, спонукаючи до подальшого посилення конкуренції. Висока мобільність капіталів та аутсорсинг призводять до реалокації бізнесу в напрямку розміщення його в країнах з низькими доходами, експорт з яких знову-таки обмежує глобальні інфляційні процеси.</p>
<p>Глобальна конкуренція та структурні зрушення</p>	<p>Підвищення продуктивності, дефляційний шок та зворотній вплив на підвищення продуктивності. Глобалізація створює позитивні передумови для підвищення продуктивності виробничих факторів, оскільки заохочує конкуренцію та розширює фізичні межі ринків. Це покращує можливості пропонувати дешевші товари як на зовнішні, так і на внутрішні ринки, що обмежує зростання цін. А це посилює позитивний вплив на конкуренцію, інновації та продуктивність.</p>
	<p>Зростання частки споживання інноваційної продукції, яка є рекордсменом із падіння цін. Глобалізація розширює доступ до споживання інноваційної продукції, оскільки авансування капіталу для її виведення на ринок стає можливим через інтеграцію фінансових ринків, а торговельна інтеграція та конкуренція роблять її доступною для найширшого споживання. Водночас, саме за цією продукцією спостерігається найбільше падіння цін, що впливає на кінцеву ситуацію щодо рівня цін.</p>
	<p>Дерегуляція, реформування монополій. Глобальна конкуренція спонукає до дерегуляції підприємницької діяльності та реформування монополій, у тому числі природних. Внаслідок цього, їх цінова влада зменшується, і неефективність функціонування, наприклад, державних монополій важче перекладається на зростання тарифів, що має позитивні наслідки для відповідної динаміки індексів інфляції.</p>

Продовження табл. 3.11.

	<p>Підвищення гнучкості в секторі послуг. Підвищення продуктивності та зростання добробуту підвищує частку послуг у кінцевому споживанні, що теоретично може нівелювати ефект збільшення у споживанні частки товарів, які є предметами міжнародної торгівлі. Однак розвиток мережі Інтернету та аутсорсинг створюють ситуацію, коли послуги дедалі більше стають товарами, що є предметами міжнародної торгівлі, з відповідними наслідками щодо динаміки цін на них.</p> <p>Відносні ціни та обернений ефект Баласи-Самуельсона. Структурні зрушення, викликані глобальною торговельною інтеграцією, та дерегуляція створюють ситуацію, коли зростає частка у споживанні товарів з гнучкими вниз цінами. Відбувається перекид відносних цін на користь товарів з низьким потенціалом цінового зростання, що передається решті секторів економіки, викликаючи до життя актуалізацію оберненого ефекту Баласи-Самуельсона.</p> <p>Зниження тиску на центральний банк щодо створення стимулів для ВВП та зайнятості. Оскільки глобалізація заохочує зростання ВВП (за стабільного макроекономічного оточення), то це послаблює потребу в монетарному стимулюванні сукупного попиту.</p>
Ринки праці	<p>Підвищення мобільності робочої сили у світі та збільшення пропозиції праці з країн з низькими доходами. Це явище обмежує можливості зростання вартості праці загалом в економіці та робить відносним показник NAIRU (не прискорюючий інфляцію, рівень безробіття).</p> <p>Демографічна асиметрія розвинутих країн та країн з низькими доходами, помножена на мобільність робочої сили з останніх, призводить до ускладнення підвищення рівноважної реальної заробітної плати, що гальмує розкручування зарплатної спіралі інфляції.</p> <p>Дерегуляція ринків праці та послаблення влади профспілок. Відповідно до посилення глобальної конкуренції послаблюється інституціональна вага профспілок, що обмежує зростання номінальної зарплати. В сукупності з вищепереліченими факторами це зумовлює зменшення частки зарплати в структурі ВВП у розвинутих країнах, внаслідок чого послаблюється залежність змін рівня цін від зміни рівня доходів населення.</p>
Глобальні кондиції попиту	<p>Послаблення обумовленості інфляції національними факторами не виключає підвищення її залежності від факторів, пов'язаних з глобальною кон'юнктурою та глобальним ВВП-розривом. Торговельна та фінансова інтеграція, а також певні нелінійні зв'язки всередині самої глобальної економіки, призводять до того, що інфляція в кожній окремій країні може більшою мірою залежати від узагальненого глобального показника, перш за все – від глобального ВВП-розриву.</p> <p>Глобальна кон'юнктура формує базові цінові процеси на ринку первинних ресурсів, що впливає на імпортні ціни та, в підсумку, на поведінку національної інфляції</p>

З табл. 3.11. неважко помітити, що аналізовані канали взаємопідсилюють один одного, відображаючи наявність внутрішніх взаємозв'язків між елементами кожного з них окремо. Найбільшою мірою це стосується того, як взаємодія глобальної торгівлі та глобальної конкуренції і структурних зрушень задають своєрідну матрицю прямих та зворотних зв'язків у розрізі дії усіх каналів разом (рис. 3.10.).



Рис. 3.10. Взаємозв'язки між каналами впливу глобалізації на процеси дезінфляції

Щодо класифікації каналів, то, на наш погляд, можна запропонувати чотири базові класифікаційні характеристики, які загалом охоплюють, відмінності у формах та рівні прояву і характері їх функціонування (табл. 3.12.).

Таблиця 3.12.

Класифікація каналів впливу глобалізації на процеси дезінфляції

Класифікаційна ознака	Класифікаційний поділ	Канали
За характером впливу на дезінфляційні процеси	Об'єктивістський	Глобальної торговельної інтеграції, глобальної конкуренції та структурних зрушень, ринків праці, глобальних кондицій попиту
	Суб'єктивістський	Зміни спонукальних факторів політики, глобальної конкуренції та структурних зрушень в аспекті зменшення тиску на центробанки щодо стимулювання ВВП та зайнятості
За рівнем прояву	Макроекономічний	Зміни спонукальних факторів політики, глобальних кондицій попиту, ринків праці
	Мікроекономічний	Глобальної торговельної інтеграції, глобальної конкуренції та структурних зрушень
За об'єктом впливу на	Сукупний попит	Глобальних кондицій попиту, зміни спонукальних факторів політики, ринків праці в аспекті обмежень на збільшення номінальної зарплати
	Сукупну пропозицію	Глобальної торговельної інтеграції, глобальної конкуренції та структурних зрушень
За характером обумовленості глобальними макропроцесами	ті, які безпосередньо обумовлені	Глобальних кондицій попиту, глобальної торговельної інтеграції в аспекті монетарних передумов розвитку фінансових дисбалансів і завищення пропозиції дешевого азійського експорту
	ті, які не обумовлені або прямо не обумовлені	Решта

Попри безумовний вплив глобалізації на процеси дезінфляції, проблему глобальної фінансової стабільності не можливо вивчати окремо від того, як глобалізація спроможна протилежно впливати на ціни.

3.3. Глобальний монетаризм та новий вимір кількісної теорії

Аналізований вплив глобалізації на процеси дезінфляції, водночас, не спростовує факту складнішої ситуації у сфері монетарних процесів глобального рівня. Перш за все, це пов'язано з тенденціями посилення ролі глобальних факторів формування цінових трендів у розрізі країн, з формуванням поняття глобальної інфляції, а також з відновленням інтересу до проблеми зв'язку між глобальною ліквідністю та цінами. Трансформація монетарної політики на національному рівні в напрямі забезпечення цінової стабільності як єдиного чи домінуючого пріоритету функціонування центробанків у сукупності з дезінфляційними наслідками глобалізації певною мірою зняли питання про важливість кумулятивного монетарного впливу на агреговані у глобалізаційному фокусі цінові тенденції. Це пов'язано, принаймні з двома, дуже важливими гносеологічними акцентами.

По-перше, обрахунки глобальної інфляції відображають практично аналогічну ситуацію з поведінкою інфляції на національному рівні: спостерігається тенденція і до зниження глобальної інфляції, і до зниження її волатильності²⁰⁴. Як видно з табл. 3.13., у випадку, коли глобальна інфляція ототожнюється з інфляцією в десяти найбільших економіках, зваженою по ВВП, обрахованому на основі паритетів купівельної спроможності, то вона починає знижуватись з початку 1980-х років, а у випадку глобальної інфляції загалом, то вона починає різко знижуватись із середини 1990-х, тобто із 15-річним запізненням.

Таблиця 3.13.

Динаміка глобальної інфляції, %

Роки	Глобальна інфляція	Глобальна інфляція на основі інфляції десяти найбільших країн
1960	-	2,4
1965	-	2,5
1970	6,5	6,5
1975	12,5	10,0
1980	17,5	12,5
1985	16,0	4,0
1990	25,0	5,0

²⁰⁴ The Global Economy / BIS 76th Annual Report. – Basel: BIS, 2007. – P. 16.

Продовження табл. 3.13.

1995	12,5	2,5
2000	5,0	2,6
2005	3,0	2,5
Два локальних максимуми		
1974	17,5	15,0
1979		12,5
1989	32,5	

Джерело: Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 37.

З табл. 3.13. видно, що пікові значення глобальної інфляції, яка обраховується як зважена інфляція десяти найбільших розвинутих країн, щільно пов'язані з нафтовими шоками 1970-х років. Однак для глобальної інфляції загалом ця тенденція властива тільки частково. У випадку першого нафтового шоку стрибок інфляції відбувся в усіх країнах, тоді як у розвинутих новий стрибок інфляції пов'язаний з другим нафтовим шоком, після чого вона йде на спад. У випадку глобальної інфляції загалом спостерігається її зростання і після другого нафтового шоку впритул до початку 1990-х років, що є відображенням суперечливих процесів боротьби з гіперінфляцією у багатьох країнах, що розвиваються. Вирішення проблеми гіперінфляції та прогресування глобальної торговельної та фінансової інтеграції синхронізували спадаючий тренд обох вимірників глобальної інфляції. Така тенденція, підсилена симетричними процесами на національному рівні переважної більшості країн світу, створює середовище самозаспокоєння щодо перспектив глобальних монетарних процесів.

По-друге, посилюється значення спільності в поведінці інфляції і вихід на передній план глобального фактора такої спільності. Як видно з табл. 3.14., приклад розвинутих країн демонструє, що глобальний фактор детермінування дезінфляції потужніший, ніж національний. Це так само стосується зниження варіації інфляції, однак не так явно, порівняно з випадком зниження інфляції загалом.

Домінування глобального фактора впливу на процеси дезінфляції над національним, як видно з табл. 3.14., повною мірою узгоджується з виявленою фахівцями ЄЦБ тенденцією вирівнювання варіації значення національної інфляції відповідно до поведінки глобальної інфляції. Вони констатують наявність “механізму корекції помилки”, коли національна інфляція, рух якої не узгоджується з траєкторією глобальної інфляції, повертається на траєкторію, визначену останньою. З іншої точки зору, це

означає наявність потужного спільного компонента в поведінці інфляції практично в усіх країнах ОЕСР лише з тою різницею, що там, де рівень інфляції вищий, сила корекції також більш чітко простежується, порівняно з випадком, де інфляція нижча. Так, близько 70% варіації національної інфляції в країнах ОЕСР за останні три десятиліття обумовлюється спільним фактором²⁰⁵.

Таблиця 3.14.

Вплив глобального та національного фактора на дезінфляційні процеси в розвинутих країнах

Рівень інфляції, %					
	Середній за 1970-1989 рр.	Середній за 1990-2006 рр.	Різниця		
			Загальна	За рахунок	
				Глобального фактора	Національного фактора
США	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4
Японія	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3
Німеччина	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0
Франція	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3
Велика- Британія	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0
Італія	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3
Канада	6,7	2,2	-4,5	-4,5	0,0
ОЕСР, разом	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4
Варіація інфляції					
США	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Японія	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7
Німеччина	0,3	0,3	0,0	-0,3	0,3
Франція	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2
Велико- британія	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6
Італія	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5
Канада	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1
ОЕСР, разом	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9

Джерело: The Global Economy / BIS 76th Annual Report. – Basel: BIS, 2007. – P. 17.

Проте залишається певна невизначеність щодо каналів формування спільної поведінки інфляції.

А) Це може бути обумовлено спільністю шоків, що теоретично повинно бути особливо значимо в умовах зростаючої торговельної та фінансової інтеграції. З одного боку, посилення кореляції шоків дійсно

²⁰⁵ Ciccarelli M., Mojon B. Global Inflation // ECB Working Paper. – 2005. – № 537. – P. 3–47.

має місце, але з іншого боку, в спільності поведінки інфляції як кінцевої змінної монетарної політики найважливіша не стільки кореляція шоків, скільки симетричність в реагуванні на них. У цьому розумінні, зважаючи на загальне підвищення значення параметра реакції на інфляцію та її варіацію, спільність у поведінці інфляції повинна бути продовженням тези про високу кореляцію шоків в умовах інтеграції. З іншого боку, розвиток глобалізації не обов'язково призводить до посилення такої кореляції, навпаки, фінансові ринки дають змогу послаблювати кореляцію шоків за рахунок диверсифікації активів, а функції реакцій центробанків не настільки уніфіковані (як це видно з вищепроведеного аналізу). Зокрема, кореляція динаміки ВВП для розвинутих країн вища, ніж кореляція інфляції²⁰⁶. Врівноважуючою ці полярні погляди може виступити позиція, згідно з якою тільки найбільш суттєві шоки стають по-справжньому корельовані.

Б) Обмежена фактична курсова гнучкість. У випадку плаваючих курсів варіація інфляції в розрізі країн компенсується зміною їх курсових паритетів. Але у випадку, коли плавання курсів неповне або відбувається свідоме обмеження курсових коливань, то з'являються передумови для активізації спільного механізму в поведінці інфляції, що передається через відносно стабільні валютні курси. В цьому розумінні особливо прикметною стає ситуація із формуванням тріадного коливання курсів (долар, євро, єна) з прив'язкою решти курсів до ключової валюти обраного валютного блоку. В ширшому розумінні така ситуація узгоджується і з гіпотезою “страху перед плаванням”, і з проблемою кореляції процентних ставок при плаваючих курсах, і з невідповідністю офіційних курсових режимів фактичним²⁰⁷.

В) Якщо перших два варіанти відображають макроекономічні зв'язки, то існує ще певний інституціональний канал, який отримав назву “тиску перів”. “Він” зводиться до того, що успіх у реалізації монетарної політики і найбільш ефективні та дієві її імплементаційні форми дуже швидко поширюються у середовищі функціонування центральних

²⁰⁶ Дискусії з приводу цього див.: Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 303–307.

²⁰⁷ Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. – 2000. – № 7993. // www.nber.org; Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. – 2000. – № 8006. // www.nber.org; Fratzscher M. The Euro Bloc, The Dollar Bloc and The Yen Bloc: How Much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World // ECB Working Paper Series. – 2002. – № 154. – P. 5–43; 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; Reinhart C., Rogoff K. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation // NBER Working paper. – 2002. – № 8963. // www.nber.org.

банків²⁰⁸. Так само, високий доступ громадськості до оцінки ситуації за кордоном у випадку, коли вона краща, спонукає до демократичного тиску на монетарні органи задля поліпшення ситуації. Протилежне теж актуально. Погана інфляційна ситуація більшою мірою толерується тоді, коли в інших країнах вона така ж погана. Це відображає дію алгоритму поширення так званих “хороших практик”. Наприклад, у випадку з таргетуванням інфляції це демонструє Е. Роуз²⁰⁹. Проте такий підхід необхідно розширити, оскільки однотипність у поведінці монетарних параметрів певних країн може стосуватись не тільки інфляції. Розширена інтерпретація явищ подібності може спиратись на нелінійну парадигму.

Нелінійна парадигма, яка, зокрема, спирається на ідею зведення усіх явищ до спільного системного знаменника, в основу визначення якого покладено принцип домінування організаційного паттерну сітьової взаємодії елементів відкритої системи, дає змогу пояснити явище спільності в поведінці монетарних параметрів. Перевагою цього підходу також є те, що він дозволяє прийняти до уваги суб'єктивні передумови реалізації тої чи іншої монетарної політики і звести їх до якості структурних характеристик традиційних макроекономічних моделей. Так, центральні банки є відкритими структурами, які відображають взаємодію організаційно-інституціональних та функціонально-імплементацийних складових. Це є передумовою для виникнення сітьового ефекту, коли спільність в організаційних та функціональних основах перетворюється в специфічний комунікаційний зв'язок. Цей зв'язок утворюється на рівні взаємодії центральних банків, детермінантою чого є спільність організаційних та функціональних паттернів, що переростає в імпліцитну координацію складових мережі. Наявність останньої забезпечує ситуацію, коли спільність у динаміці монетарних параметрів є наслідком спільності в поведінці центральних банків, що, у свою чергу, обумовлено тим, що вони належать до однієї сітьової структури. Формування такої сітьової структури під впливом імпліцитної координації, визначеної спільністю організаційних та функціональних паттернів, перетворюється на базову передумову того, що емпіричні дослідження дають змогу виявити суттєвість спільного компонента в поведінці окремих монетарних параметрів.

²⁰⁸ Ciccarelli M., Mojon B. Global Inflation // ECB Working Paper. – 2005. – № 537. – P. 10.

²⁰⁹ Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting Is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Papers. – 2006. – № 12711. – P. 1–31.

По-третє, цінові процеси глобального рівня багато в чому пов'язуються з динамікою цін на первинні ресурси або товари з низьким ступенем обробки тільки з аграрною продукцією. Багато в чому така позиція виникла завдяки тому, що ринки первинних ресурсів, виключно з ринками аграрної продукції, глобалізувались чи не першими. Характер їх функціонування також відображає певний ухил у бік врахування глобальної кон'юнктури, що простежується в аукціонній моделі організації торгів. Оскільки основними постачальниками такої продукції є країни з низькими доходами, то процеси ціноутворення на них ще недавно розглядались у контексті відносин "Північ-Південь". Тобто динаміка цін на згадані товари розумілась як базовий фактор стабільності платіжного балансу та визначальна детермінанта умов торгівлі, що визначає у ширшому розумінні загальну макроекономічну ситуацію в цих країнах. Боргові кризи країн третього світу, період жорсткої рестриктивної політики практично в більшості розвинутих країн у сукупності відзначили панівну тенденцію 1980-х рр.: зниження цін на первинні ресурси. Саме в категоріях попиту на такі ресурси, що формується в розвинутих країнах під впливом напрямку їхньої макроекономічної політики, почала розумітися суттєва складова матриці глобальної взаємозалежності. Умови торгівлі в третьому світі визначаються напрямом монетарної політики в розвинутих країнах. Починаючи з початку 1990-х рр., перехід до політики цінової стабільності зумовив ситуацію, коли передумови настільки надмірного або індукованого монетарними акціями попиту, що він міг би не бути нейтральним щодо цінової ситуації на ринках первинних ресурсів, почали усуватися. Зокрема, П. Герст та Г. Томсон прямо вказують, що з переходом до політики стабільності цін у розвинутих країнах для країн третього світу послабились можливості прискореного розвитку²¹⁰.

Неявно, але ці дослідники мають на увазі, що жорстка орієнтація на контроль за ціновою стабільністю усуває зрушення в попиті, які, агрегуючись, мали би змінювати цінові тенденції на ринках первинних ресурсів на користь країн третього світу. Мова йде про руйнацію зв'язку: висока кон'юнктура в розвинутих країнах – висока кон'юнктура на ринку первинних ресурсів – покращення умов торгівлі в третьому світі та розширення можливостей для прискореного економічного зростання. Ця зв'язка має ще один принциповий компонент, а саме той, який відображає

²¹⁰ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації / Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – С. 139.

кращі можливості залучати зовнішнє фінансування в умовах стабільного платіжного балансу, детермінованого сприятливою динамікою умов торгівлі. З цього випливає, що навіть позитивні зрушення у монетарній політиці розвинутих країн створюють несприятливі передумови для решти світу.

Втім, навіть у такому визначенні цю позицію можна вважати неадекватною. Зокрема, це пов'язано з цілим набором факторів: нижча інфляція в розвинутих країнах знижує глобальні процентні ставки, розширюючи доступ до ринків капіталу; усунення штучних стимулів для попиту, перетворюючись на усталення ситуації на глобальних ринках, спонукає країни, що розвиваються, шукати передумови для зростання у площині підвищення продуктивності праці, що є довгостроковим фактором, а не мінливим, як у випадку з попитом; усталення глобальних ринків позитивне для країн, що розвиваються, нафтоімпортерів тощо. З іншого боку, розвиток глобальної торговельної інтеграції та виникнення нових геоекономічних гравців на глобальній арені, а саме Китаю, Індії, Бразилії, Росії та Мексики, взагалі спонукає переглянути вищерозглянутий алгоритм зв'язку між станом у розвинутих країнах і умовами торгівлі в країнах третього світу на користь моделі, де панівним фактором динаміки цін на первинні ресурси є глобальний попит загалом, на який впливають кон'юнктурні особливості і в розвинутих країнах, і в країнах з ринками, що виникають, як це зображено на рис. 3.9.

Такий новий вимір впливу глобалізації на інфляційні процеси асоціюється з двома явищами. Швидке зростання нових індустріальних країн Азії й суттєве збільшення частки Китаю та Індії в глобальному ВВП, населенні та експорті стає фактором безпосереднього впливу на зростання цін первинних ресурсів. З цих міркувань такі тенденції починають вважати такими, що можуть викликати зміни в інфляційній ситуації в розвинутих країнах. В цьому контексті ставиться питання про те, що глобалізація справляє не тільки дезінфляційний, але й інфляційний вплив на економіку²¹¹. З іншого боку, період після 2001 р. характеризується надзвичайно експансивною монетарною політикою практично в усьому світі (з 2006 р. в окремих країнах намітилась тенденція до більш жорсткої монетарної політики), що позначається не тільки на зростанні цін на

²¹¹ Papademos L. The Effects of Globalization on Inflation, Liquidity and Monetary Policy // Speech at the Conference "International Dimensions of Monetary Policy". Girona, 11 June 2007. // www.ecb.int.; Kohn D. The Effects of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy // Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts, June 16, 2006 // www.federalreserve.gov.; Gross D. Inflation Everywhere: Globalization Used to Drive Down Prices. Not Anymore // Monebox. April 26, 2006.

первинні ресурси, але й на зростанні цін на активи, зокрема, фінансові, реальні, у тому числі на вартість житла. В цьому контексті мова йде про більш глибокий вплив глобальної монетарної експансії на зростання цін у глобальній економіці. Така експансія проявляється у швидкому зростанні грошової маси в розвинутих країнах, гіпертрофії валютних резервів у країнах з ринками, що виникають, та у рекордно низьких процентних ставках²¹². Окремим аспектом обох підходів є ствердження дослідників ЄЦБ, що передавання імпульсів зростання цін первинних ресурсів на кінцеві споживчі ціни є тільки монетарним феноменом²¹³.

Так, теза про відмінний вплив глобалізації на цінову динаміку відмінних благ підтверджується на основі узагальнених даних по США, зоні євро та Японії. Зокрема, якщо за 2000–2005 рр. ціни споживчого імпорту знизились на 7%, ціни на базові товари – на 3%, то вартість товарів загалом зросла на 6%, вартість послуг – на 12%, вартість первинних ресурсів – на 29%, вартість житла – на 30%²¹⁴. Порівняно з 1989–1998 рр. період 1999–2008 рр. характеризується практично повністю протилежною тенденцією в динаміці світових цін на товари, що є предметами міжнародної торгівлі (табл. 3.15.).

Таблиця 3.15.

**Світові ціни на товари, що є предметами міжнародної торгівлі,
середнє зростання в %**

	В доларах		В євро	
	1989–1998	1999–2008	1989–1998	1999–2008
Товари (оброблені)	0,5	3,1	1,1	1,0
Нафта	-1,2	19,1	-0,7	16,7
Не нафтові первинні ресурси	-2,2	5,8	-1,6	3,7
Продукти	-1,5	2,8	-1,0	0,7
Напої	0,3	-1,0	0,9	-3,0
Аграрна сировина	-0,3	2,4	0,3	0,4
Метали	-4,5	11,8	-4,0	9,5

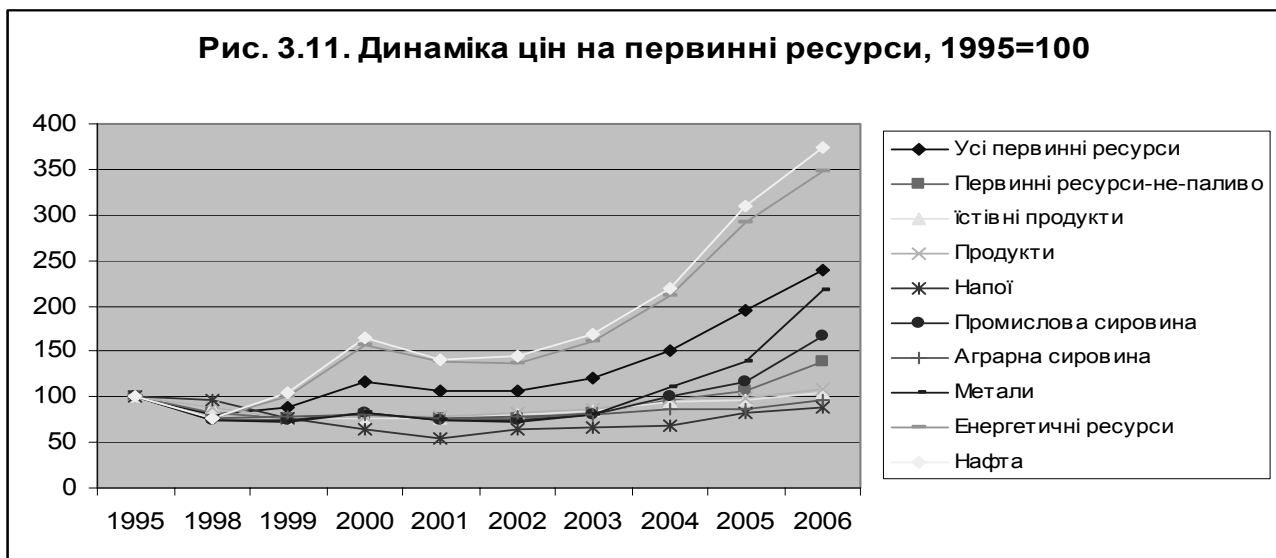
Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2007. – P. 230.

²¹² White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20; Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59.

²¹³ Browne F., Cronin D. Commodity Prices, Money and Inflation // ECB Working Paper. – 2007. – № 738. – P. 1–35.

²¹⁴ The Global Economy / BIS 76th Annual Report. – Basel: BIS, 2007. – P. 18.

Як видно з табл. 3.15., тільки за обробленими товарами збереглась тенденція приблизно однакового середнього зростання цін на світових ринках за відповідні періоди, контрастом до чого виступає яскраво виражена протилежна динаміка цін на нафту та метали. Крім цього, на нафту та метали спостерігається приблизно однакове зростання цін як за 1989–1998 р. – спадаюче, так і за 1999–2008 р. – різко зростаюче. Такий контраст у динаміці цін на оброблені товари і нафту та метали відображає подвійну тенденцію: посилення глобальної торговельної інтеграції, яка обмежувально впливає на зростання цін по перших відповідно до ефекту глобальної конкуренції; поліпшення глобальної кон'юнктури після 2002 р., яка спровокувала зростання глобального попиту на нафту та метали, відображаючи зростання і споживчого, і інвестиційного попиту в глобальній економіці загалом. Рис. 3.11. уточнює цю картину.



Джерело: Primary Commodity Prices. IMF. // www.imf.org.

Уточнена картина динаміки цін на первинні ресурси, представлена на рис. 3.11., демонструє більш складну систему цінової динаміки. Падіння цін практично на всі первинні ресурси з 1995 р. по 1998 р. відображає глобальні наслідки падіння попиту внаслідок Азійської та Російської криз. З 1998–1999 рр. розпочинається зростання вартості енергетичних товарів, усіх первинних ресурсів загалом, вирівнюються ціни на метали. Однак таке зростання триває тільки до 2001 р. Глобальний шок попиту цього разу був обумовлений подіями у США та відповідним різким гальмуванням американської економіки, що передалось усій глобальній економіці загалом. Проте після 2001 р. ситуація змінилась не тільки щодо

енергетичних товарів та металів, але й усіх первинних ресурсів. Долаючи найнижчу точку динаміки цін на ці товари у 2001 р., надалі спостерігається, що за п'ять наступних років ціни на продукти (за відповідною номенклатурою (рис. 3.11.) повертаються до рівня 1995 р. і деякою мірою перевищують його в аспекті динаміки цін на продукти харчування, а ціни на енергетичні ресурси та метали, разом із цінами на первинні ресурси загалом зростають експоненціально, перевищуючи рівень цін 1995 р. від 3 до 4 разів, а порівняно з найнижчою точкою у 1998 р. – від 3,5 до 5 разів. Така ситуація кореспондує із швидким зростанням цін на активи (рис. 3.12.).



Джерело: Ruffer R., Stracca L. What Is Excess Liquidity, and Does It Matter? // ECB Working Paper. – 2006. – № 696. – Р. 34.

Як вже зазначалось, зміна трендів вартості ресурсів та активів у глобальній економіці ув'язується не просто із покращенням світової кон'юнктури після 2001 р., а також і з суттєвими змінами в характері реалізації монетарної політики у світі. Прискорення зростання грошової маси в розвинутих країнах, рекордне зниження операційних ставок провідними центральними банками відповідно до шоку 2001 р. і повільний вихід з фази надекспансії, в сукупності із гіпертрофією валютних резервів в країнах, з ринками, що виникають, та в країнах, що розвиваються, призводить до появи глобального зростання рівня ліквідності. Іншими словами, за останній час монетарні умови функціонування глобальної економіки змінились, демонструючи створення глибоких передумов для експансії глобальної ліквідності. В основі такої експансії є кумулятивна експансивна політика і розвинутих країн, і решти світу. Табл. 3.16. демонструє загальну тенденцію

підтримання грошової пропозиції високими темпами саме за останній період, що актуально як для розвинутих країн, так і для найбільших країн з ринками, що виникають.

Таблиця 3.16.

Зростання грошової маси, %

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
США (ГБ)	5,1	-1,4	8,7	7,3	5,7	5,4	3,7	3,1
США (ГМ)	8,7	8,6	12,8	6,5	4,1	6,3	7,6	5,3
Зона євро	5,7	4,1	8,0	7,0	7,1	6,6	7,3	9,8
Японія	2,7	1,9	3,3	1,8	1,6	1,8	2,0	-
Велика Британія	4,1	8,4	6,7	7,0	7,2	8,8	12,6	-
Канада	5,1	6,6	6,0	5,1	6,1	6,3	5,4	-
Країни ЕМ	17,7	16,5	15,0	16,7	16,3	17,6	18,8	15,1
Азія	14,3	12,2	13,1	15,6	16,3	14,8	16,0	16,0
Латинська Америка	16,4	12,0	6,0	15,7	13,5	17,4	17,5	8,8
Китай	14,7	12,3	14,8	19,7	19,6	14,9	17,6	16,0
Індія	18,6	16,2	13,9	15,1	15,9	18,3	18,4	18,1
Бразилія	6,9	15,5	12,6	23,2	3,7	18,6	18,9	0,5
Росія	48,1	57,2	35,7	33,9	39,4	33,7	35,5	30,0
Мексика	22,8	16,2	13,7	12,6	11,7	13,5	14,9	12,8

Примітка: У випадку США, ГБ – грошова база; ГМ – грошова маса. Дані по США, зоні євро – офіційні веб-сайти відповідних центробанків. Решта даних: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2006. – P. 200., P. 204.

Попри загальну тенденцію монетарної експансії у світі, що видно з табл. 3.16., необхідно виділити особливості в розрізі країн. Так, для США період 2000–2003 рр. характеризується відмінним зростанням грошової бази та грошової маси. Акцент на цьому необхідно зробити, виходячи з міркувань шоку 2001 р. Якщо негативний приріст зростання грошової бази у дошоківий 2000 р. кореспондував з доволі високим темпом зростання грошової маси, демонструючи певні побоювання щодо занадто розігрітої американської економіки, то у 2001 р. відбулось різке підвищення грошової пропозиції вже відповідно до побоювань затяжного дефляційного шоку. Два наступні роки характеризувались швидшим зростанням грошової бази, порівняно з грошовою масою. Це є наслідком політики експансії ФРС, яка не могла повною мірою втілитись у загальне прискорення зростання грошової маси загалом з огляду на невизначеність та млявий вихід зі смуги стагнації попиту. В зоні євро, попри помірні темпи зростання ВВП та стабільно низьку інфляцію спостерігається

пришвидшення темпів зростання. Можна помітити певне підвищення фонового рівня зростання грошової пропозиції з 2001 р, приймаючи до уваги зростання грошової маси у 1998 р. у 4,5% та нормативний приріст грошової маси у 5% щороку, що є декларованою складовою політики ЄЦБ у сфері контролю за інфляцією.

В Японії інша специфічна ситуація. Проблеми з дефляцією та рецесією позначились на формуванні загальних відмінностей розвитку монетарної ситуації в Японії порівняно з рештою світу. Так, впродовж 1998–2000 рр. Банк Японії проводив політику нульової відсоткової ставки, а з 2000 року перейшов до політики “кількісного розширення” (від англ. – *quantitative easing policy*), що у більш приземленій версії означає політику “грошового накачування”. Так, вже з 1995 р. в Японії намітився чіткий розрив у приростах грошової маси та грошової бази. Однак саме перехід до політики збільшення кількості грошей в обігу призвів до гіпершвидкого зростання грошової бази саме з 2000 р. Наприклад, з 1995 р. по 2000 р. зростання цін становило 0%, ВВП – 1,01 разів, грошової маси – 1,18 рази, грошової бази – 1,5 рази, тоді як з 2000 р. по 2006 р. спостерігається дефляція споживчих цін, ВВП зріс, порівняно з 1995 р., у 1,19 рази, грошова маса – 1,4 рази, а грошова база – 2,6 рази²¹⁵. Такий розрив у зростанні пасивів Банку Японії та грошової маси загалом є відображенням, з одного боку, збільшення ліквідності усієї японської економіки, перш за все – фінансово-банківського сектору, а з іншого боку, – неспроможності реального сектору генерувати попит на гроші, який набагато більше прив’язаний до зростання реального ВВП. В умовах дефляції така динаміка цих монетарних показників відображає формування нереалізованих грошових активів. В екстраполяції на глобальну економіку, таке різке зростання грошової пропозиції в Японії неминуче призводить до загального підвищення ліквідності у світі, зокрема, через кредитну експансію японських фінансових установ на міжнародних ринках та створення монетарних передумов для вивозу капіталу.

В країнах з ринками, що виникають, спостерігається стабільно високий рівень приросту грошової маси. Необхідно також зауважити, що в найбільших економіках серед азійських та латиноамериканських країн – Китаї, Індії та Бразилії – спостерігається в загальному збільшення грошової пропозиції темпами вищими, ніж у регіоні загалом. Значне щорічне

²¹⁵ Ugai H. Effects of the Quantitative Easing Policy : A Survey of Empirical Analyses // Bank of Japan Working Paper. – 2006. – № 06-E-10. – P. 37.

зростання грошової маси відбувається і в Мексиці, але найбільшою мірою це стосується Росії. На загал, з табл. 3.16. видно, що суттєве зростання грошової маси відбувається в усіх п'яти нових гео економічних лідерах, кореспондуючи з аналогічними процесами в старому світі. Крім цього, можна побачити, що в зоні євро, Китаї, Індії та у Японії (з поправкою на зростання грошової бази) нарощування ліквідності висхідне, тоді як в США, Бразилії, Росії та Мексиці таке зростання починає поступово гальмуватись, демонструючи перехід до більш жорсткого варіанта реалізації монетарної політики у сфері грошової пропозиції.

Проблема експансії глобальної ліквідності також впливає з того, як шок 2001 р. заклав довгострокові передумови збільшення грошової маси та інших фінансових агрегатів. Мова йде про рекордне зниження операційних ставок у США, їх нульове значення у Японії та низьке у зоні євро (табл. 3.17.). Найсуттєвішим з точки зору експансії глобальної ліквідності є те, що підтримання низьких ставок було одразу в усій тріаді (США, зона євро, Японія), привносячи у глобальну економіку еру низьких процентних ставок та експансії ліквідності.

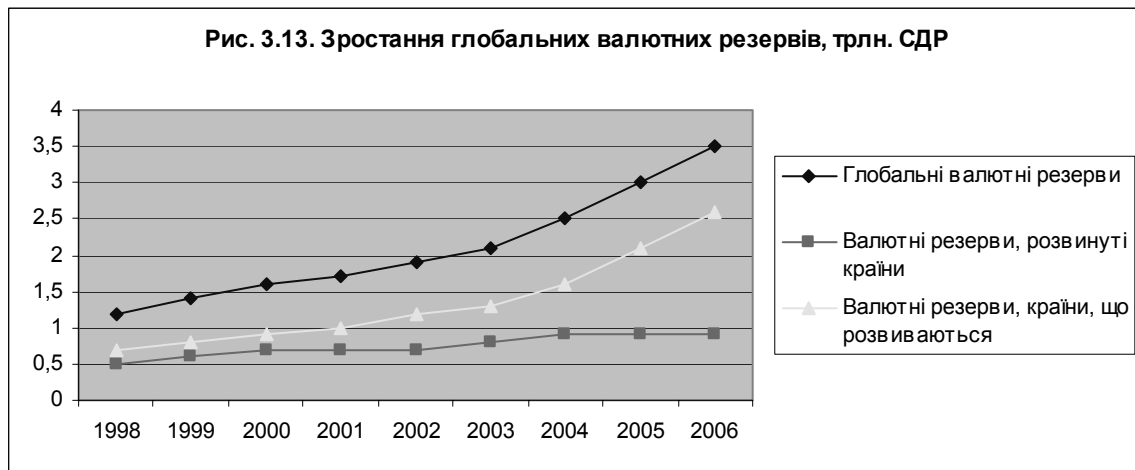
Таблиця 3.17.

Операційні ставки провідних центробанків підчас виходу з шоку 2001 року, %

Рік	місяць	ФРС США	Банк Японії	ЄЦБ
2002	Грудень	1,25		2,75
2003	Грудень	1,00		2,00
2004	Грудень	2,25		2,00
2005	Грудень	4,25		2,25
2006	Січень	4,50		
	Березень	4,75		2,50
	Травень	5,00		
	Червень	5,25		2,75
	Липень		0,25	
	Серпень			3,00
	Жовтень			3,25
	Грудень			3,50
2007	Лютий		0,50	

Джерело: Дані відповідних центробанків.

Що ж до ув'язки між експансивною політикою країн третього світу і експансією глобальної ліквідності, то вона опосередковується швидким зростанням обсягів валютних резервів (рис. 3.13.).



Джерело: IMF Annual Report. 2004. – Wash., D.C.: IMF, 2004. – P. 102–103.; IMF Annual Report. 2006. – Wash., D.C.: IMF, 2006. – P. 129.

Як видно з рис. 3.13., експоненціальне зростання глобальних валютних резервів прямо пов'язано з політикою країн, що розвиваються, у сфері нагромадження зовнішніх активів центробанків. Те, що саме з цим пов'язується їхній вплив на експансію глобальної ліквідності, пов'язано із відмінностями у реалізації монетарної політики у них та в розвинутих країнах. Якщо в останніх основний акцент робиться на тому, як коливання процентних ставок позначиться на очікуваннях інфляції, враховуючи вплив на ставки через досягнення операційних цілей на грошових ринках, що потребує зміни кількісних монетарних параметрів, то в перших суттєва роль відводиться покриттю грошової бази резервами та формуванню грошової пропозиції, виходячи із факторів платіжного балансу. Відповідно, зростання резервів, якщо не забезпечує експансію ліквідності в розумінні лінійної залежності між нарощуванням зовнішніх активів монетарними органами та приростом грошової маси, то принаймні є і прямим, і опосередкованим каналом впливу на внутрішній попит, який в умовах нарощування торговельної та фінансової відкритості й мобільності капіталів відносно швидко переростає в структурний компонент визначення глобальних монетарних умов.

В сукупності це ставить питання про те, чи адекватні глобальному рівню монетаристські припущення, і якщо так, то в якому контексті можна говорити про наявність чи відсутність глобальної кількісної теорії.

Глобальний вимір монетаризму має доволі тривалу історію. Це видно як з дискусій з приводу міжнародного золотого стандарту, так і з теоретичних дискурсів з приводу функціонування та реформування міжнародної валютної системи. Попри те, що в безпосередньо

монетаристській термінології ця проблема не ставилася, будь-які розробники міжнародного монетарного устрою імпліцитно враховували наявність загальних обмежень на експансію глобальної ліквідності з міркувань забезпечення контролю за інфляцією не просто з національного рівня, а з рівня функціонування системи як такої, тобто з глобального рівня²¹⁶.

Певною мірою така традиція природна, оскільки усі країни аж до розпаду Бретон-вудської системи прямо чи опосередковано були прив'язані до золота, внаслідок чого експансія ліквідності в системі так чи інакше екстраполювалась на поведінку глобальної інфляції, хоча під нею скоріше мали на увазі проблему контролю за динамікою цін у ключових країнах світу і, меншою мірою, в країнах периферії, де рівень інфляції навіть за часів золотого стандарту був вищий, порівняно з розвинутими країнами. Криза Бретон-вудської системи змусила більш предметно говорити про роль монетарної експансії у дестабілізації глобальних інфляційних процесів та підриві основ глобальної фінансової стабільності. Монетарна експансія США, починаючи з 1968 р., та подальша експансія ліквідності у світі призвела до загального зростання інфляційного фону у світі. Згідно з А. Цукерманом функціонування Бретон-вудського устрою виступило системним елементом, що породив інфляційне зміщення у світі, починаючи з кінця 1960-х років²¹⁷. Механізм такого зміщення доволі простий: зростання грошової пропозиції у США або повинно бути нівельовано через механізм плаваючого курсу, або ж імпортоване в умовах фіксованих курсів. Будь-яка затримка в конвертації доларових резервів у золото означало не тільки появу подальших можливостей для монетарної експансії в США, але й зростання грошової пропозиції загалом. Взявши до уваги, що більшість країн офіційної конвертації намагались уникнути, а самі США припинили офіційні операції із золотом в односторонньому порядку у 1971 р., то агонія цього валютного устрою породила додаткові передумови для подальшого зростання рівня інфляції у світі. Перехід на плавання в розвинутих країнах впродовж 1972–1973 рр. заклало передумови для нівелювання впливу монетарної експансії у США на внутрішні ціни, але не вирішило загальної проблеми необхідності

²¹⁶ Непрямо це впливає з розуміння функцій, які виконує система міжнародної монетарної економіки, що пропонується П.Ліндертом. Див.: Lindert P. *The World Money Climate and the Ultimate Exchange-Rate Choices // International Economics*. 9th ed. – Homewood: Irwin, 1991. – P. 495–497.

²¹⁷ Cukierman A. *Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, Mass: MIT Press, 1992.

переходу до жорсткої політики на довгостроковій основі, що було зроблено тільки у 1980-х роках в рамках реформування центральних банків та переходу на монетаристські засади їх макроорієнтації.

Що ж до проблеми екстраполяції монетаризму на глобальний рівень, то дискусії з приводу варіантів реформування Бреттон-вудської системи показали більшу зосередженість на проблемах міжнародного управління глобальною ліквідністю, відновлення симетрії в розподілі тягарі в процесі пристосування до нових рівноважних умов у країнах-емітентах резервної валюти і решті світу, ролі золота як загального фактора монетарного стримування, і тільки представники монетаризму наголошували на необхідності відходу від цієї системи як такої. Плаваючі курси разом із жорсткою антиінфляційною політикою на національному рівні повинні створити кращу альтернативу будь-якій системі міжнародного контролю за експансією глобальної ліквідності²¹⁸.

Саме в такому контексті виник термін “глобальний монетаризм”, який був запропонований американською дослідницею М. Вітмен. Це поняття спирається на відомі положення теорії валютного курсу. По-перше, в умовах дотримання паритету купівельної спроможності інфляційні диференціали легко передаються рухові валютних курсів. По-друге, “монетаристський погляд на платіжний баланс” демонструє, що рівновага останнього є наслідком стану грошової пропозиції. По-третє, на глобальному рівні контроль за експансією ліквідності в системі загалом забезпечується через плаваючі курси та номінальне зростання там, де має місце експансивна монетарна політика, що в сукупності унеможлиблює суттєві переваги одних над іншими та створює передумови для ринкового контролю за грошовою пропозицією²¹⁹.

Певна абсолютизація підтримання паритету купівельної спроможності в рамках “глобальних монетарних” процесів призвела до того, що поняття глобальний монетаризм почало асоціюватись тільки із законом єдиної ціни. Однак вже у 1980-х роках монетаристський погляд на глобальні процеси зазнав суттєвої корекції. Так, американський

²¹⁸ Детальніше аналіз таких дискусій див.: Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогофа // Вопросы экономики. – 2004. – № 1. – С. 49–65; Моисеев С. Неизвестный Фридмен: вклад великого монетариста в развал Бреттон-Вудса // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 81–98; Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 5. – С. 50–59; Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 6. – С. 32–39; Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 7. – С. 52–58.

²¹⁹ Whitman M. Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payment // Brooking Papers on Economic Activity. – 1975. – № 3. – P. 491–555.

економіст Т. Віллетт констатує, що розпад Бреттон-вудської системи не призвів до нівелювання ролі монетарної політики США для всього світу, оскільки зовнішні активи більшості центробанків деномінуються у доларах. Неспроможність окремих країн перейти на фактичне плавання курсів тільки посилює передавальну силу імпульсів з боку ФРС для всього світу. З іншого боку, навіть за умов плаваючих курсів у світі спостерігається монетарна взаємозалежність, що простежується через те, що зміни у монетарній політиці можуть мати реальний ефект у короткостроковому періоді. Таке твердження базується на основі зростаючої ролі торговельної відкритості та мобільності капіталів, а також виникнення феномена заміщення валюти²²⁰. Згідно з Р. МакКінноном флуктуації грошової пропозиції в США, які передаються усій американській економіці, провокуючи її циклічний розвиток, обумовлені непередбачуваним пристосуванням до зовнішнього попиту на долари. Як наслідок, забезпечення глобальної монетарної стабільності неодмінно повинно супроводжуватись таргетуванням певного глобального грошового агрегату. Останній повинен обраховуватись відповідно до ваги окремих провідних економік, тим самим доповнюючи роль грошової пропозиції США для глобальної економіки²²¹. Дж. Мюллер, у свою чергу, емпірично підтверджує наявність класичної дихотомії на глобальному рівні: зміна цін на енергоносії та продукти з лагом у 2 роки – наслідок зміни обсягів глобального доларового агрегату, що вимірюється обсягом глобальних валютних резервів та запасом доларової готівки. З огляду на глобальні консеквенції кількісної теорії Мюллер пропонує контролювати динаміку цього агрегату, тим самим запобігаючи тиску на національні ціни з боку зростання вартості первинних ресурсів та глобальному рівні²²².

Можна побачити, що окрім спроби монетаристської інтерпретації руху цін по глобально значимих ресурсах, ці погляди неявно об'єднують фактор динаміки валютних резервів. У випадку Віллетта вони відображають зв'язок між пропозицією доларової маси та обмеженим коливанням валютних курсів, а у випадку МакКіннона саме вони відображають екзогенний попит на долари, тоді як у Мюллера зовнішні активи центробанків виступають прямим фактором цінової динаміки на світових товарних ринках. Взявши до

²²⁰ Willett T. U.S. Monetary Policy and World Liquidity // The American Economic Review. – 1983. – Vol. 73. – № 2. – P. 43–47.

²²¹ McKinnon R., An International Standard for Monetary Stabilization. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.

²²² Mueller J. The World's Real Money Supply // Wall Street Journal . – 1991. – March 5. – E.P.

уваги провідну роль співвідношенням між валютними резервами і грошовою базою в моделі валютної кризи Флуда та Гарбера, можна побачити, що їх динаміка у найпростішому вигляді відображає стан глобальної ліквідності, оскільки саме вони віддзеркалюють грошову пропозицію у центрах резервної валюти, опосередковуючись станом платіжних позицій та характером руху валютних курсів. У більш складному вигляді глобальні валютні резерви доповнюють ситуацію із станом грошової пропозиції у розвинутих країнах – перш за все, у центрах резервних валют. Цю ланку – динаміка грошових агрегатів у, наприклад, США, зоні євро чи Японії – можна було би оминати, повною мірою ототожнюючи глобальні монетарні кондиції із динамікою валютних резервів, якби не певні проблеми.

Одна з них полягає у тому, що з динамікою грошової маси в розвинутих країнах таки можуть бути пов'язані зміни в попиті. Це стосується як попиту на товари, так і попиту на активи, зміна вартості яких мірою експансії глобальних ринків дедалі більшою мірою визначатиме реальні зміни в доході, інвестиціях та споживанні, що, у підсумку, формуватиме свою частку попиту на товари, які є предметами міжнародної торгівлі. З огляду на структуру такої торгівлі, природно, що розвинуті країни суттєво прив'язані до імпорту тих товарів, на зміну вартості яких, як це показано у дослідженні Мюллера, впливає зміна величини глобальних валютних резервів. Інша проблема пов'язана з виявленням Дж. Франкелем альтернативним каналом зв'язку між цінами на первинні ресурси та монетарною політикою розвинутих країн. Франкель запропонував не кількісний погляд, як у випадку монетаристської версії глобальної кількісної теорії, а якісний. Згідно з ним, ціни на первинні ресурси пов'язані із змінами в процентних ставках у розвинутих країнах. Це пов'язано з тим, що останні відображають пристосування до шоків, на наявність яких реагують глобальні постачальники первинних ресурсів. Аукціонний/біржовий спосіб ціноутворення на такі ресурси породжує тенденцію до виникнення гіперреакцій на зміни у процентних ставках. Така гіперреакція є прямою паралеллю з моделлю гіперреакції валютного курсу Дорнбуша. Відповідно, згідно з Франкелем, низькі реальні процентні ставки визначають високі реальні ціни на первинні ресурси. Основна ланка зв'язку – це те, що чим нижчі ставки, тим більшою мірою вони заохочувати збільшувати запаси первинних ресурсів, і навпаки²²³.

²²³ Frankel J. The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices // NBER Working Paper. – 2006. – № 12713. // www.nber.org.

Проте цей підхід не можна повною мірою винести за рамки зміни кількісних монетарних параметрів. У спрощеному вигляді, як видно з визначеного Франкелем передавального механізму, тригером змін виступають саме процентні ставки. Вони спонукають змінювати попит на запаси. І коли ставки більш вищі витрати на утримання запасів також стають високими. Протилежне також правильно. Однак виникає питання, чому змінюються ставки. Це, природно, приводить нас до того, що зміна ставок є результатом стану ліквідності у фінансовому секторі. В умовах закритої економіки ставки через трансмісійний механізм прив'язуються до стану балансу центробанку. В умовах відкритої економіки зв'язок між змінами в балансі монетарних органів та відсотковими ставками може бути нечіткий. Однак за мобільності капіталів цей ланцюжок можна продовжити до стану ринків капіталу, тобто знову повернутися до глобальної ліквідності, яку визначають кількісні монетарні параметри глобального рівня. В цьому випадку, реальні глобальні процентні ставки визначатимуться тим, якими є кількісні зміни в глобальних резервах, у грошовій пропозиції центрів резервної валюти, та в який спосіб ув'язуються між собою кількісні та якісні змінні монетарної політики і платіжний баланс. У складнішому вигляді необхідно поставити питання, чому збільшення запасів первинних ресурсів стає більш вигідним за низьких ставок, абстрагуючись тільки від розуміння того, що це може бути обумовлено покращенням кредитних умов?

Тут можна побачити, що зниження ставок кореспондує із кількісним розширенням, яке на глобальному рівні означає збільшення попиту, що через гіперреакцію цін передається вартості первинних ресурсів, внаслідок чого збільшення попиту на запаси у формі таких ресурсів є страховкою на випадок їхнього зростання в майбутньому. Низькі ставки ж тільки полегшують процес фінансування такого збільшення запасів. Основна їх місія полягатиме в тому, що в умовах глобальної монетарної і фінансової взаємозалежності рівень процентних ставок у США, зоні євро та Японії, але особливо у США є індикатором глобальних монетарних умов, на що орієнтуються усі ринки. Гіперреакція в цьому випадку буде просто випереджати загальну тенденцію до пом'якшення монетарних кондицій глобального попиту. А взявши до уваги виявлену монетарну етимологію включення цін на первинні ресурси в кінцеві споживчі ціни²²⁴

²²⁴ Browne F., Cronin D. Commodity Prices, Money and Inflation // ECB Working Paper. – 2007. – № 738. – P. 1–35.

та те, що низькі процентні ставки 2000-х років обумовлені монетарними взаєминами між США та Азійськими експортерами²²⁵, можна зробити висновок, що на глобальному рівні акцент на процентні ставки не повинен знижувати значення кількісних монетарних індикаторів попиту, за аналогією з тим, як це відбулося на національному рівні в рамках відходу від монетаристської моделі операційного каркасу поведінки центробанків і запровадження експліцитного чи імпліцитного таргетування інфляції²²⁶.

Емпіричний аналіз зв'язку між вартістю первинних ресурсів та кількісними монетарними параметрами демонструють рис. 3.14.–3.20. (джерело даних для побудови рис. 3.14–3.20. World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2004. – 268 p.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2006. – 270 p.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2007. – 278 p.; IMF Annual Report. – Wash. (D.C.): IMF., 2006. – St. Ap.). Так, згідно з даними рис. видно, що зростання грошової маси в США та зоні євро не прямо впливає на зростання вартості первинних ресурсів, а з певним лагом, тоді як зростання глобальних валютних резервів щільно впливає на зміну цін на первинні ресурси. З одного боку, це можна було би пояснити тим, що зростання обсягів резервів є наслідком зростання вартості на нафту, що призводить до гіпершвидкого нагромадження зовнішніх активів центробанків у країнах нафто-експортерах. Але такий погляд не враховує особливості функціонування глобальних монетарних процесів.



²²⁵ Hauner D., Kumar M. Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is the “New Economy”? // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/112. – P. 1–32.

²²⁶ Ми вже відмічали парадоксальну ситуацію падіння щільності зв'язку між динамікою грошової маси та інфляцією мірою дезагрегації даних по глобальній економіці. Див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 310.

Рис. 3.15. Зростання вартості первинних ресурсів та зміщених вперед грошової маси США та зони євро

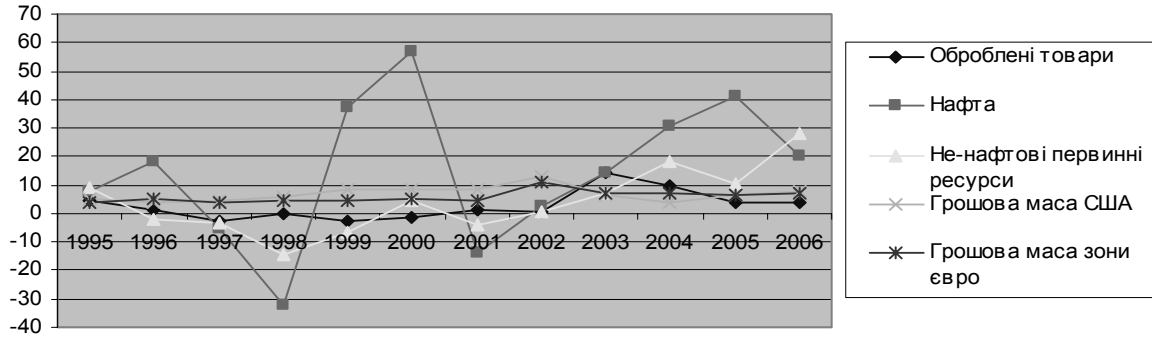


Рис. 3.16. Зростання вартості первинних ресурсів та дефіциту платіжного балансу США, %

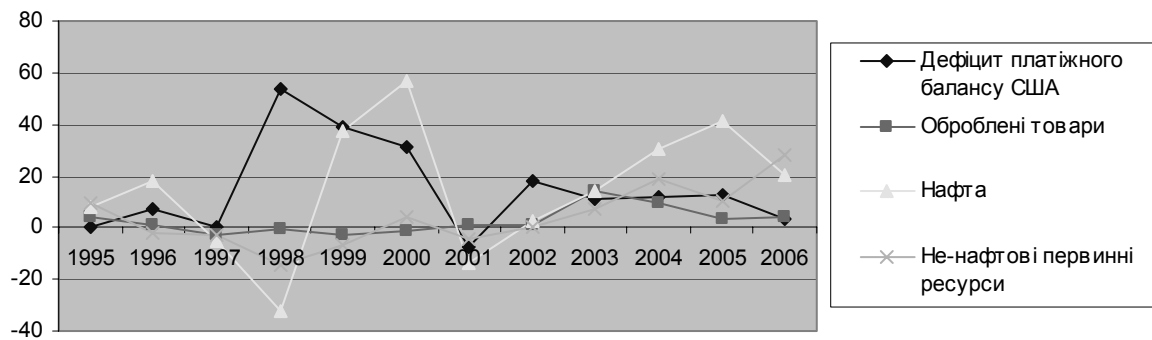
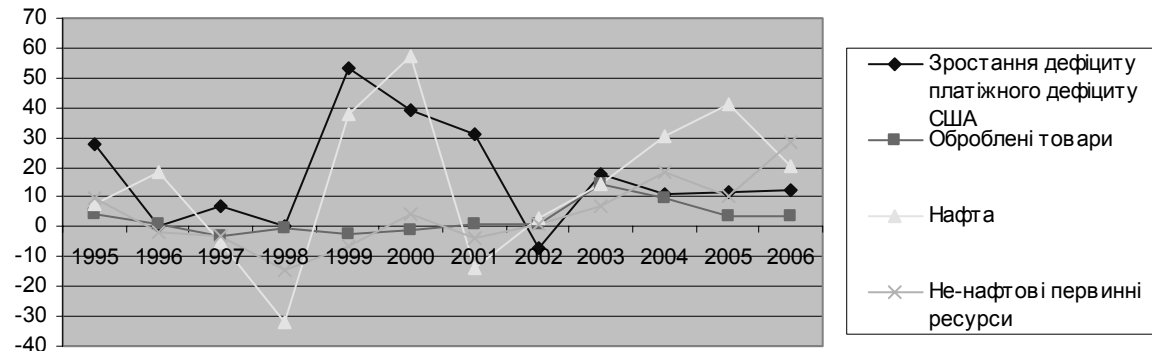


Рис. 3.17. Зростання вартості первинних ресурсів та зміщених на рік вперед дефіциту платіжного балансу США, %



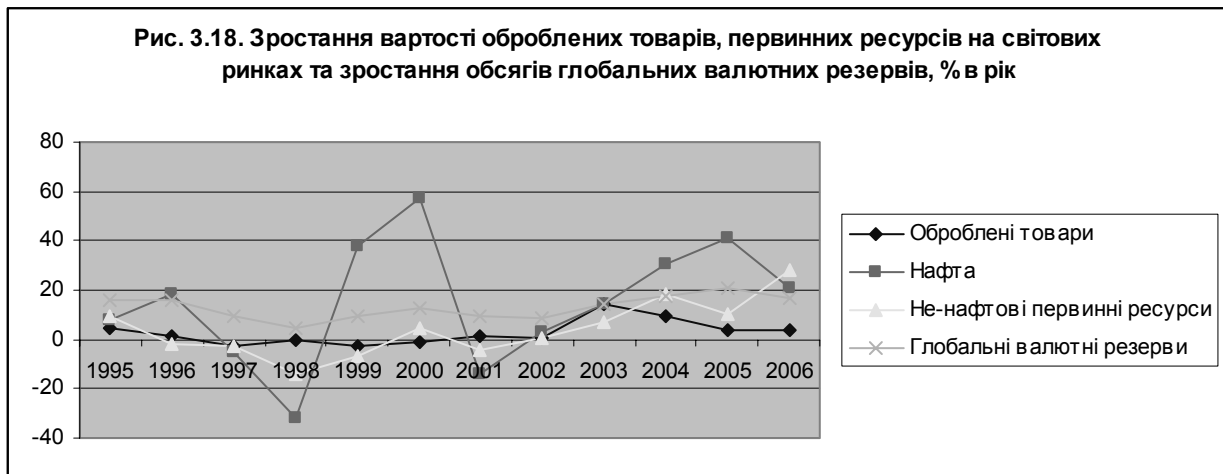


Табл. 3.18. репрезентує формальний результат аналізованих залежностей.

Таблиця 3.18.

Кореляція зростання вартості первинних ресурсів із зростанням монетарних параметрів глобальної економіки

	Оброблені товари	Нафта	Не-нафтові первинні ресурси
Грошова маса США	-0,43	-0,12	-0,43
Грошова маса США, з лагом в 1 рік	-0,24	0,07	-0,09
Грошова маса зони євро	0,30	-0,18	0,41
Грошова маса зони євро, з лагом в 1 рік	0,32	0,16	0,36
Дефіцит платіжного балансу США	-0,29	0,05	-0,47
Дефіцит платіжного балансу США, з лагом в 1 рік	-0,15	0,46	-0,05
Глобальні валютні резерви	0,54	0,65	0,79

З аналізу рис. 3.14–3.18 і табл. 3.18. можна зробити важливі висновки. По-перше, зростання грошової маси США в чистому вигляді не чітко впливає на поведінку цін на ринках первинних ресурсів, попри думку, що політика ФРС впливає на глобальні ринки. Це саме стосується зони євро, хоча в цьому випадку кондиції попиту у ній більш щільно пов'язані зі світовими ринками. Така ситуація доволі дивна, оскільки значення грошової маси США для глобальних фінансових процесів і, відповідно, глобальних кондицій попиту суттєвіше. Втім, це можна пояснити важливішим значенням європейського експорту та імпорту в глобальних торговельних процесах, внаслідок чого макроситуація у євроленді може позначатися на світових ринках навіть суттєвіше, ніж в США. З іншого боку, обернена кореляція між зростанням цін на світових

ринках та зростанням грошової пропозиції в чистому вигляді не може виключати те, що це є наслідком намагання обмежити коливання світових цін на американську економіку за допомогою певних корекцій у грошовій пропозиції. Лагове зміщення зростання грошової маси практично не змінює ситуацію щодо єврозони, але є рухом у бік теоретичного припущення про зв'язок між грошовою масою та цінами у випадку США.

По-друге, зв'язок між грошовою масою в США і зоні євро та цінами на нафту демонструє доволі специфічну ситуацію. В обох випадках спостерігається від'ємна кореляція по даних "рік у рік", що є опосередкованим підтвердженням тези про монетарну реакцію на зростання цін на світовому нафтовому ринку з метою недопущення їх впливу на інфляцію. Однак зміщення на рік даних зі зростання грошової маси міняє знак коефіцієнта кореляції на протилежний в обох випадках. І хоча у випадку США зв'язок несуттєвий, а у випадку зони євро помітний (проте не статистично значимий), тут можна знайти певне підтвердження монетаристській гіпотезі про те, що вплив на ціни з боку грошової пропозиції актуалізується із запізненням. Зміна знака коефіцієнта кореляції в обох випадках є аргументом на користь цього. З цього випливає, що, з огляду на незначну щільність таких зв'язків, набагато важливіший факт простежуваного впливу монетарного фактора на нафтові ціни, аніж кількісний ефект такого впливу.

По-третє, дефіцит платіжного балансу США як відображення експансії американського і глобального попиту (оскільки він фінансується у доларах США) також демонструє неоднозначний вплив на світові товарні ринки. У випадку співставлення даних "рік у рік" ситуація практично ідентична випадку зі зростанням грошової маси США. Проте лагове зміщення показника зростання зовнішнього дефіциту США знижує величину оберненого зв'язку з цінами на оброблені товари і не-нафтові первинні ресурси, але різко підвищує щільність зв'язку з цінами на нафту. Рис. 3.16. – 3.17. дають чітку картину того, як різкий стрибок цін на нафту у 2000 р. відбувся після того, як різко загострилась проблема зовнішнього дефіциту США. Так само різке уповільнення темпів зростання цін на нафту у наступні роки співпало з уповільненням процесів утворення дефіциту платіжного балансу США. З огляду на те, що зовнішня нерівновага США визначається не тільки монетарною політикою, але й фіскальною, то більш щільний зв'язок між його станом та нафтовими цінами порівняно з грошовою масою відображає те, що монетаристська

аргументація про винятково монетарні детермінанти коливання попиту не підтверджується. Різке зростання дефіцитів федерального бюджету США після 2001 р. є підтвердженням цього. Внесок останнього в експансію глобального попиту, взявши до уваги те, що основними власниками федеральних боргових інструментів США стали центробанки Азії та країн-експортерів нафти, демонструє, що макроекономічна експансія загалом може бути навіть більш суттєвим чинником глобальної інфляції, ніж тільки внесок політики ФРС сам по собі. Це пов'язано з тим, що збільшення федеральних видатків уряду США має майже миттєвий вплив на попит (наприклад видатки на ведення війни та збільшення бюджету закупівлі озброєнь), тоді як політика ФРС може мати довгостроковий вплив. Зокрема, повільний вихід зі смуги дефляційного шоку і тривале підтримання низьких відсоткових ставок позначилось на суттєвому зростанні заборгованості у секторі бізнесу та домогосподарств, що проявилось у кризі іпотечного ринку США аж у 2007 р.

По-четверте, найбільшою мірою поведінку цін на світових ринках визначає динаміка глобальних валютних резервів. Вони знаходяться у статистично значимому кореляційному зв'язку з цінами і на оброблені товари, і на нафту, і на ненафтові первинні ресурси (табл. 3.18. та рис. 3.18.). Тут необхідно виділити деякі аспекти.

А) Відповідно до теоретичного обґрунтування ролі валютних резервів як фактора глобальної ліквідності і, відповідно, глобального попиту, такий щільний зв'язок між їх динамікою і цінами на первинні ресурси відображає певну трансформацію класичної дихотомії і звичного уявлення про кількісну теорію. Через складну систему функціонування фінансових ринків та ув'язку між платіжними позиціями у світі та балансами провідних центробанків формується ситуація, коли на глобальному рівні традиційна роль грошової маси починає відводитись валютним резервами. Те, що вони знаходяться у щільному зв'язку з світовими цінами, є відображенням того, що останні досить гнучкі, внаслідок чого глобальний попит доволі легко передається ціновій динаміці первинних ресурсів.

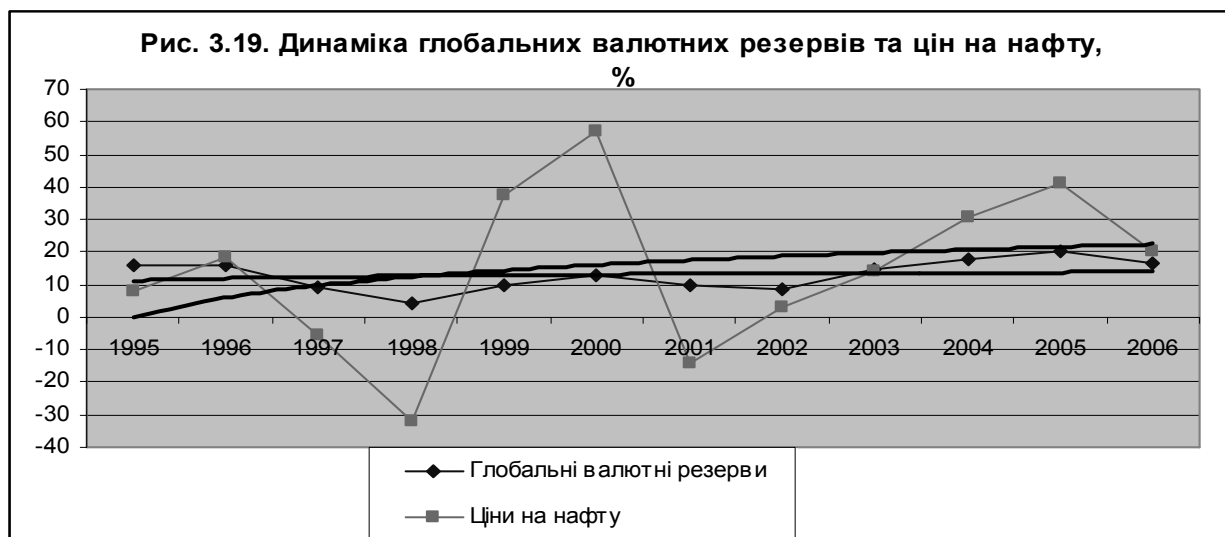
Б) Відмінність у рівнях кореляції в розрізі груп товарів, що торгуються на світових ринках, є дуже важливим елементом структурної диференціації механізмів, які відображають формування попиту та пропозиції в розрізі таких груп. Наприклад, порівняно найменше глобальні кондиції попиту корелюють з цінами на оброблені товари, що

відображає вищу конкуренцію в цьому сегменті світової торгівлі. Опосередковано це узгоджується з виявленою (параграф 3.2., а також див. вище) закономірністю відставання імпорتنих цін від решти цінових груп або ж їх зниження в розрізі багатьох країн-імпортерів. Порівняно середнє значення кореляції резервів з цінами на нафту скоріше є наслідком впливу високої волатильності останніх на статистичний результат. А те, що найщільніша кореляція має місце щодо ненафтових первинних ресурсів, свідчить про те, як глобальний попит індукує ціни на продовольство та метали. У світлі тенденцій, зображених на рис. 3.11., такий попит найбільшою мірою штовхає вгору ціни на метали, що є відображенням макроекономічного фокусування на збільшенні інвестицій. Оскільки індукований інвестиційний попит є відображенням загального зростання сукупного попиту, то те, який зв'язок між динамікою глобальних резервів та цінами на первинні ресурси (в даному випадку – з цінами на метали) свідчить про виняткову роль перших щодо визначення траєкторії глобального сукупного попиту.

В) Наявність істотної кореляції між резервами та цінами одразу оброблених товарів, нафти і ненафтових первинних ресурсів свідчить про загальний вплив глобальної ліквідності на ціни, а не навпаки. Останнє важливо з огляду на те, що валютні резерви суттєво зростають у країнах-експортерах нафти, внаслідок чого можна було би припускати, що зростання цін на нафту збільшує резерви. Втім, найбільший приріст резервів у світі відбувається не за рахунок таких країн, а за рахунок країн Азії²²⁷, які є імпортерами енергоресурсів. У результаті, зростання резервів у країнах-нафтоекспортерах так само детермінує зростання глобального попиту на первинні ресурси, як і у випадку азійських країн, які, окрім цього, ще збільшують попит на енергоносії.

Г) Як видно з рис. 3.14–3.18., ціни на нафту найбільш волатильні серед поведінки цін на інші товари світового обігу. Екстремуми функції нафтових цін мають не порівняно високу амплітуду коливань. Це явище можна пояснити у світлі моделі гіперреакції цін Франкеля (рис. 3.19.).

²²⁷ The Accumulation of Foreign Reserves // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – P. 3–72.



Дані рис. 3.19. засвідчують, що коливання цін на нафту можна представити як функцію гіперреакції на поведінку глобальних валютних резервів. Часовий період виникнення екстремумів і функції нафтових цін, і функції динаміки резервів практично збігаються. Логарифмічне згладжування обох функцій дозволяє побачити, що лінії трендів розташовані майже симетрично. Така характерна поведінка обох функцій повинна, окрім всього, означати наявність чітких раціональних очікувань щодо того, як зростання глобальних резервів позначиться на світових нафтових цінах. Це, зокрема, пояснює і процес гіперреакції. Тобто можна побачити, що в глобальній економіці сформований досить потужний інтерпретаційний стереотип щодо ролі глобальних резервів у визначенні поведінки глобального попиту. Це явище є підтвердженням монетаристських припущень про важливість усвідомлення економічними агентами передбачуваності зв'язку між певною монетарною змінною та інфляцією. В цьому випадку відмінність полягає у тому, що роль такої монетарної змінної виконують глобальні валютні резерви, а інфляції – коливання світових цін.

У світлі того, що збільшення глобальних резервів відбувається за рахунок країн, що розвиваються, платіжна позиція останніх відіграє провідну роль у тому, як поведуть себе резерви. Оскільки детально ми будемо торкатися цього нижче, наразі необхідно відзначити, що динаміка резервів, перш за все, визначається платіжною позицією США, а в їх деномінації також домінує долар США²²⁸, внаслідок чого в глобальній

²²⁸ Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 258–280.

економіці формуються складна конфігурація впливу на світові ціни. Згідно з нею, платіжний дефіцит США є фактором самодостатнього прояву експансії попиту; покриття такого дефіциту, штовхаючи резерви вгору, збільшує попит найбільших світових експортерів, а економічне зростання в останніх розширює можливості платоспроможного попиту на усіх ринках первинних ресурсів²²⁹. Схематично це виглядає так, як представлено на рис. 3.20.

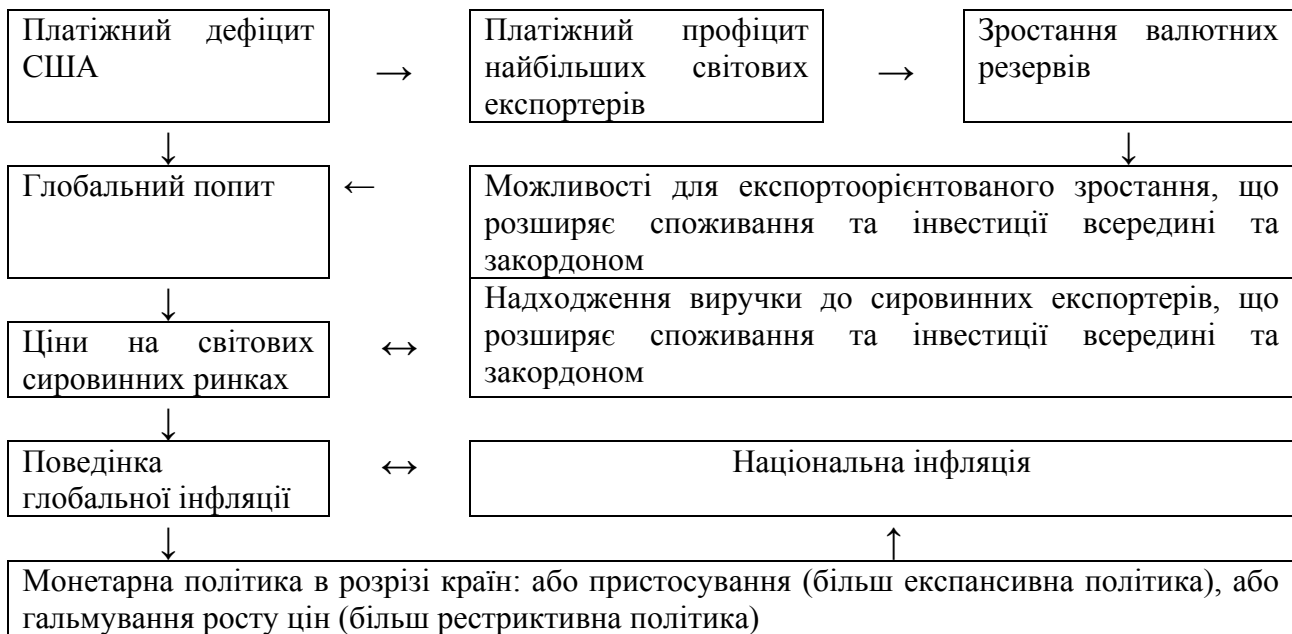


Рис. 3.20. Глобальні монетарні процеси, глобальний попит та інфляція

Ситуація, змальована на рис. 3.20., в сукупності з дезінфляційною тенденцією, атрибутивною глобалізації, як це показано у параграфі 3.2., ставить питання про необхідність уточнення кількісної теорії у глобальному контексті.

По-перше, це стосується певного структурного розриву в тому, як глобалізація впливає на зниження та підвищення цін водночас. Так, фактори глобальної інтеграції, як вже зазначалось, передбачають тенденцію постійного наздогону фактичним глобальним ВВП свого потенційного значення. Разом із посиленням інноваційності продукту це

²²⁹ Наприклад, фахівці Goldman Sachs виявили чіткий довгостроковий зв'язок між поведінкою індексу цін на первинні ресурси і індексу ділової активності Китаю. Див.: Globalization and Disinflation – Can Anyone Else ‘Do A China’? // Goldman Sachs Global Economic Paper. – 2006. – № 147. – Р. 7. Це означає, що експортоорієнтоване зростання Китаю, що підтримується дефіцитом платіжного балансу США, збільшує світовий попит на первинні ресурси, тим самим підвищуючи світові ціни на них внаслідок підвищення рівня доходу та попиту на блага, створення яких потребує споживання таких ресурсів.

породжує позитивний ефект масштабу, коли з кожним наступним зростанням ВВП зростають можливості зниження цін на готову продукцію. Це особливо добре ілюструється прикладом Китаю, де наближення до повного завантаження виробничих потужностей призводить до зниження цін, зумовивши аналогічну тенденцію в азійських партнерах²³⁰. Це передається зниженню цін на експорт, трансформуючись у зниження імпортних цін по усьому ланцюжку глобального споживання. З іншого боку, таке наближення до повного завантаження виробничих потужностей в найбільших експортерах з Азії породжує довготерміновий зовнішній ефект у вигляді того, що виробництво і пропозиція сировинних ресурсів також наближається до свого потенціалу у короткотерміновому періоді. В цьому випадку, тут вже не буде спостерігатись зниження цін, а, навпаки, ціни на ресурси починають зростати. Оскільки світові ринки уніфіковані, то зростання цін на них також починає розповсюджуватись по всьому ланцюжку глобального споживання. В результаті, глобалізація породжує амбівалентний вплив на цінові тренди в розрізі груп товарів.

По-друге, такий різновекторний вплив на ціни в умовах глобалізації можна вважати актуальним у коротко- та середньотерміновій перспективі. Надалі починають включатися в дію традиційні принципи актуалізації класичної дихотомії. Систематичне наближення до потенційного завантаження виробничих потужностей у секторах, які обслуговують виробництва, експансія яких дефляційна, в подальшому починає перекидатись на ті сектори, які обслуговують і перших, і других. Наприклад, це стосується ринку продовольства. Зростання світових цін на продовольчу продукцію у 2007 р. є відображенням запізнаної реакції на довготермінове розширення глобального попиту. Це повністю кореспондує з позицією, висловленою М. Фрідменом: “Той факт, що інфляція виникає в результаті зміни кількості грошей порівняно з обсягами виробництва, не означає, що існує точне, жорстке механічне співвідношення між кількістю грошей в обігу і цінами. ... у короткостроковому періоді темп зміни грошової маси може відрізнятись, а інколи помітно, від зміни номінального доходу або цін через вплив інших факторів, включаючи фіскальну політику. ... наслідки зміни грошової маси не дають ефекту одразу. Перед тим ... може пройти шість місяців,

²³⁰ Nakayma K., Sasaki H., Shimizu Y. Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies // International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25–27, 2007). – 2007. – P. 5.

або рік, або півтора року. Неспроможність прийняти до уваги цей розрив в часі є головною причиною помилкового тлумачення досвіду грошового обігу. ... мають місце систематичні і постійні відмінності між темпами зміни грошової маси і цін, що є частиною більш широкого процесу”²³¹. В іншому місці з приводу проблеми лагів М. Фридмен стверджує, що “наслідки монетарних акцій на цінах проявляються через більший проміжок часу, ніж реакція на зміну кількості грошей, причому часовий лаг і величина ефекту в обох випадках залежать від обставин. У результаті ми не можемо достатньо чітко передбачити, який саме ефект може справити на ціни той чи інший крок грошової влади”²³². У свій час ці погляди почали розглядатись як принцип “чорної скрині”, коли неможливо чітко описати структуру зв’язків між змінами грошової маси та цінами, але можна прогнозувати наявність зв’язку між ними²³³. Втім, дискусії з приводу основ квантової теорії між А. Ейнштейном, Н. Бором та Д. Бомом також засвідчили, що теорія не може достеменно описати структуру квантової реальності, але дозволяє одержувати прогнозовані результати поведінки елементарних часток²³⁴.

У контексті процесів глобалізації необхідно визнати, що дуже важко спрогнозувати те, як поведуть себе ціни на світових ринках і як вони вплинуть на кінцеві індекси інфляції, оскільки не існує чіткої структури, яка би описувала зв’язок між усіма глобальними та національними змінними. Це повертає нас до монетаристського твердження про те, що потрібно брати до уваги зв’язок цін тільки з тими параметрами, з якими такий зв’язок найлегше простежити. У світлі проведеного аналізу, таким параметром є глобальні валютні резерви, а складність побудови чіткої структури зв’язків між ними та цінами обумовлена тим, що існує принаймні бінарність стохастичних процесів, які опосередковують кореляцію між глобальною ліквідністю та глобальною інфляційною ситуацією.

Фактори пропозиції (динаміка цін) і фактори попиту (динаміка глобальних резервів) не є чітко структурованими. З одного боку, є стохастичним процес кумулятивної реакції цін у розрізі різних товарних груп на світових та внутрішніх ринках. Окремо можна говорити про

²³¹ Фридмен М. Оптимальное количество денег // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 113–114.

²³² Фридмен М. Роль монетарной политики // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 143.

²³³ Монетаризм // История экономических учений / Под ред. А. Г.Худокормова. – М.: ИНФРА-М, 1998. – С. 111–142.

²³⁴ Про це див.: Талбот М. Голографическая Вселенная / Пер. с англ. – М.: София, 2004. – С. 52.

відмінні лаги в розрізі динаміки цін на товари на світових ринках і відмінні лаги їхнього впливу на окремі компоненти внутрішніх цінових індексів. При цьому не можливо чітко спрогнозувати тривалість кожного з лагів. Наявність довіри до центральних банків це ще більше ускладнюватиме. А якщо сюди додати, що рівні довіри до центробанків у світі можуть відрізнятися, то і лінійності процесів формування лагів у всьому світі ми також не отримаємо. З іншого боку, процес формування глобальних резервів також неможливо звести до чіткої структури, хоча можна говорити про те, що вони найщільніше знаходяться у зв'язку з платіжною позицією США. Процес трансформації попиту у США у форму глобальних валютних резервів, однак, є похідною різного роду монетарних та структурних детермінант. Це і співвідношення долар/євро, і коливання процентних ставок на ринках капіталу, і динаміка грошової пропозиції в США та світі, і стан бюджетних дефіцитів у провідних країнах, і валютна структура резервів центробанків у світі, і рівень доларизації активів та пасивів у світі та в розрізі регіонів, і валютна субституція в багатьох країнах тощо. В результаті, чітка логіка трансформації монетарних та фінансових кондицій у світі у форму валютних резервів, а також трансформації останніх у фактор глобального попиту завжди буде порушуватись завдяки цілому набору суб'єктивних детермінант, які можна абстрактно описати, але дію яких у своїй повноті та у часовій послідовності не можливо верифікувати.

По-третє, основою диференціації лагів на глобальному рівні необхідно визнати диференціацію еластичності пропозиції. Так, на національному рівні відмінність лагів у реакції цін на зрушення у попиті, якщо прямо не пояснюється, то принаймні опосередковано зводиться і до варіативної гнучкості цін, і до варіативної еластичності пропозиції. Такий погляд, найімовірніше, сформувався під впливом кейнсіанства, оскільки самі монетаристи здебільшого констатують факт наявності лагів. Перші теоретики кількісної теорії, починаючи з Д. Юма, не виключали, що реакція цін у часі на збільшення попиту буде відмінною, оскільки за загальним збільшенням попиту приховується зміщення попиту на ті чи інші блага відповідно до індивідуальних преференцій²³⁵. Випадок глобальної економіки суттєво відрізняється. Як вже зазначалось, на

²³⁵ Еволюція кількісної теорії та методології монетаризму представлена, наприклад, у праці П. Юхименка. Див.: Юхименко П.І. Монетаризм: теорія і практика. – К.Кондор, 2005. – 312 с. У західних відомих монетаристських працях не акцентується на відтворювальних закономірностях лагів. Див.: Bordo M., Schwatz A. The Importance of Stable Money: Theory and Evidence // Cato Journal. – 1983. –Vol. 3. – № 1. – P. 63–83.

світових ринках ціни доволі реактивні, а по сировинних товарах – відповідають моделі гіперреакції. Отже, говорити про негнучкість світових цін некоректно. Наявність гіперреакції в системі ціноутворення на ринках первинних ресурсів відображає глибшу проблему. Висока поточна волатильність цін та їх реактивність є наслідком намагання перекласти у поточний момент невизначеність щодо майбутніх обсягів природних запасів та витрат, пов'язаних з перетворенням таких запасів на товар, що торгується на світових ринках. У довгостроковій перспективі обмеженість глобального запасу сировинних ресурсів так чи інакше обертається низькою еластичністю їх пропозиції. Це обумовлено і необхідністю здійснювати значні витрати на пошук нових родовищ, їх розробку, і необхідністю здійснення значних витрат в інфраструктуру світової торгівлі сировиною. У світлі волатильності нафтових цін та їх зв'язку зі станом глобального попиту можна припустити, що гіперреакція знаходиться в прямій залежності від обсягів глобальних запасів тих чи інших ресурсів. У результаті лаги зміни світових цін на ресурси відповідно до зрушень глобальних умов попиту будуть варіювати в розрізі номенклатури сировинних товарів з поправкою на фазу циклу та специфіку кон'юнктури окремих секторів глобальної економіки. Наприклад, можна побачити певну каскадну модель зростання світових цін. З рис. 3.11. видно, що відбувається своєрідне підтягування цін. Зростання цін на нафту найвище, за ним – зростання цін на метали, і лише потім починає спостерігатись зростання цін на сировину для аграрного сектору та харчові продукти. Звичайно, можна стверджувати, що відмінності в гіперреакції та швидкості зростання цін можуть бути обумовлені рівнем монополізації того чи іншого ринку. Однак не важко помітити, що довгострокова еластичність пропозиції тут відіграє принципову роль, інакше відсутність усвідомлення обмеженості доступних запасів ресурсів (загалом, а не тільки сировинних, включно із землею) не штовхала би до світових картельних змов, що особливо яскраво проявилось на прикладі торгівлі нафтою.

З проблемою еластичності пропозиції також пов'язана тенденція до підвищення вартості житла й фінансових та реальних активів, про що вже згадувалось (рис. 3.12.). У випадку зростання цін на житло та реальні активи відповідно до експансії глобальної ліквідності неважко помітити той самий принцип обмеженості еластичності пропозиції. Низька еластичність пропозиції землі, а також продукції будівництва природна і

демонструє загальну логіку економічних процесів у сфері зростання антропогенного навантаження. Наприклад, окремі дослідники підкреслюють, що зростання цін на житло та вартість будівництва знаходиться у прямому, хоча і не завжди чіткому зв'язку із зростанням валютних резервів у більшості країн, але перш за все в Азії²³⁶. Щодо вартості фінансових активів, то вона також може відображати глобальні кондиції попиту та ув'язуватись із ситуацією на світових товарних ринках. Мірою підвищення добробуту у світі та модернізації фінансових систем попит на високоякісні активи зростає, пропозиція яких у приватному секторі не може мати постійно зростаючий характер. Публічний сектор тут може бути певним винятком, оскільки пропозиція цінних паперів скоріше відображає величину бюджетного дефіциту. Але і тут завищений глобальний попит уповільнює зростання відсоткових ставок, тобто збільшує реальну вартість боргових інструментів на ринку. Якщо сюди додати ситуацію на світових товарних ринках, то динаміка цін на фінансові активи, з одного боку, може відображати рецикляцію “нафтодоларів” або надходжень коштів від торгівлі будь-якими іншими поціновуваними ресурсами, з іншого, – намагання компенсувати зростання цін на сировину через зростання вартості активів, досягаючи з допомогою ефектів добробуту перетворення зростання світових цін на ресурси на гру з нульовою сумою.

По-четверте, глобальна інтеграція та посилення глобальної взаємозалежності модифікують зовнішні наслідки поєднання протилежних платіжних позицій. У традиційній теорії міжнародної макроекономіки з допомогою двокраїнних моделей показується, що дефіцит в одній країні обов'язково повинен супроводжуватись профіцитом в іншій. Це означає, що країна з дефіцитом має надмірний попит, а країна з профіцитом – його брак. Переведення такої ситуації у категорії макроекономічної політики призводить до подібного результату: експансивна політика – в країні з платіжним дефіцитом, рестриктивна – в країні з надлишком платіжного балансу. В результаті сукупний попит в обох країнах залишається відносно стаціонарним, оскільки розподіляється між ними відповідно до поточних макроекономічних умов. Хоча міжчасовий погляд на торгівлю певною мірою уточнює цю ситуацію, демонструючи можливості розширення попиту в обох країнах у категоріях

²³⁶ Turner Ph. Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications // BIS Quarterly Review. – 2006. – Sept. – P. 39–52.

динаміки, загальний результат буде мало відрізнятись. Глобалізація ж породжує якісно нову ситуацію. Платіжний дефіцит в одній країні і профіцит платіжного балансу в іншій перестають бути нейтральними щодо стану попиту навіть у короткотерміновій перспективі. З емпіричної точки зору це впливає з ув'язки “платіжний дефіцит США – профіцит поточного рахунку в Азії та в експортерах сировини – зростання глобальних валютних резервів – зростання світових цін – подальше зростання резервів і так далі”. З теоретичної точки зору, така ситуація складається внаслідок того, що і платіжний дефіцит, і платіжний профіцит мають зовнішні наслідки у вигляді збільшення попиту на тих ринках, торгівля на яких обслуговує одразу і країну з надлишковим попитом, і країну з високими заощадженнями. За рахунок глобальної інтеграції породжується ситуація, коли світові ринки перетворюються на певний спільний знаменник для країн з протилежними платіжними позиціями. Наприклад, країна з надлишковим попитом та платіжним дефіцитом, як правило, впливає на світові ціни за рахунок свого поточного споживання. У випадку, коли у ній ще і занижені відсоткові ставки, то це тільки каталізує поточне споживання, заразом і розширюючи споживання довготермінових активів з відповідними наслідками для світових цін. Країна з профіцитом, як правило, маючи значні заощадження, справляє вплив на світові ринки через експансію свого інвестиційного попиту, що не виключає і підвищення поточного споживання. Як наслідок, підсумкова зміна цінового рівня на світових ринках первинних ресурсів відображає те, що глобальна економіка загалом є закритою системою, але те, що відмінні платіжні позиції її складових породжують зовнішні наслідки, відображає, що такі складові є відкритими системами. З цієї точки зору протилежні платіжні позиції складових глобальної економіки не компенсують одна одну з точки зору кумулятивного попиту, а стають взаємодоповнюючими щодо глобального попиту. Останнє радикально відрізняє модель глобальної економіки від моделі по типу двох країн (табл. 3.20.)

Необхідно відзначити, що перша хвиля глобалізації суттєво відрізнятиметься від наведеної у табл. 3.20. моделі “глобальна економіка”. Система золотого стандарту передбачала базові обмеження на експансію попиту у вигляді відносно кінцевих обсягів монетарного золота. Роль цього фактора підкреслюється наявністю зв'язку між обсягами такого золота в резервах центробанків у світі та рівнем інфляції. Однак те, що

золото само по собі є первинним ресурсом, то глобальна монетарна експансія за часів золотого стандарту навіть за умов часткової стерилізації нагромаджених резервів провідними центробанками не могла привести до суттєвих розбіжностей в траєкторіях глобального попиту та наближення до стану остаточної обмеженості ресурсів. Більше того, на той час обсяги світових запасів були вищими, оскільки вони ще не стали об'єктом майже сторічного споживання. З цих міркувань золотий стандарт виявився системою, краще пристосованою до контролю за глобальною експансією попиту, порівняно з сучасним періодом, в якому система хартальних грошей, помножена на кумулятивний ефект щодо попиту протилежних платіжних позицій, не мають внутрішнього рестриктивного механізму, провокуючи флуктуації світових цін.

Таблиця 3.20.

Порівняння моделей “дві країни” та “глобальної економіки” з точки зору попиту та зовнішніх ефектів

Модель	“Дві країни”	“Глобальна економіка”
Платіжні позиції	Країна 1. $Y > A \rightarrow CAS$. Країна 2. $Y < A \rightarrow CAD$.	Країна 1. $Y > A \rightarrow CAS$. Країна 2. $Y < A \rightarrow CAD$.
Наслідки щодо попиту	Взаємна компенсація протилежних платіжних позицій	Взаємодоповнення протилежних платіжних позицій
Зовнішні наслідки	Відсутні. Компенсація відбувається через зміни валютних курсів, відносні ціни, торгівлю та потоки капіталу.	Наявність зовнішніх наслідків. Їх форма залежить від того, як світові ринки реагують на характер моделі зростання у дефіцитній та профіцитній країні.
Обмеженість ресурсів	На рівні країн-учасниць. Включення зовнішнього оточення послаблює проблему обмеженості ресурсів в рамках моделі.	На рівні глобальної економіки. Це робить обмеженість ресурсів остаточною.

У світлі характеристик моделей, представлених у табл. 3.20., важливого значення набуває проблема глобальної нейтральності монетарної політики і глобальної інфляції. У випадку відсутності глобалізації нейтральність монетарної політики відображає неспроможність створених з її допомогою стимулів для сукупного попиту збільшити природний рівень завантаження виробничих потужностей, внаслідок чого монетарна експансія призводить до збільшення номінальних, а не реальних величин з певним лагом чи без нього в залежності від характеру інфляційних очікувань тощо.

У випадку глобалізації ситуація відрізнятиметься тим, що:

- монетарна експансія у світі стає прихованою і опосередковується змінами в рівнях глобальної ліквідності, а не одразу;
- те, що це не відбувається одразу, обумовлено дезінфляційними особливостями впливу глобалізації на монетарну політику;
- фактор використання ресурсів відмінно впливає в розрізі секторів глобальної економіки і по одних секторах спостерігатиметься ефект наздогону фактичним ВВП свого потенційного значення з певними дефляційними можливостями внаслідок зростання продуктивності праці, конкуренції та алокаційної ефективності, а по інших секторах обмеженість ресурсів призводитиме до зростання світових цін;
- в результаті нейтральність монетарної політики розчленовується. На національному рівні вона може ставати нечіткою в рамках тенденції до зниження кута нахилу кривої Філіпса, а також у межах часового зазору між зростанням світових цін на первинні ресурси та їх спроможністю впливати на внутрішню інфляцію. На глобальному – нейтральність монетарної політики починає проявлятися через те, що зростання глобальної ліквідності, переростаючи у глобальний попит, підвищує не усі ціни, а спочатку ціни на первинні ресурси, підтягуючи решту світових цін;
- розчленування нейтральності монетарної політики за рівнем актуалізації ускладнює реалізацію монетарної політики та підвищує глобальну макрофінансову нестабільність.

В цьому розумінні зростає значення глобально-центричного підходу до аналізу інфляційних процесів, підвищується роль вчасних змін валютних курсів та відсоткових ставок відповідно до зміни рівня глобального попиту для часткової ізоляції національної інфляції від глобальної. Але це не вирішує проблему адекватного функціонування усієї глобальної монетарної та фінансової системи, оскільки тривале запізнення у реакції національної інфляції на зміни в стані глобальної ліквідності (у більш конкретній формі мова йде про розрив зв'язку між динамікою валютних резервів та інфляцією, що тривалий час було основою механізму пристосування економіки до нових рівноважних умов та корекції монетарного курсу) уможливорює розвиток системи глобальних фінансових дисбалансів. Зв'язок між ними та проблемою розчленування нейтральності монетарної політики впливає з того, що протилежні платіжні позиції не компенсують одна одну в аспекті попиту; фінансова глобалізація уможливорює покриття дефіциту, а реальна глобалізація,

створюючи дефляційне середовище, розриває зв'язок між нагромадженням резервів в країнах з платіжним профіцитом та інфляцією. В результаті процес пристосування до нового рівня світових цін, або у більш радикальній версії боротьба із надлишковим глобальним попитом задля обмеження глобальної інфляції чи гальмування передачі імпульсів із зростання цін первинних ресурсів на споживчі ціни перестає бути нейтральною щодо нагромаджених фінансових дисбалансів. Саме корекція монетарного курсу глобального рівня у формі окремих змін в монетарній політиці провідних економік чи у формі трансформації основ глобальних монетарних процесів запускатиме в дію механізм корекції глобальних фінансових дисбалансів. З огляду на те, що така корекція неможлива без змін у відсоткових ставках, валютних курсах та потоках капіталу, то і проблема експансії глобального попиту переростає в один з наріжних каменів проблеми забезпечення глобальної фінансової стабільності.

РОЗДІЛ 4

ЕВОЛЮЦІЯ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ: НОВІ ВИКЛИКИ ГЛОБАЛЬНІЙ СТАБІЛЬНОСТІ

4.1. Структурні зрушення у сфері фінансової глобалізації

На шляху до нової фінансової системи

Фінансова дерегуляція відновила траєкторію еволюції розвитку глобальних фінансових ринків. Перерваний двома світовими війнами та регулятивними проектами кейнсіанства, цей розвиток дуже часто набував неоднозначної форми прояву. Насамперед це стосувалося фінансово-кредитних стосунків у координатах “Північ-Південь”. Так само подих еволюції фінансів відчувався в динаміці американського фондового ринку, стрімкого розвитку німецької банківської системи, формування моделі “фінансових центрів” – міст, де концентрувалися валютно-фінансові операції, що обслуговували практично увесь світ. З іншого боку, обмеження на рух міжнародних капіталів аж ніяк не запобігли потрясінням європейської валютних стосунків наприкінці 1960-х. Криза бретонвудського устрою яскраво довела, що роль валютних курсів та потоків капіталу в процесах макроекономічної корекції та відновлення рівноваги явно недооцінена. Поступовий рух у бік зняття обмежень на рух капіталів призвів до виникнення нових явищ. Різке зростання обігів на валютних ринках, ринках акцій та облігацій, збільшення транскордонних операцій почало розглядатись як своєрідний відрив фінансових процесів від реальних процесів. Іншими словами, в дослідницькій практиці, особливо у 1990-х, коли експансія фізичних обсягів глобальних фінансових трансакцій становила різкий контраст з періодом десятилітньої давності, сформувався теза про формування відносно самодостатнього фінансового сектору, який відірвався від відтворювальних процесів²³⁷. Дані табл. 4.1., певною мірою, можуть вважатися такими, що підтверджують цю тезу.

²³⁷ Саме в такому контексті розуміються структурні зміни у сфері глобальних фінансів у таких працях: Шишков Ю. Мировая финансовая система: необходимость реформ // МЭиМО. 1999. – № 11. – С. 3–8; Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. – К.: ДрУк, 2001. – 320 с.

Таблиця 4.1.

**Зростання ключових фінансових активів та монетарних агрегатів,
1970-2004 рр. (середнє значення % ВВП для США, Німеччини,
Великої Британії, Японії, Франції, Італії, Канади, Нідерландів)**

	1970	1980	1990	2004
Цінні папери	100	90	180	350
Активи фінансових інститутів	100	130	200	290
Банківські активи	100	130	180	270
M3	100	110	120	150
M1	100	90	90	120
Готівка	100	60	65	90

Джерело: Schinasi G. Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice. – Wash., D.C.: IMF, 2005. – P. 7.

З табл. 4.1. видно, що фінансові агрегати у своєму зростанні починають суттєво випереджати монетарні, а саме примноження фінансових активів сформувало ситуацію, коли фінансове багатство у 2000-них роках в рази перевищує те, що було в 1970-х р. Приймаючи до уваги, що фінансова дерегуляція створила можливості для експансії фінансових ринків, а технологічні зрушення прискорили процеси фінансових трансформацій за рахунок виникнення відповідних інформаційних та телекомунікаційних систем, ранні дослідження дійсно могли сконцентруватися на тезі про відрив фінансового сектору від реального, про спекулятивну природу першого та невиправдану залежність другого від явищ, які з ним у чистому вигляді не пов'язані. Певною мірою таке розуміння було підкріплено виявленням неузгодженості поведінки валютних курсів з фундаментальними процесами. Розрив зв'язку між поточною курсовою волатильністю та динамікою фундаментальних макропроцесів²³⁸ почало сприйматися як формування системних рис “відриву”. Цьому також посприяли критичні праці багатьох знаних економістів, які наголошували на спекулятивному характері експансії глобальних фінансів та на їх глибокій дестабілізаційній природі, підтвердженням чого виступили валютні кризи 1990-х років²³⁹. Попри те, що такий підхід багато в чому спирається на

²³⁸ Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? // Journal of International Economics. – 1983. – № 14. – P. 3–24.

²³⁹ Стиглиц Дж. Многообразные инструменты, шире цели: движение к поствашингтонскому консенсусу // Вопросы экономики. – 1998. – № 8. – С. 4–34; Стиглиц Дж. Глобализация та її тягар / Пер. з англ. – К.: Вид. дім “КМ Академія”, 2003. – 252 с.; Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С. 56–84; Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. – К.: Основи, 1999. – 259 с.; Сорос Дж. О глобализации / Пер. с англ. – М.: Эксмо, 2004. – 224 с.; Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – 306 с.

необхідність забезпечення глобальної фінансової стабільності, оскільки спекулятивний характер фінансових ринків є їй перманентним викликом, він ігнорує ряд монетарних та структурно-фінансових проблем.

Щодо монетарного аспекту, то більшість криз 1990-х років на загал були обумовлені контрадикторними макроекономічними цілями. Фіксованоорієнтовані курси та монетарна експансія, помножена на бюджетні дефіцити і зовнішній приплив короткострокового капіталу, в сукупності створювали сприятливі передумови для спекулятивних настроїв. Це стосується як проблеми завищених процентних ставок, що впливає з необхідності підтримання відносно фіксованих курсів, так і проблеми неефективності стерилізації припливу спекулятивних капіталів. Розігрів внутрішнього споживання та тиск на валютний курс з боку припливу капіталу послаблювали впевненість інвесторів у стабільності платіжного балансу та перспективах повернення валютної доходності. В результаті валютна криза виявилась природним наслідком нерозуміння того, що макроекономічну стратегію не можна будувати на тому, наскільки успішною в короткостроковому періоді буде стерилізація припливу капіталів²⁴⁰.

Фінансово-структурний вимір цієї проблеми відображає ширшу палітру трансформаційних процесів. Можна навіть сказати, що суперечливі монетарні цілі в поєднанні з волатильними потоками капіталів, результуючи у валютних кризах, виступили в ролі навчальної адаптації до ранньої форми фундаментальної трансформації усієї глобальної фінансової системи. Те, що це було саме поступове пристосування до нових глобальних умов, підтверджують докорінні реформи центральних банків та монетарної політики, що були започатковані розвинутими країнами і поширилися на країни з ринками, що виникають, та більшість країн, що розвиваються. Так, зростання волатильності капіталів разом із експансією фінансового сектору дійсно виступили першою генерацією структурних змін у сфері глобальних фінансових трансформацій.

Однак в основі таких структурних змін є перехід від регульованої банківсько-кредитної системи глобальних фінансів з яскраво вираженим акцентом на взаєминах “Північ-Південь” до ринкової моделі, притаманної

²⁴⁰ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – P. 1–61. Більш конкретні випадки трансформаційних економік в цьому контексті описані нами у: Козюк В. В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. – Тернопіль: Астон, 2001. – 300 с.

англосаксонським країнам, тільки вже у глобальних масштабах та з відсутністю чіткого географічного вектора, на заміну якого тепер претендує глобальна сегментація ринків та інструментів за ступенем ризику та доходності. Одними з перших, хто висунув ідею глибших трансформаційних процесів у сфері фінансової системи були Т. Падоа-Сціоппа та Ф. Саккоманні. Згідно з ними такі структурні зміни відображають перехід від фінансової системи, що керується урядом (*government-led financial system*), до фінансової системи, в основу функціонування якої покладена ринкова активність (*market-led financial system*)²⁴¹. Міжнародний вимір цих категорій є важливим аспектом їх етимології, оскільки перший випадок, як явище, постав у рамках централізовано керованої системи міжнародних валютно-фінансових відносин. Іншими словами, це перехід від регульованої фінансової системи із значним вмістом урядової активності, до системи, що базується на ринковому саморегулюванні, яке не означає скасування регуляції як такої, а переносить її у площину ринкових рівноважних процесів. Це суттєво відрізняється від тієї системи, яка була спроектована за часів кейнсіанського панування, в рамках якого були розроблені теоретичні, макроекономічні та технологічні засади фінансової репресії, тобто сукупності заходів, спрямованих на контроль за рухом процентних ставок, секторної алокації ресурсів, спрямування потоків капіталу між країнами тощо²⁴². З огляду на те, що з інституціональної точки зору функціоналізація такої системи найпростіше була би реалізована через діяльність банків, зокрема державних, то, відповідно, кейнсіанськоорієнтована модель фінансової системи базувалась на банках. З цих міркувань є природними сучасні трансформації, які передбачають послаблення ролі банків та підвищення значення ринків у рамках фінансової системи.

Важливим моментом, що підтверджує такий трансформаційний рух є те, що яскравою ознакою регульованої банківсько-кредитної системи були майже іманентні боргові кризи країн третього світу, які перекидались на розвинуті країни у формі криз ліквідності. Саме в такому контексті розглядаються глобальні фінансові проблеми практично увесь

²⁴¹ Padoa-Schioppa T., Saccomanni F. Managing a Market-led Global Financial System // Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods. – Wash. (D.C.): IIE, 1994. – P. 235–268.

²⁴² Детальніший аналіз впливу фінансової репресії на монетарну політику та її наслідки для викривлення макрофінансових процесів див. у нашій праці.: Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 46–90.

період до кінця 1990-х років. Країни, що розвиваються, мають несприятливі умови торгівлі, внаслідок чого стикаються з хронічною проблемою дефіциту платіжного балансу. В сукупності з необхідністю здійснення масштабних інвестицій в умовах нестачі капіталу та перенасиченості фактором праця вони стають позичальниками зовнішніх ресурсів, переобтяжуючи себе зовнішніми боргами, неспроможність повернути які ускладнює циркуляцію активів та пасивів у глобальних масштабах²⁴³. Звідси борговий фактор став визначальною рисою функціонування цієї системи, а нагромаджені величезні боргові зобов'язання стали викликом макроекономічній стабільності саме в період, на який починає припадати яскрава фаза переходу до інших якостей – до появи рис нової системи, з мобільними капіталами, гнучкими процентними ставками, виникненням глобальних рівноважних процесів тощо. Прикметним є те, що навіть більшість криз 1990-х, окрім азійського випадку, були кризами, пов'язаними з державною заборгованістю. Це стосується і Мексики у 1994 році, і Росії у 1998, і Бразилії та Румунії у 1999, і Аргентини та Туреччини у 2001 р.

Що ж до становлення ринкової (*market-driving system*), то вже наприкінці 1960-х років почали даватися ознаки її перші ознаки: формування ринку євровалют, валютні спекуляції та арбітражні операції тощо. Це дало можливість М. Фрідмену констатувати її більшу подібність до тої фінансової системи, яка мала місце до Другої світової війни²⁴⁴. Ця теза також підтверджується і в інших дослідженнях²⁴⁵, що говорить про те, що сучасний варіант ринкової глобальної фінансової системи повертається на перервану траєкторію розвитку, але вже в інших якостях. Ці нові якості пов'язані з: примноженням кількісних можливостей, що конвертуються, власне, у якісні зміни, тобто з технологічними зрушеннями в інформаційному забезпеченні глобальних фінансових трансакцій; трансформацією вихідних передумов поведінки глобальних інвесторів та зміни “бази інвесторів” (*investors base change*), тобто зміни інституціонального формату глобальних інвестиційних процесів. Як

²⁴³ Кузнецов В. Мировая валютная система капитализма: под знаком «долгового» кризиса. – М.: Финансы и статистика, 1990. – 144 с.; Федякина Л. Н. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. – М.: Дело и Сервис, 1998 – 304 с.; Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. – М.: Экономика, 2000. – 324 с.; Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 238 с.; Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.

²⁴⁴ Фрідмен М. Роль монетарної політики // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 131.

²⁴⁵ White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 2–3.

наслідок, сучасна трансформація глобальної фінансової системи має подвійний вплив на глобальну фінансову стабільність. По-перше, внаслідок структурних змін. По-друге, через кон'юнктурний аспект прояву наслідків таких структурних змін, наприклад через панівне ставлення до ризику серед глобальних інвесторів. З цих міркувань сам характер структурних трансформацій привносить у формат глобальної стабільності як системну, так і операційну вразливість. Більше того, адаптація до таких змін також перетворюється на форму, що визначає структурні параметри трансформацій (наприклад це стосується доларизації чи зростання значення боргових інструментів у національній валюті з країн з ринками, що виникають, які обертаються на глобальному ринку тощо).

Однак і структурні, і кон'юнктурні аспекти впливу трансформації глобальної фінансової системи на глобальну фінансову стабільність опосередковуються спільним фактором – зростанням частки міжнародної фінансової діяльності та посиленням глобальної фінансової інтеграції. Відповідно, кожна з характерних структурних змін пов'язана з посиленням процесів міжнародної діяльності та фінансової інтеграції, що має прямі наслідки для глобальної фінансової стабільності. Останнє пов'язано з тим, що:

- вирівнювання процентних ставок внаслідок глобальної інтеграції у реальному секторі ускладнює процеси фінансової диференціації, а зниження загального рівня процентних ставок внаслідок їх вирівнювання та нівелювання інфляційних надбавок спонукає до заохочення ризикової поведінки та проблеми пошуку дохідності;

- зростаючі масштаби закордонної діяльності модифікують макроекономічні процеси за рахунок посилення значення ефектів доходу, які актуалізуються внаслідок зовнішніх змін;

- трансмісія шоків не завжди може бути компенсована перевагами від розподілу ризику;

- глобальна диверсифікація, дедалі більше стаючи ендегенною, затребує перманентного розширення кола доступних фінансових інструментів, внаслідок чого загальний рівень якості активів, включених у межі допустимих портфелів, може знижуватись, тим самим провокуючи підвищення системного ризику;

- розширення можливостей у сфері мобільності капіталу дозволяє розтягувати у часі процеси пристосування платіжних балансів до

нових рівноважних умов, підвищуючи глобальну вразливість завдяки примноженню фінансових дисбалансів та загострюючи значення ставлення інвесторів до ризику в системі макроекономічних корекцій;

- фінансова консолідація загострює конкуренцію у сфері надання фінансових послуг, примножуючи ризик та невизначеність подальшої алокації активів;

- зростаюче значення інституціональних змін у сфері глобального фінансового посередництва актуалізує проблему відмінних інвестиційних стратегій. Це стосується як центральних банків, що нагромадили значені резерви, та державних стабілізаційних чи інвестиційних фондів, так і приватних інституцій, що дедалі активніше втягуються у транскордонну діяльність;

- зростаюча інтеграція фінансового сектору та фінансів домогосподарств створює передумови для того, що споживча функція вже на самому низовому рівні стає залежною від фінансових процесів. А якщо сюди додати зростаюче значення міжнародної діяльності самого фінансового сектору, то звідси випливає, що і глобальна фінансова стабільність стає фундаментальним елементом формування конфігурації такої функції. І чим більшою мірою фінансові системи інтегруються, з одного боку, і чим більшою мірою трансформації національних фінансових систем інтегруються з фінансами домогосподарств, з іншого боку, тим більшою мірою стан глобальних фінансів впливатиме на мікропроцеси через зміни, які відбуваються на мікрофінансовому рівні, тим самим віддзеркалюючи глибину та всеосяжність свого впливу;

- різні швидкості трансформації національних фінансових систем розшаровують глобальний монетарний та фінансовий простір за ступенем характеру пристосування до шоків та джерел генерування дисбалансів тощо.

Що ж до самих структурних змін, то тут можна виділити: зростаюче значення закордонної діяльності та глобальну інтеграцію в реальному секторі; фінансову консолідацію та концентрацію; послаблення ефекту домашнього зміщення (*home bias effect*) та зростаючу міжнародну активність фінансових інституцій; експансію активів фінансових компаній; трансформацію фінансових систем країн з ринками, що виникають тощо.

Зростання закордонної діяльності та вирівнювання процентних ставок

Зростання закордонної діяльності відображається у експансії зовнішніх позицій країн, тобто – у збільшенні фінансових активів та зобов'язань. У випадку, коли така експансія стосується одразу багатьох країн, з'являються передумови для перехресного володіння ними різними країнами. Так, у випадку зростаючого значення транскордонного володіння акціями спостерігається процес реальної інтеграції, оскільки за таким володінням приховуються інвестиції у корпоративні права. У випадку зростаючого значення транскордонного володіння інструментами з фіксованим доходом спостерігається процес інтеграції у сфері руху позичкового капіталу. В обох випадках рівень фінансової інтеграції зростає, оскільки циркуляція обох видів фінансових інструментів передбачає функціонування фінансових ринків у глобальних масштабах.

На думку дослідників з МВФ, експансія зовнішніх позицій країн на сьогодні стає провідним індикатором фінансової інтеграції та, власне, рівня розвитку фінансової глобалізації²⁴⁶. У свою чергу, теоретичним підґрунтям для цього послужили дослідження Ф. Лейна та Ж.-М. Мілеси-Ферретті²⁴⁷. Так, якщо величина зовнішніх активів розвинутих країн у 1980 р. становила 2287 млрд. дол. США, то вже на середину 2000-х років – 36039 млрд. При цьому, зростання обсягів зовнішніх зобов'язань за відповідний період відбулося ще істотніше: з 2485 млрд. дол. до 39039 млрд. У розрізі розвинутих країн ситуація наступна. Для США за відповідний період активи становили 584 млрд. та 7680 млрд., а пасиви – 525 млрд. та 10476 млрд. У випадку Європи, відповідно, активи становили 1474 млрд. та 24311 млрд., а пасиви – 1578 млрд. та 24790 млрд. дол. США. Тут можна побачити, що у 1980 США мали позитивну чисту зовнішню позицію, тобто були значним експортером капіталу. На середину 2000-х років ситуація змінилась. Чиста зовнішня позиція США стала від'ємною, її обсяг перевищує від'ємне значення чистої зовнішньої позиції Європи. Тоді як остання стартувала з від'ємного значення чистої зовнішньої позиції, але зберегла більш збалансовані зовнішні активи та зобов'язання, що суттєво контрастує із випадком США.

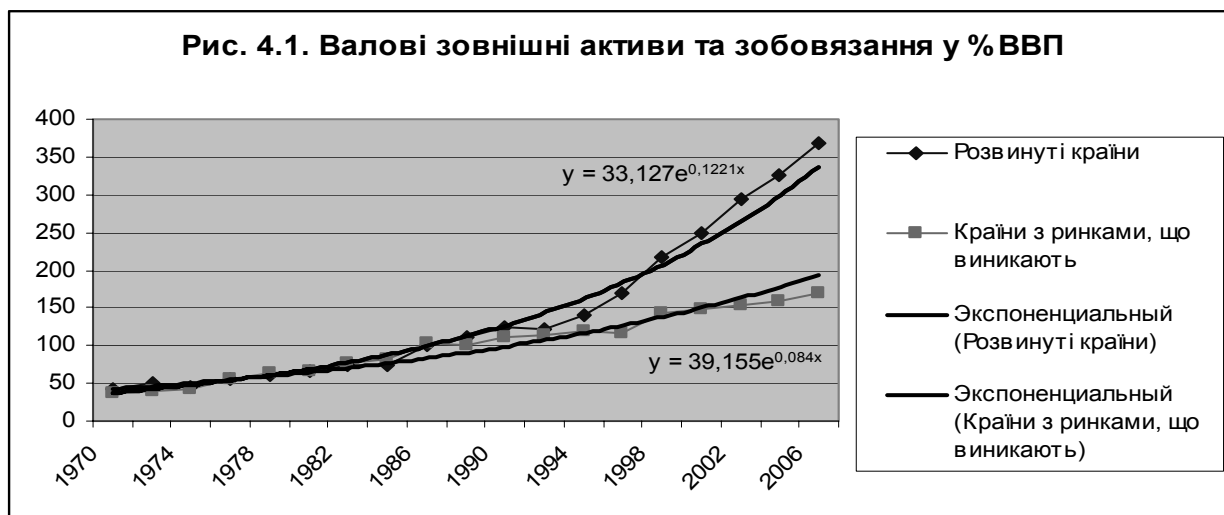
²⁴⁶ Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109–156.

²⁴⁷ Lane Ph., Milesi-Ferretti J.-M. A Global Perspective on External Positions // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/161. – P. 1–43.

Стосовно країн з ринками, що виникають, то експансія їх зовнішніх позицій в загальному має подібний зростаючий тренд, але саме зростання суттєво поступається розвинутих країнам. Якщо у 1980 р. величина зовнішніх активів таких країн становила 114 млрд. дол. США, а пасивів 552 млрд., то вже на середину 2000-х років, відповідно, 1849 млрд. та 4208 млрд. Кидається в очі, що у випадку розвинутих країн експансія зовнішніх активів та пасивів відносно збалансована, тобто чиста зовнішня позиція становить незначну частку самого обсягу чи то активів, чи то зобов'язань. У випадку ж країн з ринками, що виникають, ситуація відмінна. Як на початок 1980-х, так і на середину 2000-х зовнішні зобов'язання у декілька разів перевищують зовнішні активи. Однак в розрізі окремих регіональних груп таких країн ситуація не виглядає однорідною. Це яскраво простежується на прикладі країн Азії та Латинської Америки. У першому випадку, активи за аналогічний період становили 28 млрд. та 1193 млрд., а пасиви 138 млрд. та 2116 млрд., тоді як у другому, – активи 55 млрд. та 386 млрд., а пасиви – 267 млрд. та 1310 млрд. З цього видно, що у випадку країн Азії зовнішня позиція більш збалансована, але це відбувається за рахунок того, що приріст зовнішніх активів також суттєвий, що свідчить про значні транскордонні запозичення та інвестиції, тоді як латиноамериканські країни набагато більше позичають, ніж інвестують, внаслідок чого їхня чиста зовнішня позиція не виглядає такою збалансованою²⁴⁸.

Експансія зовнішніх позицій щодо ВВП засвідчує те, що глобальні фінанси стають реальною домінантою економічного розвитку. Алокаційна ефективність економіки дедалі більше залежить від того, як циркулює інвестиційний та позичковий капітал в глобальних масштабах. Це обумовлено тим, що співвідношення між валовими зовнішніми активами і зобов'язаннями та ВВП зростає експоненціально (рис. 4.1. (обраховано за: Lane Ph., Milesi-Ferretti G. M. *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004* // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/69. – P. 35.)).

²⁴⁸ Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 112.



Як видно з рис. 4.1., початкові обсяги валових зовнішніх активів та зобов'язань щодо ВВП у розвинутих країнах та в країнах з ринками, що виникають, були приблизно однаковими. В окремі періоди до 1988 р. цей показник інколи був вищим у країнах, що розвиваються. Таку ситуацію можна пояснити наявністю обмежень на рух капіталу, що характерно для більшості країн загалом, при тому, що саме країни, які розвиваються, здійснювали у цей період значні зовнішні запозичення. Фінансова дерегуляція змінила картину. В розвинутих країнах розпочався та згодом інтенсифікувався процес транскордонного переливу капіталів, тоді як інша група країн почала суттєво відставати, оскільки приплив капіталів і подальша експансія боргів були обмежені суперечливою макроекономічною ситуацією та повільними структурними зрушеннями, спрямованими на адаптацію до більш ліберальних умов функціонування економіки. Середина 1990-х років стала своєрідним вододілом. Збільшення валових активів та пасивів у розвинутих країнах як відсоток ВВП почало суттєво випереджати аналогічний показник для країн з ринками, що виникають. Це відображає те, що обсяги закордонної діяльності розвинутих країн почали суттєво випереджати аналогічні тенденції у решті світу, посилюючи відносно нерівномірний розвиток глобалізації. Однак в обох випадках зростання цього показника, хоч і відрізняється швидкістю, втім є експоненціальним. Саме таке прискорене збільшення ваги закордонної діяльності на одиницю створеного ВВП відображає трансформацію структури інтеграційних процесів. Фінансова інтеграція йде пліч-о-пліч із реальною інтеграцією, внаслідок чого твердження про відрив фінансового сектору від реального стають невідправданими. Змінюється характер взаємодії між ними, що відповідає

логіці становлення глобальної фінансової системи ринкового типу, функціонування якої, власне, і забезпечує інтеграцію між секторами, але у транскордонному форматі.

Іншим аспектом цього явища є вирівнювання норм дохідності на капітал. Оскільки ставки ринку капіталу вловлюють цю тенденцію, вони починають швидше вирівнюватись, ніж ставки грошового ринку, на які має вплив центральний банк²⁴⁹. Рис. 4.2. демонструє цю тенденцію. Дисперсія довгострокових ставок розвинутих країн знижується швидше, ніж дисперсія короткострокових.



Примітка: Обраховано на основі даних ОЕСР за відповідні роки. OECD Economic Outlook. Annex. // www.oecd.org.

Тенденція до швидкого вирівнювання довгострокових ставок, у свою чергу, суттєво ускладнює спроможність центральних банків впливати на динаміку реального ВВП через інструменти впливу на сукупний попит. Це означає, що значення глобальних факторів економічної динаміки починає виходити на передній план, що посилює потенційну вразливість до глобальних дестабілізацій.

З іншого боку, зниження варіативності довгострокових ставок у розрізі країн внаслідок вирівнювання норм дохідності на капітал актуалізує трансформацію факторів формування структури самих процентних ставок. Глобальна інтеграція у реальному секторі спонукає до посилення значення шоків секторного характеру²⁵⁰. Підвищення значення

²⁴⁹ Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 51–61.

²⁵⁰ Brooks R., Del Negro M. A Latent Factor Model with Global, Country, and Industry Shocks for International Stock Returns // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/52. – P. 3–21.

секторних факторів формування доходів на фінансовому ринку також ускладнює можливості цілеспрямованої корекції макропроцесів, разом підвищуючи вразливість до тих чи інших екзогенних тенденцій. Структурні зрушення чи кон'юнктурні зміни попиту на продукцію певного сектору стають глобально значимими з тої точки зору, що вони впливають на такий сектор загалом, незалежно від його географічного розташування чи належності до власності того чи іншого резидентського статусу.

Фінансова консолідація

Загалом, процес фінансової консолідації, опосередковуючись злиттями та приєднаннями, демонструє довгострокову тенденцію зміни рівнів конкуренції та, відповідно, рівнів операційної активності. Відкриття кордонів для руху товарів та капіталів одразу поставило питання про те, що конкуренція перестала бути феноменом певного локалізованого ринку і переросла етап конкуренції між виробниками та оферентами послуг з різних країн. Формування глобального бізнес-ландшафту перевело на глобальний рівень конкурентну боротьбу, відгуком на що стали масштабні злиття і приєднання (табл. 4.2.).

Таблиця 4.2.

Злиття і приєднання у фінансовій індустрії

Операції	1996	1998	2000	2002	2004	2006
	Млрд. дол. США					
Розвинуті країни	76,4	477,5	459,5	215,0	442,1	778,5
З них транскордонні	0,3	8,3	56,2	93,1	117,9	273,8
Решта світу	2,7	23,7	42,5	44,1	57,3	124,1
З них транскордонні	0,0	0,0	8,5	17,6	22,2	85,6
Разом	79,1	501,2	502,0	259,1	499,4	902,5
З них транскордонні	0,3	8,3	64,8	110,6	140,1	359,5
Транскордонні операції в % від загального обсягу						
Розвинуті країни	0,3	1,7	11,2	35,9	23,6	30,3
Решта світу	0,0	0,0	1,7	6,8	4,5	9,5
Разом	0,3	1,7	12,9	42,7	28,1	39,8

Джерело: The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter III. – P. 99.

Як видно з табл. 4.2., обсяги злиттів та приєднань у фінансовій індустрії за останні десять років зросли у понад 10 раз. Ця тенденція

однаково стосується розвинутих країн і решти світу, хоча у випадку перших обсяги фінансової консолідації суттєво перевищують ті, які є в країнах з ринками, що виникають, та тих, що розвиваються. Найбільш прикметно те, що в основі динаміки цих операцій простежується транскордонний фактор. Якщо транскордонний характер усіх злиттів і приєднань у 1996 році становить тільки 0,3%, то у 2006 р. – 39,8%, а в 2002 р. сягнув найвищого значення – у 42,7%. Проте транскордонні операції зі злиття та приєднання яскравіше виражені у випадку розвинутих країн. Це явище відображає те, що в основі цих процесів простежується намагання трансформувати бізнес, підвищуючи його конкурентоспроможність у глобальних масштабах. При цьому досягається розширення діяльності, забезпечення трансферу знань та ланцюга створення цінностей, досягнення економії на масштабі. Однак найбільш суттєвим фактором транскордонних доміант фінансової консолідації є намагання географічного розширення джерел формування капіталу та інших пасивів, диверсифікації ризиків та захоплення нових ринків, які би створювали можливості швидкого нарощування прибуткових активів. Саме міжнародний формат діяльності дозволяє це реалізувати повною мірою, внаслідок чого формується нове явище, а саме – глобалізація інституцій, джерелом якої є аналізовані операції, внаслідок реалізації яких відбувається виникнення глобально значимих фінансових інститутів²⁵¹. О. Рудін також зазначає, що доміантним трендом трансформації фінансових посередників є транскордонна консолідація, яка підсилюється консолідацією банків та консолідацією в розрізі категорій фінансових операцій²⁵². В сукупності, це призводить до того, що транскордонний формат діяльності розвивається пліч-о-пліч з інтеграцією фінансових продуктів та концентрацією банківського капіталу.

Інший аспект фінансової консолідації – експансія закордонного банківського та пара-банківського капіталу на ринки, що виникають. Ця тенденція є своєрідним заміщенням прямого банківського кредитування закордонних клієнтів у цій групі країн. Приймаючи до уваги те, що прямі запозичення з-за кордону для таких країн пов'язується зі збільшенням валютного ризику і можуть супроводжуватись застосуванням тих чи інших регулюючих адміністративних кроків з боку центробанків, а також

²⁵¹ The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter III. – P. 98–100.

²⁵² Ruding O. The Transformation of the Financial Services Industry // Financial Stability Institute Occasional Paper. – 2002. – № 2. – P. 1–30.

враховуючи ризики дефолту внаслідок макроекономічних негараздів чи раптових зовнішніх шоків, пряму участь на фінансовому ринку можна вважати кращою стратегічною альтернативою. Це вже позначилось на тому, що частка транскордонних вимог іноземних банків у структурі кредиту приватному сектору зменшилась в Азії з 5% у 1995 р. до 2,6% у 2006 р., в Латинській Америці, відповідно, з 20% до 12%, і тільки у Центрально-Східній Європі зросла з 11% до 22%. Внутрішні вимоги іноземних банків за цей період у структурі кредиту приватному сектору зменшились тільки в Азії (з 14% до 12%), а в Латинській Америці та Центрально-Східній Європі збільшились, відповідно, з 42% до 51% та з 29% до 70%²⁵³. Подібна тенденція простежується і на прикладі більш агрегованих даних. Так, за останні п'ять років транскордонні вимоги банків у розвинутих країнах у структурі загальних вимог зменшились з 72% до 67%, а в решті країн – з 72% до 56%²⁵⁴. Що ж до частки банківських активів, якими володіють банки із закордонним капіталом, то вона збільшилась практично в усіх регіонах світу (табл. 4.3.). Найбільш суттєве зростання припадає на постсоціалістичні країни, що пов'язується з євроінтеграцією та відповідною експансією західноєвропейського фінансового капіталу на ринки нових членів ЄС, які вже підпадають під багато з регулюючих європейських директив, але зберігають вищі темпи економічного зростання, ніж решта країн-учасниць.

За таких обставин трансформується природа багатьох складових елементів фінансової глобалізації:

- змінюються фінансові потоки, які в рамках придбання або участі в банківському капіталі кваліфікуються як прямі інвестиції, тобто операції, що не збільшують борги;
- вивіз капіталу стає формою участі, а не формою фінансових вимог;
- процес фінансової консолідації за рахунок експансії на нових ринках виконує інтеграційну роль. Такі ринки перетворюються на системний елемент глобальної мережі перехресного володіння активами та зобов'язаннями тощо.

²⁵³ The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter III. – P. 101.

²⁵⁴ Cumming C. Review of Recent Trends and Issues in Financial Sector Globalization // Financial Globalization // BIS Papers. – 2006. – № 32. – P. 13.

Таблиця 4.3.

Закордонне володіння банківськими активами за регіонами

	1995			2005		
	Банківські активи, млрд. дол. США	З них, які у володінні закордонного капіталу	Частка, %	Банківські активи, млрд. дол. США	З них, які у володінні закордонного капіталу	Частка, %
Усі країни (105)	33169	5043	15	57165	13039	23
Північна Америка (2)	4467	454	10	10242	2155	21
Західна Європа (19)	16320	3755	23	31797	9142	29
Східна Європа (17)	319	80	25	632	369	58
Латинська Америка (14)	591	108	18	1032	392	38

Продовження табл. 4.3.

Африка (25)	154	13	8	156	12	8
Близький Схід (9)	625	85	14	1194	202	17
Центральна Азія (4)	150	3	2	390	9	2
Східна Азія та Океанія (13)	10543	545	5	11721	758	6

Джерело: The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter III. – P. 101.

Така трансформація створює позитивні моменти. Консолідовані глобальні компанії мають високий рівень капіталізації, який часто сприймається як такий, що приносить додаткові переваги, порівняно з оцінкою вартості компаній, які мають диверсифіковані сфери діяльності. Внаслідок цього з'являються додаткові можливості залучення дешевших ресурсів, які потім спрямовуються на найбільш перспективні ринки, підтримуючи на них кон'юнктуру. Глобальні компанії меншою мірою залежать від шоків однієї країни чи декількох країн. Внаслідок цього рівні їхньої капіталізації менш волатильні, а довіра інвесторів висока. Від цього також виграють і приймаючі країни, оскільки їхні фінансові установи стають елементом більш стабільної фінансової структури, ніж кожна окремо національна компанія. Розширення діяльності в глобальних масштабах тягне за собою розвиток перестрахових операцій. Можливості хеджувати ризики на глобальному ринку опосередковано експортуються в країну – об'єкт експансії. Це саме стосується доступу до ресурсів та

технологій фінансового менеджменту. У першому випадку відбувається своєрідний експорт можливостей залучати ресурси в глобальних масштабах, у другому – поширювати передовий управлінський досвід. Фінансова консолідація дає змогу подолати кредитний цикл, або цикл процентних ставок в одній країні, тим самим підвищуючи алокаційну ефективність усієї глобальної системи²⁵⁵.

Разом з тим, зазначена структурна зміна у сфері глобальних фінансів породжує загрози глобальній стабільності.

А) Ускладнення ризик-менеджменту може бути критичним, внаслідок чого та чи інша турбулентність на ринках передаватиметься усій структурі. Найбільш проблематичним аспектом цього явища є те, що глобальна структура, яка має відносно уніфіковані стандарти менеджменту та стратегії щодо управління активами та пасивами, функціонує у мультивалютному світі, який залишається поділеним на часові пояси. Останнє є проблемою як з точки зору ефективного управління складними процесами в екстрених умовах, так і з точки зору поширення інформації про проблему. Завершення робочого дня на одному ринку із проблемою означає початок робочого дня на іншому ринку з реакції на неї. Це породжує ланцюгову реакцію у вигляді спекулятивних настроїв, що призводить до підвищення волатильності рівня капіталізації, чи навіть волатильності сегмента ринку загалом. Багаточасова роздільність компанії в складні епізоди є “лезом з двома гострими краями”. Відмінність часових поясів ускладнює процес управління, і ця ж відмінність поглиблює проблему через перенесення її з ринку на ринок.

Б) Інституціональна глобалізація, як вже зазначалось, іде шляхом консолідації сфер діяльності та злиття банківської і пара-банківської систем²⁵⁶. Це породжує проблему адекватних підходів до оцінки бізнесу, внаслідок чого рівень капіталізації такої глобальної компанії може не відповідати відносно об’єктивному набору критеріїв щодо того, чи є фірма переоцінена, чи недооцінена. Рух навмання в цьому випадку, знову таки, підвищує флуктуації вартості компаній, потенційно дестабілізуючи ціни на решту фінансових активів.

В) Залишається невизначеним, чи призводить транскордонна диверсифікація фінансових установ до підвищення індивідуальних та

²⁵⁵ The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter III. – P. 106–107.

²⁵⁶ Ruding O. The Transformation of the Financial Services Industry // Financial Stability Institute Occasional Paper. – 2002. – № 2. – P. 1–30.

системних ризиків фінансової стабільності. З одного боку, інституціональна глобалізація підвищує рівень менеджменту та капіталізації. Це позитивно позначається на стабільності в розрізі індивідуальних рівнів транскордонних компаній. Однак це не виключає того, що у випадку присутності на багатьох структурно та циклічно пов'язаних між собою ринках компанія не зазнає труднощів відповідно до того, як їх зазнає значна кількість складових. Втім, обрахунок показника «очікуваних втрат на 100 доларів портфеля великого банку, що здійснює міжнародну діяльність, за мінусом очікуваних втрат на 100 доларів портфеля усіх великих банків» демонструє, що він суттєво зріс з початку 1990-х років. Якщо у 1993 році він становив -1 (що можна пояснити кризою, яку зазнавала Європейська валютна система), то, починаючи з 1998 року, він коливається на рівні 0,25-0,5²⁵⁷. Такі дані підтверджують наявність певного запасу міцності у глобальних фінансових компаній, однак не спростовують того, що у випадку проблем у них, дестабілізації можуть зазнати ринки багатьох країн одразу, що може похитнути глобальну фінансову стабільність. Криза, яка розпочалась у 2007 р., підтвердила це припущення.

Г) З останнім щільно пов'язана проблема взаємозв'язку між експансією фінансової глобалізації та кореляції ринків. І теоретично, і фактично фінансова глобалізація за рахунок переливів капіталу та транскордонної діяльності глобальних структур суттєво впливає на підвищення корельованості ринків чи активності у певних секторах. З цих міркувань підвищується ризик корельованих дестабілізацій окремих складових компанії, знижуються вигоди від диверсифікації і, що найголовніше, підвищується схильність до ризику. Це явище можна пояснити, виходячи як з тієї точки зору, що відносно вирівнювання норм доходності внаслідок мобільності капіталів штовхає до пошуку альтернативних можливостей формування активів, так і з тієї точки зору, що усвідомлення зниження переваг від диверсифікації потребує компенсації у вигляді отримання додаткових спекулятивних прибутків. За рахунок цього інституціональна глобалізація у фінансовому секторі може загрожувати глобальній стабільності з міркувань підвищення системного толерантного ставлення до ризикової поведінки. Іншим боком цього може виступити проблема поширення фінансової інфекції (*financial contagion*).

²⁵⁷ The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter III. – P. 109–110.

Більш ризикована поведінка не виключає більш холеричного намагання запобігти проблемі в разі її виникнення. Наявність стадної поведінки та інших імперфекцій на глобальних ринках (асиметрія інформації, моральний ризик тощо) тільки загострює проблему поширення криз в разі фінансових потрясінь. Дані у табл. 4.4. підтверджують цю позицію.

Таблиця 4.4.

Поширення фінансової інфекції у банківському секторі

Джерело шоку	2000–2003			2003–2006		
	Поширення фінансових стресів у банки					
	Континентальної Європи	Великої Британії	США	Континентальної Європи	Великої Британії	США
Континентальна Європа	14	11	7	17	11	6
Велика Британія	4	17	6	19	17	6
США	2	0	17	7	6	23

Джерело: The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter III. – P. 113.

Із даних табл. 4.4. видно, що відбувається певне “домашнє зміщення” у поширенні фінансових стресів. Однак останні роки характеризуються тим, що їх загальна кількість суттєво збільшилась, порівняно з початком 2000-х років. З іншого боку, таке “домашнє зміщення” є відображенням того, що шоки мігрують швидше там, де спостерігається щільніша інтеграція. З цього можна зробити висновок, що подальше прогресування інтеграції фінансових ринків за рахунок фінансової консолідації може актуалізувати проблему підвищення системного ризику. У випадку, коли поширення фінансових інфекцій співпадає у часі за кількома напрямками і торкнеться брендів глобальних компаній, то рівень глобальної фінансової нестабільності може сягнути кризового.

Д) Фінансова консолідація сприяє розхитуванню цін на активи. Особливо це стосується приймаючих країн. Можливості абсорбування глобальних заощаджень дають змогу суттєво вплинути на експансію внутрішньої кредитної діяльності в межах окремої національної економіки. Це зумовлює розширення попиту, насамперед, на реальні та фінансові активи. Злет їхньої вартості дуже часто кореспондує з підвищенням рівня припливу капіталів. Окрім того, що це і так спонукає до дестабілізації ситуації за рахунок злету та падіння відповідних цін, такі

явища можуть заохочувати суттєве збільшення попиту на імпорт та завищення курсу національної грошової одиниці. Співпадіння в часі корекції цін на активи, наприклад, внаслідок виходу частини капіталів за кордон, з дефіцитом платіжного балансу може перерости у валютно-фінансову кризу. Остання по каналах поширення фінансової інфекції може вразити значну кількість країн, загрожуючи глобальній фінансовій стабільності.

Послаблення ефекту домашнього зміщення та зростання значення міжнародної діяльності фінансових установ

Ефект домашнього зміщення відображає перевагу володіння та інвестування у фінансові інструменти національного походження навіть попри те, що міжнародна диверсифікація могла би підвищити добробут інвестора з точки зору доступної комбінації ризику та доходності. Виявлення цього ефекту стало певною несподіванкою для тих теоретиків, які обґрунтовували швидкий розвиток процесів глобальної фінансової інтеграції. Основна ідея тут полягає в тому, що перевага інвестування в національні активи ставить під сумнів доктринальну позицію про те, що зняття обмежень на рух капіталу автоматично призведе до підвищення алокаційної ефективності на фінансових ринках та врівноважить процентні ставки²⁵⁸. В силу актуальності цього ефекту глобальна фінансова система повинна розглядатись як фрагментаризована за національною ознакою, а інтеграція фінансових ринків – як певна теоретична модель, яка не може бути основою вироблення рішень у сфері макроекономічної політики. Більше того, зміщення на користь володіння національними фінансовими інструментами йшло у розріз із експансією фінансового сектору загалом та транскордонних операцій зокрема. Наприклад, окремі економісти наявність цього ефекту відносять до так званих “загадок глобалізації”, коли одні дані свідчать на її користь, а інші – ні²⁵⁹. Послугуючись таким підходом, П. Герст та Г. Томсон також доводять, що з середини 1980-х до початку 1990-х років попри глобальну тенденцію до лібералізації потоків капіталу не відбулося суттєвого підвищення частки володіння закордонними фінансовими інструментами. Це стосується володіння іноземними цінними паперами в активах

²⁵⁸ French K., Poterba J. Investor Diversification and International Equity Markets // American Economic Review. – 1991. – Vol. 81. – P. 222–226.

²⁵⁹ Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // Вопросы экономики. – 1999. – № 6. – С. 123–135.

фінансових установ, інтернаціоналізації вкладів у пенсійних фондах, іноземних активів та пасивів як частки активів комерційних банків, процентних часток фінансових активів у володінні домашніх господарств, що тримаються в закордонних акціях і облігаціях. Відповідно, попри певну тенденцію до посилення інтернаціоналізації за відповідний період спостерігається збереження поділу на більш закриті та більш відкриті фінансові системи, що ставить питання про сумнів у експансії глобалізації²⁶⁰.

Інший аспект цієї проблеми піднімає А. Амір та П. Бергін. Вони констатують, що характер визначення витрат, пов'язаних з трансакціями на глобальному ринку має суттєве значення для того, в якому напрямі буде рухатись інтенсивність домашнього зміщення. Це особливо важливо, зважаючи на зростаючі обсяги транскордонної торгівлі. Фіксовані витрати, пов'язані з нею не є чистою альтернативою витратам, які обраховуються як частка від обігу. Взявши до уваги поєднання обох видів витрат, формується ситуація, коли транскордонні операції концентруються поміж найбільших трейдерів, що призводить до зменшення відносного значення таких витрат і зростання обсягів цих операцій. Тому чим швидше розвиватимуться фірми, які спроможні здійснювати масштабні транскордонні операції, тим нижчим буде ефект домашнього зміщення²⁶¹.

Більш скептичного погляду на еволюцію глобальної фінансової інтеграції притримуються С. Клаессенс та С. Шмуклер. Обстеживши 39517 фірм з 111 країн за період 1989-2000 років, вони констатують, що така інтеграція розвивається несиметрично. Вона прогресує, але кількість по-справжньому глобальних компаній або компаній, які беруть участь на міжнародному ринку, включаючи те, чи торгуються їхні цінні папери на декількох майданчиках, залишається незначною. В загальному, фірми інтернаціоналізуються здебільшого з великих та відкритих економік (з відсутністю контролю за мобільністю капіталів), де є високі доходи, хороша макроекономічна політика та інституціональне оточення. В основі асиметричності ж процесів глобальної фінансової інтеграції є те, що, з одного боку, і в розвинутих країнах, і в країнах, що розвиваються, зростають: кількість нових міжнародних компаній; співвідношення між

²⁶⁰ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації / Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – С. 36–41.

²⁶¹ Amadi A., Bergin P. Understanding International Portfolio Diversification and Turnover Rates // NBER Working Paper. – 2006. – № 12473. // www.nber.org.

ринковою капіталізацією фірм та загальною ринковою капіталізацією; співвідношення між вартістю цінних паперів, що торгуються закордоном, та вартістю паперів, що торгуються на внутрішньому ринку; частка країн обох груп, де є міжнародні фірми; співвідношення між кількістю міжнародних та внутрішніх фірм; з іншого боку, з точки зору вартості фірм, всі показники зміщені в сторону розвинутих країн, де функціонують найбільші глобальні корпорації, а в географічному розрізі останні домінують у країнах Заходу та Азії. В підсумку, процес глобальної фінансової інтеграції суттєво обмежується характеристиками країн та фірм²⁶².

Розвиток подій демонструє тенденцію до актуальності послаблення ефекту домашнього зміщення. Вона переростає в структурний фактор трансформації глобальної фінансової системи, що має конкретні макроекономічні наслідки. Так, саме з актуальністю послаблення цього ефекту пов'язується підтримання глобально низьких процентних ставок, динаміка яких сьогодні набагато менше визначається політикою провідних центральних банків, перш за все ФРС, порівняно з тим, як це мало місце ще десятиліття тому. Відповідно, саме із послабленням ефекту домашнього зміщення пов'язана ситуація з полегшенням фінансування масштабних глобальних дисбалансів та забезпеченням припливу значних обсягів ресурсів на ринок капіталів США. Відповідно, зниження значення чутливості інвесторів до країни походження фінансових інструментів підвищує еластичність реакцій на відхилення процентних ставок від певної глобальної середньої, що приводить у рух значні обсяги переливу капіталів²⁶³.

Зниження сили цього ефекту позначилось на стрімкому зростанні обсягів транскордонних портфельних активів. Упродовж 2001–2005 рр. кумулятивне зростання таких активів збільшилось з 10 трлн. дол. США до 19 трлн. Для США цей показник зріс із 2,3 трлн. до 4,6, для Японії – з 0,6

²⁶² Claessens S., Schmukler S. International Financial Integration through Equity Markets: Which Firms from Which Counties Go Global? // World Bank Policy Research Working Paper. – 2007. – WPS4146. – P. 1–49.

²⁶³ Walker Ch., Punzi M. T. Financing Global Imbalances // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/177. – P. 1–21.; Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 1–39. Обережніше ставлення до зниження ефекту домашнього зміщення висловлюється на прикладі аналізу вигод від диверсифікації банківських активів у порівнянні з фактичними банківськими портфелями. Див.: Garcia-Herrero A., Vazques F. International Diversification Gains and Home Bias in Banking // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/281. – P. 1–28.

трлн. до 2,1, для Європи – з 5,8 трлн. до 11,9²⁶⁴. В розрізі інструментів спостерігається подібна ситуація. Обсяг боргових паперів за аналогічний період у транскордонних активах розвинутих країн Азії зріс із 1 трлн. дол. США до 1,6 трлн., США та Канади – з 0,7 трлн. дол. до 1,4 трлн., Європи – з 3,1 трлн. дол. до 7,2 трлн. Обсяг транскордонного володіння акціями зріс, відповідно, з 0,3 трлн. до 0,6, з 1,9 до 3,8, з 2,5 до 4,6 трлн. дол. США²⁶⁵. Однак необхідно визнати, що обсяги транскордонних операцій з облігаціями кумулятивно суттєво випереджають аналогічні операції по акціях. Так само послаблення ефекту найбільшою мірою характерно для Європи, тоді як для США приріст транскордонного володіння акціями суттєво перевищує цей показник по облігаціях. У загальному можна побачити, що в основі таких відмінностей є те, що США віддають перевагу диверсифікації інвестицій в акції, залишаючись прихильними до власних облігацій, тоді як для Європи характерне загальне зростання значення транскордонних операцій, що є наслідком політики фінансової дерегуляції, інтенсифікованої процесом створення та функціонування зони євро.

Вслід за збільшенням обсягів транскордонних портфельних активів у розвинутих країнах зазнав суттєвих змін показник співвідношення між портфельним інвестуванням у закордонні активи та внутрішньою ринковою капіталізацією. Так, для Канади за період з 1975 р. по 1985 р. таке співвідношення зросло з 1,9% до 2,4%, а за період з 1990 р. по 2005 – з 6,0% до 14,3%; для США, відповідно, з 2,1 до 2,2 та з 3,5 до 7,4; для Німеччини – з 2,4 до 5,8 та з 10,2 до 31,1; для Великої Британії – з 8,6 до 27,5 та з 34,0 до 48,1; для Японії – з 1,3 до 6,9 та з 10,7 до 16,7²⁶⁶. З наведених даних видно, що за перший з наведених періодів зростання співвідношення між вкладеннями за кордон порівняно з внутрішньою капіталізацією було набагато повільніше, порівняно з другим періодом. Саме впродовж останнього спостерігається суттєве зниження преференцій щодо національних фінансових інструментів, а зважаючи на те, що на цей період також припадає і швидке збільшення обсягів капіталізації, то саме це дає підстави розглядати зниження ефекту домашнього зміщення як фактора структурних змін у сфері глобальних фінансів. Прикметним також є те, що і наведені дані підтверджують вищевказане твердження про

²⁶⁴ Pazarbasioglu C., Goswami M., Ree J. The Changing Face of Investors // Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 6.

²⁶⁵ Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – P. 68.

²⁶⁶ Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 114.

випереджаюче зростання інтересу європейської економіки до закордонної діяльності, порівняно з рештою світу, адже саме по європейських країнах, з наведених вище, відбувається найсуттєвіше зростання співвідношення між вкладеннями закордон та обсягами капіталізації внутрішніх ринків. У світлі цього США певною мірою контрастують з європейськими тенденціями, адже для них зростання цього співвідношення не таке суттєве. Пояснити це можна з тієї точки зору, що зростання внутрішньої капіталізації американського ринку було дуже істотним, на фоні чого таке співвідношення не виглядає значним. Певною мірою такий підхід не є досконалим інструментом в оцінці сили цього ефекту, оскільки не враховує багатфакторні зміни в динаміці базового показника для побудови співвідношення – внутрішньої капіталізації. Її динаміку можуть визначати автономні національні зміни у сфері функціонування фінансової системи, внаслідок чого пояснювальна здатність такого співвідношення знижується.

Підхід, який дає змогу уникнути спотворень в оцінці ефекту зміщення за рахунок нівелювання значення внутрішньої капіталізації в системі відносної оцінки обсягів інвестицій закордон, передбачає порівняння фактичної частки зовнішніх активів у портфелі з часткою решти країн у глобальній капіталізації ринку (табл. 4.5.).

Таблиця 4.5.

Фактична частка зовнішніх активів у портфелі порівняно з часткою решти країн у глобальній капіталізації ринку

	Акції				Облігації	
	1990	1995	2000	2005	2000	2005
Канада						
Фактично	9,0	20,6	25,5	19,3	4,0	4,5
Частка решти	97,4	97,9	97,4	97,5	97,8	98,1
Німеччина						
Фактично	13,2	13,6	23,9	26,3	20,6	22,9
Частка решти	96,2	96,8	96,1	97,1	92,7	92,2
Японія						
Фактично	2,2	4,2	9,1	10,6	14,8	15,1
Частка решти	69,0	79,4	90,2	90,9	82,2	83,8
Велика Британія						
Фактично	29,5	30,1	38,4	45,7	62,0	69,4
Частка решти	91,0	92,1	92,0	92,0	95,9	95,4
США						
Фактично	5,7	9,1	10,4	12,5	4,6	3,0
Частка решти	67,5	61,4	53,1	52,8	54,4	59,6

Джерело: Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 115.

Дані, представлені у табл. 4.5., також вказують на зростаюче значення транскордонних інвестиційних операцій. Так, величина внутрішньої капіталізації представлених країн, окрім США, у глобальній капіталізації за наведені роки суттєво не змінилась ні по акціях, ні по облігаціях. Збільшилась тільки питома вага американського ринку. Однак для усіх країн у т. ч. із США простежується тенденція порівняного зростання обсягів вкладень у закордонні активи. Зниження вкладень американських фірм у закордонні облігації, як видно з табл. 4.5., є винятком, яке певною мірою підтверджує тезу про те, що для США характерний є інтерес до власних облігацій на тлі зростаючого інтересу до інвестицій у не-боргові фінансові інструменти закордоном.

Зниження сили ефекту домашнього зміщення стосовно США і щодо припливу і щодо відпливу капіталів має принципове значення для глобальної фінансової стабільності. Це обумовлено фізичними та фінансовими масштабами американської економіки, а також фундаментальним значенням дефіциту платіжного балансу цієї країни для глобальних монетарних та фінансових процесів. У випадку послаблення ефекту щодо припливу капіталу, це означає зростання можливостей фінансування значного платіжного дефіциту та дефіциту федерального бюджету без ризику підвищення глобальних процентних ставок. Така ситуація заохочуватиме подальше розкручування спіралі глобальних дисбалансів. У випадку послаблення ефекту щодо вивозу капіталу, це породжуватиме ситуацію потенційної нейтральності зовнішньої позиції США щодо змін валютних курсів при умові, що зберігатиметься вищевиявлена закономірність: американські інвестори прихильні до власних облігацій та закордонних інвестицій у не-боргові активи²⁶⁷. З іншого боку, обопільне послаблення ефекту у випадку США означає підвищення рівноважного обсягу глобальних потоків капіталу. Така ситуація може провокувати ряд ризиків для глобальної фінансової стабільності, зокрема підвищення чутливості до зміни преференцій

²⁶⁷ Наприклад, девальвація долара, яка розглядається як природне явище з міркувань величини дефіциту поточного рахунку, з точки зору структури нагромаджених валових вимог та зобов'язань далеко не завжди призводитиме до очікуваної корекції попиту в США. Вартість закордонних активів, що належить США зростає, актуалізуючи ефект доходу, отже стимули для споживання, а вартість зовнішніх зобов'язань для США не зміниться, оскільки вони і так деноміновані в доларах. З емпіричної точки зору, саме така картина і має місце: в активах США домінують не-боргові інструменти, а в пасивах – боргові (див. Lane Ph., Milesi-Ferretti G. M. *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004* // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/69. – P. 41.). Це повністю узгоджується з виявленою тенденцією до зниження ефекту домашнього зміщення щодо закордонних не-боргових активів та збереженням прихильності до власних боргових інструментів, щодо яких екзогенний ефект домашнього зміщення впав.

інвесторів стосовно категорій активів з точки зору ризику та доходності та посилення корельованості в поведінці ринків, що штовхатиме до включення в глобальний обіг нових і нових інструментів, примножуючи тим самим рівень ризику, оскільки їх інвестиційні якості будуть не найкращі, та заохочуючи подальше нагромадження імперфекцій ринку капіталу²⁶⁸. Табл. 4.6.-4.7. підтверджують емпірично тенденцію до послаблення ефекту домашнього зміщення стосовно припливу і відпливу капіталів у випадку США зі збереженням розриву щодо формування структури зовнішніх активів та зобов'язань.

Таблиця 4.6.

Домашнє зміщення американських інвестицій в акції, %

	Частка у портфелі США (А)		Частка у глобальному ринковому портфелі (Б)		Домашнє зміщення (1-А/Б)	
	2001	2006	2001	2006	2001	2006
Західна Європа	6,52	9,21	26,94	26,20	0,76	0,65
Інші розвинуті країни	2,68	5,89	15,14	22,39	0,82	0,74
Розвинуті країни Азії	0,26	0,84	4,18	5,67	0,94	0,85
Постсоціалістичні країни Європи	0,07	0,24	0,67	2,38	0,89	0,90
Латинська Америка	0,37	0,78	2,18	2,54	0,83	0,69
Близький Схід	0,10	0,19	0,37	0,60	0,74	0,69
Африка	0,05	0,19	0,59	1,51	0,92	0,87
Усі країни	10,4	17,35	50,07	61,29	0,80	0,72

Джерело: Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – P. 70.

Таблиця 4.7.

Закордонне володіння цінними паперами США

	1995	2000	2005
Акції			
Загальна номінальна вартість, млрд. дол. США	7767,0	24703,0	22041,0
Закордонне володіння, %	5,1	6,9	9,7
З нього, офіційними інституціями	0,4	0,4	0,8

²⁶⁸ Про те, що збільшення кількості інструментів на глобальному ринку, незалежно від фізичного обсягу ринку, призводить до примноження імперфекцій ринку капіталу, див.: Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. – 2000. – May. – P. 54–72.; Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. – 2002. – № 8950. – P. 1–37.

Продовження табл. 4.7.

Ринкові цінні папери Казначейства			
Загальна номінальна вартість, млрд. дол. США	2392,0	2508,0	3093,0
Закордонне володіння, %	19,4	35,2	51,7
З нього, офіційними інституціями	10,9	18,5	34,1
Цінні папери Агентств США			
Загальна номінальна вартість, млрд. дол. США	1982,0	3575,0	5591,0
Закордонне володіння, %	5,4	7,3	14,1
З нього, офіційними інституціями	0,6	2,5	5,8
Корпоративні та інші боргові інструменти			
Загальна номінальна вартість, млрд. дол. США	3556,0	5713,0	8858,0
Закордонне володіння, %	7,8	12,3	19,5
З нього, офіційними інституціями	0,1	0,2	0,7

Джерело: Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – P. 78.

Дані табл. 4.6.–4.7. підтверджують емпірично тенденцію до послаблення ефекту домашнього зміщення в операціях, пов'язаних з формуванням активів та пасивів США. Однак необхідно констатувати, що посилення закордонного попиту на цінні папери США може відобразити подвійну тенденцію. З одного боку, це, дійсно, послаблення ефекту, яке дозволяє розширювати можливості вкладання коштів за рахунок доступу на американський ринок. З іншого боку, спостерігається випереджаюче міжнародне володіння саме борговими інструментами уряду США. Обсяги емітованих інструментів, як це видно з табл. 4.7., в розрізі категорій суттєво зростають за останні роки (окрім акцій, що пов'язано з охолодженням ринку високотехнологічних компаній), тягнучи за собою і зростання частки володіння інвесторами з-за кордону. Так само збільшується значення офіційного володіння такими інструментами, хоча воно поступається неофіційному сектору. Виняток становлять тільки інструменти казначейства, включення у глобальний портфель яких суттєво випереджає інші категорії цінних паперів, зокрема за рахунок значного офіційного володіння ними. Така ситуація, загалом, кореспондує із швидким зростанням обсягів глобальних валютних резервів, які розміщуються в цінних паперах уряду США, тим самим цементуючи структуру зовнішньої позиції американської економіки, роблячи її менш вразливою до коливань курсу долара та до корекції фінансових дисбалансів. У світлі цього автономне зростання значення глобального володіння борговими інструментами США, пов'язане із послабленням ефекту домашнього зміщення щодо цієї категорії активів, суттєво впливає на формування загроз глобальній фінансовій стабільності. Їх нова якість

полягатиме у розтягуванні в часі процесу корекції глобальних фінансових дисбалансів, за рахунок чого втрачається фокус пристосування до нових рівноважних умов, що підвищує невизначеність та вразливість поточних трендів від суб'єктивних настроїв інвесторів.

Іншим важливим аспектом послаблення ефекту домашнього зміщення є мікрорівневі трансформації преференцій щодо міжнародної структури портфелів. Функціонування фінансових компаній дедалі більшою мірою пов'язується із зростанням частки вкладень у закордонні активи. З даних табл. 4.8. видно, що процес нарощування вкладів у міжнародні акції та облігації суттєво зріс, порівняно з серединою 1990-х років, тоді як частка інвестицій у внутрішні активи або залишилась без суттєвих змін, або навіть зменшилась.

Таблиця 4.8.

Розміщення коштів приватних пенсійних фондів, %

	Акції		Облігації	
	Внутрішні	Міжнародні	Внутрішні	Міжнародні
США				
1994	41	7	42	1
1999	55	10	27	1
2005	48	15	32	1
Японія				
1994	24	6	55	6
1999	40	19	32	7
2005	30	18	24	13
Велика Британія				
1994	54	23	9	4
1999	51	24	13	4
2005	34	32	22	3
Нідерланди				
1994	10	13	62	4
1999	12	38	22	19
2005	6	43	5	33
Австралія				
1994	35	12	30	3
1999	39	16	22	3
2005	32	27	14	5
Канада				
1994	32	13	48	-
1999	34	17	45	-
2005	30	26	36	-
Іспанія				
1994	4	1	57	3
1999	11	14	40	13
2005	6	16	18	28

Джерело: Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – P. 71.

Зауважимо, що суттєві відмінності в значеннях вкладень у закордонні активи можуть бути пов'язані з характером регулювання діяльності фінансових компаній. Більш ліберальні режими дозволяють і більше диверсифікувати активи, як у випадку Нідерландів та Іспанії, тоді як може бути і ситуація, коли фінансові компанії віддають перевагу закордонним вкладенням тільки у певну групу активів, як у випадку з Канадою та Великою Британією. У випадку США спостерігається те саме нехтування закордонними інструментами з фіксованим доходом на тлі інтересу до корпоративних прав. Агреговані дані по пенсійних фондах та страхових компаніях дозволяють побачити ту саму тенденцію до послаблення ефекту домашнього зміщення, що призводить до суттєвого зростання частки вкладень у закордонні акції та облігації в структурі загальних фінансових активів. Так, з 1990 р. по 2006 р. така частка у Великій Британії зростає з 20% до 25%, Японії – з 7% до 12%, Австралії – з 7% до 17%, Канаді – з 6% до 40%, Іспанії – з 2% до 40%, Бельгії – з 8% до 50%, і тільки у Франції знизилась з 34% до 30%²⁶⁹. Послаблення ефекту домашнього зміщення на мікрорівні також модифікує проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності. Якщо агреговані дані щодо послаблення цього ефекту в розрізі країн відображають тенденцію до посилення взаємозалежності та рівноважного зростання обсягів переливів капіталу, то мікрорівневе його послаблення демонструє те, що кожна окрема компанія, яка працює на тому чи іншому сегменті фінансового ринку, дедалі більше стає залежною від глобальних процесів та екзогенних шоків. Власне, в умовах інтенсифікації операцій із глобальної диверсифікації портфелів та володіння закордонними активами розуміння поняття екзогенного шоку втрачає своє автохтонне значення. Глобально-центризм фінансових та монетарних процесів забезпечує сплав внутрішніх та зовнішніх шоків, внаслідок чого вразливість переноситься на рівень компанії, а з неї, взявши до уваги глобальні масштаби функціонування сучасних провідних фінансових установ, – на рівень сегмента фінансового ринку і далі загалом по системі. З цих міркувань, стабільність усієї глобальної фінансової системи в умовах формування її ринкового типу дедалі більше залежатиме від того, як на системному рівні вдасться ізолювати мікрорівневі джерела нестабільності.

²⁶⁹ Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 84.

Іншим важливим виміром загальної тенденції до послаблення ефекту домашнього зміщення є те, що це стосується і країн з ринками, що виникають. На прикладі їхніх пенсійних фондів видно, що зростання активів щодо ВВП кореспондує зі збільшенням частки володіння закордонними цінними паперами. Наприклад, в країнах Латинської Америка з 2000 р. по 2005 р. співвідношення між вартістю активів пенсійних фондів та ВВП зросло з 9% до 15%, при цьому частка володіння закордонними активами зросла з 7% до 16%. Найбільшою мірою ця тенденція торкнулася Чилі, де вартість відповідних активів до ВВП зросла з 48% до 63%, а частка володіння активами з-за кордону – з 11% до 30%. Ситуація в Азії дещо відрізняється. Там пенсійні фонди не мали у власності закордонних активів аж до початку 2000-х років, внаслідок чого на 2005 рік питома вага таких активів коливалась на рівні 1-11% в розрізі країн при тому, що величина активів фондів до ВВП подвоїлась і сягнула 18%. У країнах Центрально-Східної Європи зростання цього співвідношення з 2% до 8% супроводжувалось збереженням аналогічної частки володіння закордонними активами – на рівні 2%²⁷⁰. З точки зору глобальної фінансової стабільності послаблення цього ефекту в країнах з ринками, що виникають, означає те, що вони дедалі більше прийматимуть на себе місію фінансування платіжних дефіцитів розвинутих країн, постачаючи ресурси на глобальний ринок. Такий вивіз капіталу виступатиме суттєвим фактором формування структурних передумов для підтримання значних нерівноважних платіжних позицій у світі. З іншого боку, він демонструватиме подальший інтерес компаній з цієї групи країн щодо глобальних операцій, прискорюючи тим самим процеси інтеграції глобальних ринків капіталу.

Експансія активів фінансових компаній

Експансія активів фінансових компаній – похідна багатьох складових. По-перше, це стосується системи регулювання. Фінансова дерегуляція дозволила розвиватись установам, що є альтернативою банкам. По-друге, швидкий розвиток таких установ не був би можливий без фундаментального зрушення у бік становлення ринкової моделі глобальної фінансової системи. Це обумовлено тим, що для своєї експансії їм потрібні активи, які би були відмінними від традиційних банківських, тим самим закладаючи довгостроковий тренд у бік розвитку фінансових ринків та загального зростання значення капіталізації ринків акцій та облігацій.

²⁷⁰ Ibid. – P. 136.

З теоретичної точки зору на проблему фінансової стабільності, будь-які зміни в характері інституцій, що функціонують на ринку, і у структурі їхніх вкладень принципово важливі, оскільки відображають тенденцію до послаблення чи посилення стабільного функціонування глобальних фінансових ринків. Так само це стосується того, наскільки фінансові установи орієнтовані працювати з міжнародними активами і наскільки вони глобалізовані²⁷¹. Взявши до уваги масштаби сучасних фінансових ринків (табл. 4.9.), будь-які структурні зміни мають фундаментальне значення для поведінки потоків капіталу, процентних ставок, вартості активів і, відповідно, фінансових та монетарних процесів. Ця теза ґрунтується на тому, що зміни, які стосуються характеру фінансових інституцій, торкаються базових інвестиційних стратегій та моделі поведінки на ринку. Зміни щодо напрямку розміщення їхніх активів впливають на вибір між ризиком та доходністю, схильність до міжнародних операцій у рамках такого вибору тощо.

Так, табл. 4.9. демонструє, що в сучасній глобальній фінансовій системі обсяги капіталізації приватних ринків акцій та облігацій стають співмірними, а інколи перевищують величину банківських активів.

Таблиця 4.9.

**Глобальна фінансова система у регіональному вимірі,
млрд. дол. США**

	2002			2006		
	КРА	ПБЦП	БА	КРА	ПБЦП	БА
Світ	22809,6	27005,4	40063,2	50826,6	43099,7	70860,5
Зона євро	3677,7	6000,4	12839,0	8419,1	12186,1	25837,6
США	11055,6	14515,9	5889,4	19569,0	20502,1	10204,7
Японія	2095,5	2072,7	6212,1	4795,8	1968,7	6415,4
Велика Британія	1800,7	1445,6	3724,2	3794,3	2456,2	9212,6
Країни РВ	2525,0	1062,0	6980,4	11692,4	2180,3	11271,3
Азія	1965,7	820,9	4911,4	6857,0	1493,1	7487,1
Латинська Америка	308,5	178,4	773,9	1454,2	458,0	1433,7
Близький Схід	52,5	13,5	598,5	657,4	61,0	873,7
Африка	116,5	20,8	315,3	850,9	57,4	500,4
Європа	81,7	28,4	381,3	1872,8	110,8	976,5

Примітка: КРА – капіталізація ринку акцій; ПБЦП – приватні боргові цінні папери; БА – банківські активи; країни РВ – країни з ринками, що виникають.

Джерело: Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – P. 139; Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2003. – P. 179.

²⁷¹ Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – P. 63.

Як видно з даних табл. 4.9., експансія фінансового сектору простежується у тому, що практично усі показники подвоїлись, а деякі потроїлись за останні 5 років. На тлі цього також можна побачити структурні зміни. Якщо для США характерний суттєвий відрив в обсягах капіталізації ринків акцій та приватних боргових інструментів від величини банківських активів, то в зоні євро перші почали перевищувати другі, у Великій Британії та Японії майже зрівнялися між собою. У випадку США та світу загалом спостерігається тенденція до посилення розриву між обсягами акцій та облігацій, з одного боку, та банківськими активами – з іншого. Найбільшою мірою структурні зміни в цьому напрямі зачепили країни з ринками, що виникають. Якщо у 2002 р. спостерігалось практично скрізь домінування банківських активів, то вже у 2006 р. це стало актуально тільки для африканського континенту. У випадку Азії, Латинської Америки та Близького Сходу ці показники майже рівнозначні на користь ринкових фінансових інструментів, а у випадку європейських країн з ринками, що виникають, стався принципово величезний розрив між такими інструментами та банківськими активами.

За рахунок загальної тенденції зростання значення ринкових інструментів у процесах фінансування сформувалося сприятливе підґрунтя для розвитку фінансових компаній. Якщо величина активів, що знаходяться в управлінні фінансових компаній (інвестиційних, страхових та пенсійних фондів) у 1990 р. становила 10,5 трлн. дол. США, у 2000 – 21 трлн., то у 2006 – 53 трлн. дол.²⁷². Лібералізація трудового законодавства та ринкові реформи пенсійних систем створили потужні передумови для зростання вартості активів, що перебувають у володінні фінансових установ. Наприклад, за період з 1995 по 2005 рр. в Австралії фінансові активи страхових компаній зросли з 273 млрд. дол. США до 807 дол. США, пенсійних фондів, відповідно, з 146 до 566 дол. США, взаємних фондів – з 48 до 700, в Канаді, відповідно, з 172 до 391, з 230 до 550, з 155 до 491, в Бельгії – з 76 до 212, з 9 до 14, з 29 до 118, у Франції – з 642 до 1614, з 0 до 32, з 534 до 1363, в Німеччині – з 779 до 1573, з 140 до 283, з 138 до 297, в Нідерландах – з 162 до 407, з 335 до 749, з 65 до 126, в Японії – з 2999 до 3243, з 731 до 997, з 420 до 470, в Сінгапурі – з 21 до 52, з 74 до 80, з 131 до 311, у Великій Британії – з 798 до 1979, з 760 до 1487, з 201 до 547, в США – з 2804 до 5601, з 4216 до 7305, з 3526 до 8905 млрд. дол.

²⁷² Pazarbasioglu C., Goswami M., Ree J. The Changing Face of Investors // Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 5.

США²⁷³. Необхідно визнати, що найбільш динамічно за останній час зростають активи взаємних фондів, що багато в чому обумовлено позитивною динамікою ринків акцій та облігацій. Ця тенденція однаково стосується усіх регіонів світу і вимірюється величиною чистих активів цих інституцій (табл. 4.10.).

Таблиця 4.10.

Чисті активи взаємних фондів, млрд. дол. США

	1998	2000	2006
Латинська Америка	128,5	180,0	368,6
Центральна Європа	2,6	5,7	56,4
Азія та Океанія	173,7	124,2	241,0
Африка	12,2	16,9	65,6
Разом, країни з ринками, що виникають	317,0	326,8	731,5
Розвинуті країни	7672,7	9618,1	13349,6

Джерело: Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – Р. 75.

Важлива тенденція функціонування фінансових компаній – посилення інтересу до ризикових операцій. Вкладення у депозити та прямі позики теоретично можна вважати найбезризиковішим варіантом розміщення активів. Однак і страхові компанії, і пенсійні фонди дедалі більше віддають перевагу вкладання коштів у більш ризикові інвестиції. З даних табл. 4.11. видно, що при відносно стабільній частці вкладень в облігації (які, однак, зменшились у випадку пенсійних фондів), суттєво зростає значення вкладень в акції та у взаємні фонди. Останнє має специфічні наслідки. Активність взаємних фондів на ринку акцій при тому, що активи інших фінансових установ вкладаються в акції та у взаємні фонди, стає природним способом швидкого примноження своїх чистих активів, що і демонструють дані табл. 4.10.

З указаних тенденцій випливають принципові висновки з точки зору глобальної фінансової стабільності.

По-перше, тенденція до експансії активів фінансових установ, однозначно, змінюючи структуру фінансової системи, призводить до появи всезростаючої затребуваності подальшого розширення ринкового сегмента фінансового ринку. Зростання капіталізації ринків акцій та облігацій та нарощування вартості активів фінансових компаній взаємопідсилюється.

²⁷³ Institutional Investors and Asset Allocation // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – Р. 5.

**Структура вкладень страхових компаній та пенсійних фондів
у середньому по розвинутих країнах, %**

Розміщення активів	1995	2005
Страхові компанії		
Облігації	41	47
Акції	22	25
Взаємні фонди	2	5
Депозити та позики	29	17
Інше	6	6
Пенсійні фонди		
Облігації	35	25
Акції	46	48
Взаємні фонди	6	12
Депозити та позики	11	7
Інше	8	7

Джерело: Institutional Investors and Asset Allocation // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – Р. 6–7.

По-друге, підвищення інтересу до вкладень в акції та взаємні фонди відображає посилення схильності до ризику або до інвестицій, які передбачають отримання доходу за рахунок росту капіталізованої вартості активів. Така стратегія може вважатися надійною з точки зору довгострокового збереження коштів вкладників при умові, що сам зростаючий тренд ринкової капіталізації буде вважатись рівноважним. З точки зору трансформації фінансової системи та переходу її на ринкову модель, таку позицію можна вважати виправданою, хоча і ризиковою. Однак у цьому випадку має місце вже згадуваний процес зміщення ризику ринкових коливань на мікрорівень.

По-третє, уся фінансова система дедалі більше стає залежною від коливань вартості активів. У сукупності із перенесенням фокусу ризику фінансових негараздів на мікрорівень це явище є ще одним проявом модифікації проблеми фінансової стабільності: саме помилки менеджменту в умовах спонтанних змін вартості активів можуть викликати до життя системні проблеми. Криза великої компанії потягне дестабілізацію усього сегмента ринку, далі ринку загалом, що передаватиметься іншим ринкам і т. д.

По-четверте, коливання вартості активів навряд чи стануть меншими від того, що на них формуватиметься вищий попит, зокрема і закордонний. Зміни в ставленні до ризику, автономні зміни в поведінці емітентів, секторні шоки тощо будуть швидко ретрансльовані на флуктуації ринкової капіталізації.

По-п'яте, зростання значення стабільності вартості активів з точки зору надійності функціонування усієї фінансової системи вимагатиме постійного розширення можливостей для диверсифікації. Наприклад, якщо коло доступних інструментів не розширюється еластично, то структурні зміни у вигляді стереотипного пред'явлення попиту на такі інструменти практично усіма учасниками ринку одразу призведуть до посилення кореляції в поведінці цін на такі активи. Тим більше, що така ситуацію буде продовжуватись, коли мова йде про однотипні фінансові інструменти та однотипне ставлення до них серед інвесторів, коло і можливості яких розширюються (адже система стає дедалі більше ринковою і доступною для широкого кола учасників). Посилення кореляції в поведінці цін активів одразу знизить позитивний ефект диверсифікації, що штовхатиме фінансових гравців до пошуку нових і нових інструментів, які можуть бути включені в межі допустимих ринкових портфельів. Абстрагуючись від того, що це примножує імперфекції ринків капіталу, пошук нових інструментів для диверсифікації вимагатиме опанування нових і нових ринків.

У таких умовах система загалом наражається на два види ризику залежно від того, наскільки фінансові компанії схильні працювати на новому ринку (назвемо їх більш інноваційними, на відміну від більш консервативних компаній, які віддають перевагу роботі на відомих ринках), що не є зовсім тотожним зміщенню від більш ризикової поведінки до менш ризикової. Більш інноваційні компанії наражатимуться на ризик незнання повного набору інвестиційних якостей інструментів, які вони прагнуть включити в портфель для диверсифікації, внаслідок чого такий портфель буде вибором на користь більшого значення рівня ризику. Більш консервативні компанії стикатимуться з проблемою збільшення ризику портфеля, який вже неспроможний повністю виконати місію забезпечення вигод від диверсифікації. Якщо сюди додати ситуацію, коли ендогенна затребуваність нових і нових інструментів підвищуватиме рівноважну пропозицію останніх з більш ризиковими характеристиками, незалежно від "новизни" ринку (своєрідна варіація на тему зворотного відбору), то накладання обох видів ризику може призвести до потужних дестабілізаційних процесів.

Трансформація фінансових систем країн з ринками, що виникають, та проблема глобальної диверсифікації

Кризи зовнішньої заборгованості країн, що розвиваються, та валютно-фінансові потрясіння 1990-х років відобразили фундаментальну проблему функціонування їхніх фінансових систем. Неспроможність фінансувати бюджетні дефіцити та потреби в інвестиціях з внутрішніх джерел вимагали нарощування зовнішніх запозичень. Певною мірою така ситуація складалась за рахунок того, що макроекономічна політика та її інституціональне забезпечення не сприяли мінімізації інфляції до прийняттого для розвитку фінансової системи рівня, а зовнішні запозичення гальмували розвиток такої системи. Останнє може виглядати як певна суперечність, однак в умовах, коли потреби фінансуються за допомогою припливу капіталу ззовні, а макроекономічна стабільність хитка, внутрішній ринок опиняється у пригніченому стані. Ситуація почала змінюватись мірою розвитку глобалізації і під впливом необхідності подальшої лібералізації фінансової діяльності та підвищення гнучкості валютних курсів.

Курсова гнучкість також відіграє позитивну місію з точки зору заохочення розвитку внутрішнього ринку, оскільки зовнішні запозичення стають більш ризиковими з міркувань неможливості наперед оптимізувати стратегію запозичень виходячи з наперед відомого тренду валютного курсу, підвищуючи інтерес до внутрішніх фінансових інструментів. Втім, найбільшою мірою позитивні стимули для розвитку внутрішнього фінансового ринку пов'язані із загальною нормалізацією макроекономічної ситуації та зниженням інфляції. Міжнародні позикодавці також змінили свої стратегії відносно ввозу капіталу у ці країни. Як вже зазначалось, пряме міжнародне кредитування почало витіснятись участю в банківському капіталі країни-реципієнта відповідно до глобальних процесів фінансової консолідації. Що ж до зміни стратегій всередині країн з ринками, що виникають, то намагання мінімізувати валютні ризики, зменшити залежність від волатильних потоків капіталу та від кон'юнктури на світових ринках капіталу спонукало до розвитку фінансового сектору. Табл. 4.12. демонструє суттєве збільшення значення боргових інструментів і ринку акцій у структурі фінансової системи країни та радикальне збільшення співвідношення цих параметрів до ВВП за останні десять років.

Таблиця 4.12.

**Активи фінансової системи країн з ринками, що виникають,
за регіонами**

	1995			2005		
	Банківські активи	Капіталізація ринку акцій	Облігації	Банківські активи	Капіталізація ринку акцій	Облігації
В % активів фінансової системи						
Латинська Америка	40	26	34	29	30	40
Азія (4 найбільші країни)	57	19	24	49	25	26
Решта країн Азії	46	43	11	39	33	28
Центральна Європа	52	12	37	37	25	39
Разом країни з ринками, що виникають	46	30	25	40	32	28
Розвинуті країни	30	27	43	25	32	44
В % ВВП						
Латинська Америка	37	24	32	42	43	58
Азія (4 найбільші країни)	65	22	27	107	54	56
Решта країн Азії	94	88	23	72	62	53
Центральна Європа	42	9	30	46	31	48
Разом країни з ринками, що виникають	55	36	30	77	61	53
Розвинуті країни	82	75	120	95	119	166

Джерело: Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – Р. 17, Р. 114.

Зростання значення внутрішньої фінансової сфери для покриття розривів у інвестиціях та заощадженнях публічного і приватного секторів у країнах з ринками, що виникають, також відобразило перехід до ринкової моделі фінансового ринку. Це позитивно позначилось на

зменшенні значення зовнішніх запозичень на ринку облігацій порівняно з ринком внутрішніх запозичень, про що свідчать дані табл. 4.13.

Таблиця 4.13.

**Облігаційні випуски в країнах з ринками, що виникають,
млрд. дол. США**

	1995			2005		
	Міжнародні випуски	Внутрішні випуски публічним сектором	Внутрішні випуски приватним сектором	Міжнародні випуски	Внутрішні випуски публічним сектором	Внутрішні випуски приватним сектором
Латинська Америка	186	221	24	272	797	212
Азія (4 найбільші країни)	45	94	59	122	1532	772
Решта країн Азії	23	75	26	70	209	80
Центральна Європа	23	31	1	54	203	20
Разом країни з ринками, що виникають	294	593	114	621	3196	1110
Розвинуті країни	985	6743	7743	8267	9270	18314

Джерело: Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – Р. 115.

Якщо на середину 1990-х років випуски міжнародних облігацій у країнах з ринками, що виникають, становили від третини до половини усіх облігаційних випусків і при цьому суттєво перевищували внутрішні облігаційні випуски приватним сектором, то вже на 2005 рік ситуація змінилась. Обсяги міжнародних випусків хоч і зросли, але вони вже в кілька разів були нижчими, порівняно з внутрішніми випусками облігацій публічним сектором, і тільки в Центральній Європі і Латинській Америці перевищили обсяги облігаційних внутрішніх випусків приватного сектору. Попри позитивну тенденцію зростання значення фінансового ринку у фінансуванні потреб приватного сектору в коштах, як це видно з табл. 4.12.–4.13., ситуація в цій групі країн поки що не відповідає тій, яка є в розвинутих країнах. З табл. 4.13. видно, що в останніх внутрішні облігаційні випуски приватного сектору домінують над випусками інструментів державного боргу та міжнародними облігаціями. За десять

років розрив на користь приватних боргових ініціатив тільки посилюється. Те, що в країнах з ринками, що виникають, ця тенденція відстає, пов'язано з такими факторами: складніша макроекономічна ситуація на старті структурних реформ у фінансовому секторі; пізніший перехід до ринкової моделі фінансового ринку та потужніша конкуренція з боку банків, порівняно з розвинутими країнами; відсутність досвіду функціонування приватного боргового ринку та операцій на ньому; повільна дерегуляція фінансового підприємництва тощо.

Іншим виміром процесів фінансової трансформації цих країн є зростання їх значення з точки зору алокації потоків портфельного капіталу. Наприклад, портфельні інвестиції розвинутих країн в Японію з 2001 р. по 2005 р. зросли з 532 млрд. дол. США до 1025 млрд., аналогічно – у зону євро, відповідно, – з 6485 млрд. до 13329 млрд., в США – з 2695 млрд. до 4168 млрд., в країни з ринками, що виникають, – з 754 млрд. до 1438 млрд.²⁷⁴. Можна спостерігати загальну тенденцію до подвоєння портфельних інвестиційних вкладень. Найважливіше те, що таке подвоєння має симетричний характер в розрізі регіонів. Взяти до уваги менші масштаби економіки, аналогічне збільшення вкладень (у процентах) у такі країни, порівняно з розвинутими країнами, призводить до відносного зростання їх значення в системі глобальних портфельних рішень. Внаслідок цього, відбувається глобальна тенденція розширення допустимих меж портфельних рішень та посилюється залежність добробуту глобальних інвесторів від стану фінансових систем цієї групи країн. З іншого боку, слабші інституціональні основи функціонування таких систем та ризики макроекономічної нестабільності вносять в усю глобальну економіку елемент вразливості, пов'язаний із міграцією криз.

Трансформація фінансової системи країн з ринками, що виникають, модифікує її значення з позиції глобальної стабільності. Так, традиційне уявлення про значення цієї групи країн для глобальної стабільності спирається на те, що кризи 1990-х років, особливо Азійська та російська, призвели до суттєвого коливання глобальних фінансових ринків, внаслідок чого значення таких країн зросло саме в момент криз. Дослідження процесів міграції криз також спонукали до утвердження такого підходу, особливо в контексті регіоналізації валютних криз, внаслідок чого площа ураження зростає, тим самим стаючи більш

²⁷⁴ Institutional Investors and Asset Allocation // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 41.

значимою для глобальної економіки. Однак суттєве збільшення кількості та обсягів цінних паперів з таких країн, які включаються у глобальну диверсифікацію портфелів, змінює уявлення про значення цих країн. Коливання на ринках акцій в країнах з ринками, що виникають, суттєво впливає на коливання доходності на ринках розвинутих країн. Шоки в перших можуть зумовити зниження доходності на ринку других в середньому на 0,3–0,5%. Більше того, інтенсивність такого впливу зростає мірою прогресу в доступі нових учасників до глобальних заощаджень. Окрім цього, і позитивні, і негативні сигнали з країн з ринками, що виникають, однаково чутливо вловлюються коливаннями ринку акцій у розвинутих країнах; навіть більш чутливо, ніж в перших, навіть якщо вони об'єднані в регіональні групи, які мають інтенсивні торговельні зв'язки²⁷⁵. Як наслідок, це визначає зміну структури взаємозалежності між обома групами країн; вона стає більш ринковою та менш субординаційною.

Зростання важливості цієї групи країн також впливає з подальших структурних змін. По-перше, покращення макроекономічної ситуації та більш ліберальний підхід до потоків капіталу дав змогу цим країнам збільшити зовнішні запозичення у власній валюті, тим самим розширюючи зону їх обігу та джерел пропозиції. По-друге, заміщення зовнішніх запозичень на внутрішні не виключає присутності нерезидентів на ринку внутрішніх боргових інструментів. Навпаки, їхня частка у володінні такими інструментами суттєво зростає, що особливо характерно для країн Центрально-Східної Європи і меншою мірою Азії. По-третє, ширший доступ до джерел фінансування в умовах глобалізації не обов'язково передбачає збільшення тривалості запозичень. В умовах, коли сегментація ринку стає дедалі важливішим елементом його ефективного функціонування, а послаблення домашнього зміщення щодо попиту на облігації не відбувається симетрично в розрізі країн та регіонів, нестабільність в прераференціях інвесторів створює специфічну кон'юнктуру щодо строковості боргових інструментів, яку вдасться сформулювати за цих обставин. По-четверте, включення внутрішніх цінних паперів таких країн у глобальні портфелі та посилення мобільності капіталів на тлі екзогенності процентних ставок суттєво підвищує кореляцію між облігаційними ставками всередині країн та глобальними,

²⁷⁵ Saez L., Fratzscher M., Thimann Ch. The Transmission of Emerging Market Shocks to Global Equity Markets // ECB Working Paper. – 2007. – № 724. – P. 5–40.

збільшуючи можливості трансмісії шоків, тим самим розширюючи зону можливих глобальних фінансових флуктуацій.

Зрушення у бік ризикової поведінки та підвищення фонові невизначеності створюватимуть передумови для заохочення більш короткострокових запозичень. В умовах, коли глобальні ставки екзогенні, їх підвищення може взагалі робити не вигідними довгострокові запозичення, підштовхуючи до збільшення пропозиції більш короткострокових інструментів із відповідним зростанням прийняття ризику збереження привабливої внутрішньо валютної чи інвалютної доходності. Це стає особливо важливим у світлі того, що перехід на домінування внутрішніх запозичень з одночасною лібералізацією потоків капіталу робить ставки більш корельованими. В результаті глобальна кон'юнктура буде спроможною нав'язати строкову структуру запозичень. Наприклад, у розвинутих країнах частка короткострокових боргових інструментів у 1995 р. становила 16%, а у 2005 р. – 17%. Для країн з ринками, що виникають характерна аналогічна тенденція: відповідно, 18% та 24%. Однак регіональна специфіка у випадку останніх не є однорідною. Ситуація погіршилась у Латинській Америці (частка зросла з 6% до 14%) та у малих азійських економік (відповідно, 8% та 11%), але поліпшилась у великих країнах Азії (зменшення частки з 46% до 34%) та в Центральній Європі (відповідно, 50% та 12%)²⁷⁶.

Щодо кореляції процентних ставок, то її підвищення пов'язується із трансформацією і фінансових систем таких країн, і зі змінами форми участі у глобальних фінансових процесах. Якщо у випадку запозичень на міжнародних облігаційних ринках та у випадку прямого міжнародного банківського кредитування ставки завжди визначались як такі, що мають зв'язок з такою країною тільки через оцінку фундаментальних процесів у ній у категоріях рейтингу і більшою мірою визначаються станом ліквідності банківської системи та монетарним курсом розвинутих країн, то у випадку інтеграції фінансових систем ситуація змінюється. Розвиток фінансової системи шляхом зміщення акцентів на національні фінансові інструменти при відкритті ринків призводить до появи тенденції прямого зв'язку між поведінкою внутрішніх та глобальних ставок. Це позначається на виникненні досить щільної кореляції в поведінці ставок і, що найголовніше, у випадку хеджування валютного ризику кореляція ставок

²⁷⁶ Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 127.

зростає ще істотніше. Відповідно інвестиційна якість таких паперів також впливає на рівень кореляції. Чим вища якість, тим вища кореляція, і навпаки, але при цьому рівень кореляції всередині рейтингової групи також досить високий²⁷⁷.

З цього випливає, що намагання диверсифікувати портфель за рахунок включення у нього інструментів, ціни на які не були би коінтегровані, призводить до необхідності приймати додатковий ризик за рахунок збільшення частки інструментів з нижчим рейтингом. Зауважимо, що за останній час в структурі міжнародних синдікованих кредитів корпораціям з країн з ринками, що виникають, та у структурі міжнародних облігаційних запозичень таких корпорацій частка інструментів з низьким рейтингом або взагалі без нього суттєво зросла. Так, у випадку синдікованих кредитів у 2006 р. із загальної суми операцій у 192 млрд. дол. США обсяг операцій по інструментах з рейтингом А, Ва, Ваа не перевищував 50 млрд. У випадку з позиками із загальної суми операцій на цей рік у майже 120 млрд. дол. США, частка з аналогічним рейтингом становила близько половини від цієї суми. Це свідчить про швидке зростання значення низькоякісних активів, що стали глобально доступні, опинившись на ринку завдяки тенденції до зниження процентних ставок і, як наслідок, кількісного падіння значення надбавки за ризик²⁷⁸.

Така “додаткова плата за диверсифікацію” може суттєво впливати на тенденції у сфері глобальної фінансової стабільності. Дуже важко оцінити, що є кращою альтернативою: ризик портфеля, який складається з високоякісних інструментів, ціни на які щільно корельовані, чи ризик портфеля, який складається з різних активів, у тому числі високоризикових самих по собі, але не корельованих з високоякісними активами. У першому випадку вразливість портфеля зростає мірою зростання вірогідності загального системного потрясіння. Глобальна дестабілізація може дуже суттєво похитнути добробут інвесторів загалом, зважаючи на те, що не мало їх віддадуть перевагу такому портфелю. Відповідно, тут все буде залежати від того, як фінансові ринки оцінюють ймовірність настання глобальної дестабілізації. У випадку високої ймовірності, – якість портфеля відносно знижуватиметься за рахунок загального зростання ризику портфеля, приймаючи до уваги високу

²⁷⁷ Ibid. – P. 104.

²⁷⁸ Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – P. 87–88.

кореляцію його компонентів. У випадку низької ймовірності, якість портфеля залишиться відносно високою, внаслідок чого він може розглядатись як стабільний. У цьому випадку вразливість портфеля і рівень його загальної ризиковості залежить від глобальних факторів. У другому випадку ризик портфеля визначається ступенем ризику та питомою вагою його складових. Можливість запобігати такому ризику багато в чому залежить від ефективності моніторингу макропроцесів у країнах, з яких походять найбільш ризикові компоненти портфеля. Однак його слабким місцем буде неможливість спрогнозувати, як позначиться глобальна дестабілізація на поведінці цін на активи, які в ординарній ситуації є хоч і більш ризикові, але менш корельовані.

В загальному, можна побачити, що чим більшою мірою фінансова глобалізація дозволяє розширяти простір для диверсифікації, тим важче визначити чіткі інвестиційні параметри портфеля, приймаючи до уваги увесь набір дестабілізаційних моментів, а також провести сегментацію ринку з точки зору вибору між ризиком та дохідністю. Невизначеність, яка виникає в цьому випадку, підсилюється тим, що в наступному періоді характер і глобального ризику, і ризику окремої складової портфеля залежить від зміщення вздовж осі ступеня ризиковості поведінки інвесторів у попередньому періоді.

Ітераційний характер формування відносно завершеного образу ризику робить систему залежною не стільки від об'єктивних тенденцій, скільки від суб'єктивних, в основі яких будуть переважати модальності сприйняття джерел та характеру загроз. Такий підхід методологічно ув'язується з доктриною імперфекцій ринку капіталу, коли неможливо чітко класифікувати ситуацію, що призводитиме до перетворення засад прийняття рішення з раціональних на умоглядні. Варіант зворотного відбору також неможливо виключати. Наприклад, за песимістичної оцінки глобальної нестабільності якісний портфель з високорельованими складовими може вважатись неефективним, що буде спонукати до надання переваги більш ризиковому портфелю з низькорельованою складовою. Однак за настання такої нестабільності непрогнозована реакція такої складової призводить до втрат інвестора при тому, що у нього була краща альтернатива – якісний портфель. Подібна ситуація може скластись у випадку оптимістичних прогнозів щодо відсутності глобальних дестабілізуючих моментів, якщо вони не справдяться, та прогнозованої поведінки некорельованої складової. Отже, неможливість

кваліфікувати портфель за ступенем ризику, а тільки за його поділом на ризик глобального значення та ризик поведінки некорельованої (але більш ризикової) складової, призводить до того, що неможливо буде визначити наперед, якому портфелю буде віддана перевага залежно від ступеня прийняття чи неприйняття ризику. Якщо раніше можна було би говорити про те, що більш ризикова поведінка призведе до формування портфелів з певними якостями, а менш ризикова – з іншими якостями, то в умовах “плати за диверсифікацію” ситуація змінюється якісно на користь перманентного відтворення невизначеності.

4.2. Передумови та фактори переходу від валютно-боргових до фінансових джерел нестабільності

Валютний курс та платіжний баланс як ключові елементи традиційного розуміння нестабільності

Трансформація глобальної фінансової системи та макроекономічних і інституціональних засад монетарної політики у світі змінили базові джерела нестабільності.

Так, історично одним з найсуттєвіших джерел нестабільності тривалий час залишалась проблема платіжного балансу. Функціонування бретонвудського устрою довело, що ця проблема може однаково стосуватись розвинутих країн та країн, що розвиваються. Спільним у цьому випадку є те, що невідповідність внутрішньої монетарної політики зовнішнім тенденціям призводила до невідповідності валютного курсу умовам рівноваги, що вимагало його зміни або в міжнародному централізованому форматі через діяльність МВФ, або через виникнення валютної кризи. Відхід від цієї системи призвів тільки до появи відмінностей між розвинутими країнами та рештою світу у сфері актуалізації нестабільності. Плаваючі курси у перших взяли на себе значну роль у процесі корекції платіжного балансу, тим самим підвищуючи значення інших джерел нестабільності, наприклад тих, які пов’язуються з флуктуаціями фінансових ринків. Сюди можна віднести спекуляції щодо функціонування механізму європейської валютної змії у 1970-х роках, обвал Нью-Йоркської біржі у 1987 р., нестабільність на японському ринку нерухомості наприкінці 1980-х років, колапс британської транснаціональної фінансової установи Baring тощо. Однак і ця система не виключала того, що зміни монетарних умов у провідних

країнах можуть мати далекосяжні зовнішні ефекти, які поширюються на всю глобальну економіку. Тут необхідно навести приклад радикальних змін тренду курсу долара у 1980-х роках внаслідок зміни макроорієнтирів політики ФРС, кризи Європейської валютної системи 1991–1992 рр., дефляційний ухил Банку Японії з початку 1990-х років тощо. Зазначені кризові явища та макрофінансові стреси ставали тим більш значимими, чим інтенсивніше інтегрувалась економіка світу.

Що ж до решти країн, то розвал бретонвудського устрою та можливості плаваючого курсу не були реалізовані в напрямі підвищення монетарної та фінансової стабільності. Намагання обмежувати коливання валютного курсу, фіксовані режими в сукупності з браком ефективності макроекономічної політики зумовили фундаментальну проблему циклічної зміни стабілізацій та криз. Попри те, що такі “цикли” не мали суттєвого впливу на погіршення глобальної нестабільності через їх обмежуючий вплив на процес глобальної інтеграції таких країн, вони не виключали ситуацію, коли зовнішні кон’юнктурні умови на світових товарних ринках або ж глобальні монетарні умови, що створюються внутрішньою політикою розвинутих країн, впливали на прискорення настання кризи чи уповільнення виходу з неї у світлі залежності кондицій фінансування платіжного балансу від екзогенних процесів.

Тенденції останніх років відображають якісну трансформацію проблеми платіжного балансу як джерела глобальної фінансової нестабільності. Така трансформація включає зміну ролі валютного курсу в процесах пристосування до нових рівноважних умов у розвинутих країнах, модернізацію функцій валютного ринку, покращення зовнішньої позиції країн, що розвиваються, на тлі виникнення нових та збереження ряду традиційних ризиків валютно-фінансової кризи.

Валютний курс у розвинутих країнах: зміна ролі

Традиційно проблема валютного курсу в розвинутих країнах з часів переходу до плаваючого режиму зводиться до двох фундаментальних проблем, які однаково стосуються глобальної фінансової стабільності як явища. По-перше, – це зв’язок валютного курсу з фундаментальними процесами. По-друге, волатильність валютного курсу. Іншим виміром цієї проблеми є розщеплення поведінки валютного курсу на тренд та поточну волатильність. Глобальний резонанс цієї діади в аспекті забезпечення стабільності пов’язується з тим, що курсові співвідношення між валютами

провідних країн є індикаторами для решти світу, а також якорем потоків капіталу та розвитку міжнародної торгівлі. Виникнення широких оптимальних валютних зон шляхом появи гравітаційних сил у сфері коливання процентних ставок, їх кореляції, руху портфельного капіталу, ПП і потоків торгівлі стало вимірником фактичного функціонування валютного блоку, сучасні аналоги яких відрізняються від історично відомих вагомим значенням макроекономічних факторів²⁷⁹.

Щодо самого зв'язку між номінальним валютним курсом та фундаментальними процесами, то можна побачити:

а) поступове послаблення значення інфляційних диференціалів у розрізі країн мірою того, як розвинуті країни переходили до політики стабільності цін. Ув'язка курсу з поведінкою інфляції була актуальна у ранній постбретонвудський період та, певною мірою, в рамках функціонування Європейської валютної системи. Так, коливання курсів після 1973 р. відображали пристосування до вже нагромаджених диспаритетів у сфері торгівлі та фінансів за часи обмежених курсових коливань та нерівномірної монетарної експансії. В подальшому у коливанні курсів можна було побачити відмінності у антиінфляційних перевагах центральних банків, що стало особливо актуально впродовж 1980-х років. Наближення до гомогенної інфляції одразу кристалізувало значення інших детермінант поведінки номінальних валютних курсів, зокрема, стану у реальному секторі²⁸⁰;

б) платіжний баланс як фактор поведінки валютного курсу ставав актуальним найбільшою мірою в періоди маргінальних значень дефіциту чи профіциту поточного рахунку, що підтверджують дані по епізодах його реверсів²⁸¹. Але розвиток ринків капіталу ускладнив процес ідентифікації таких маргінальних значень, викликаючи до життя нове гнучке розуміння рівноваги поточного рахунку з більшим акцентом на перебуванні економіки у стані низької інфляції і довгострокової траєкторії потенційного ВВП та зайнятості;

в) валютний курс часто відображав циклічну позицію в координатах тріади (США, ЄС, Японії). Як правило, економічне зростання пов'язується із зростанням вартості валюти і навпаки;

²⁷⁹ Детальніше про це див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 241–362.

²⁸⁰ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – Р. 1–61.

²⁸¹ Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? // Journal of International Economics. – 1983. – № 14. – Р. 3–24.

г) з останнім пов'язана ситуація, коли динаміка фінансових ринків набагато більшою мірою почала зумовлювати динаміку валютних курсів, ніж диференціал процентних ставок, наявність якого також відображає відмінності у ділових циклах країн тріади. Проте така ситуація почала формуватись у 1990-х роках, контрастуючи з досвідом 1980-х.

У своїй сукупності такий зв'язок видавався дуже умовним через втрату чіткої лінійної схеми в поведінці курсу в рамках певної структурної моделі²⁸². Разом з початковою експансією ринків капіталу, валютних ринків та спекулятивних операцій це породило позицію, згідно з якою номінальні курси не детерміновані структурно, тобто не відповідають поведінці фундаментальних макроекономічних процесів²⁸³. У світлі перших успіхів переходу на політику цінової стабільності, транспарентності центральних банків та підвищення їх незалежності, валютний курс поступово втрачав образ інструменту макроекономічної політики, дедалі більше стаючи об'єктом ринкових процесів у сфері глобальних фінансів.

Що ж до волатильності валютних курсів, то тут також виявилась закономірність, яка логічно кореспондує з вищепроведеним аналізом. Короткострокові флуктуації номінальних курсів важко пояснити в рамках окремої моделі, особливо тоді, коли мова йде про одночасну поведінку трьох і більше валют. Попри наявну високу короткострокову волатильність курсів, її довгострокові значення характеризуються певною стаціонарністю, яка також не може бути пояснена певним фактором. Втрата інтересу провідними центральними банками до валютного курсу як інструмента політики одразу змінило його значення як детермінанти поведінки змінних, які логічно з ним пов'язані, наприклад торгівлі²⁸⁴. З цих міркувань, певною мірою, можна пов'язати ситуацію із послабленням прикладного значення теорії паритету купівельної спроможності та посиленням уваги до ширших макроекономічних засад оцінки рівноважності валютного курсу, що призвело до появи доктрини його фундаментально рівноважних значень. Виникнення цієї доктрини усередині 1980-х років, ставлячи за мету побудову системи запобігання курсовій волатильності, не врахувало процес подальшої експансії фінансового сектору.

²⁸² Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2000. – № 692. – P. 1–24.

²⁸³ Про теоретичні та емпіричні аспекти розвитку теорій валютного курсу див.: Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Obstfelda и Rogoffa // Вопросы экономики. – 2004. – № 1. – С. 49–65.

²⁸⁴ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – P. 1–61; Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. – Fall 2000. – P. 1–20.

З точки зору сучасної трансформації глобальної фінансової системи, з одного боку, і в світлі послаблення передавального ефекту (зв'язку між курсом та поведінкою інфляції) та підтримання цінової стабільності, з іншого боку, роль валютного курсу у розвинутих країнах продовжує змінюватись. При цьому, сучасна волатильність валютних курсів мало чим відрізняється від волатильності цін активів та цін на окремі групи товарів навіть у ретроспективі. Отже, її не варто вважати негативним побічним ефектом розвитку фінансової глобалізації²⁸⁵.

Так, експансія глобального фінансового сектора породила ситуацію, яку К. Рогофф назвав “шизофренією валютного курсу”²⁸⁶. В традиційній інтерпретації валютного курсу, останній є засобом порівняння вартості виробництва товарів у двох країнах. У такий спосіб курс забезпечував порівнюваність ефективності експорту та імпорту через баланс торгівлі, а додавання сюди номінальних змін вартості товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, дозволяло враховувати вплив факторів, пов'язаних з макроекономічною політикою. З цих міркувань курс був і, певною мірою, залишається засобом порівнювання вартості товарів. Під іншим кутом зору цю проблему можна звести до продуктивності праці чи вартості виробничих факторів, орієнтуючись на реальний обмінний курс. Проте “місія порівняння вартості” від цього суттєво не змінюється. В умовах експансії фінансового сектора, а також з посиленням взаємозамінності міжнародних фінансових активів у портфелях, що впливає з послаблення домашнього зміщення, валютний курс перетворюється на елемент вартості самих таких активів. Тут він виконує місію порівняння ефективності портфельних рішень. Така дисоціація валютного курсу, на думку Рогоффа, і призводить до ситуації, коли кожен з ізольованих підходів до оцінки його ролі в економіці може давати протилежні результати та ставати суперечливим дороговказом для макроекономічної політики. В умовах, коли обсяги фінансових трансакцій починають суттєво переважити обсяги торгівлі, орієнтація тільки на стан поточного рахунку може бути навіть шкідливою для економіки. З цих міркувань плавання курсу дає можливість врівноважити інтереси усіх секторів

²⁸⁵ Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 1–48.

²⁸⁶ Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 1–48.

економіки та на ринковій основі визначити такий рівень курсу, який буде відображати рівновагу на певний момент. Це явище суттєво контрастує з концептуальністю підходу фундаментально рівноважних валютних курсів, проте є кращою альтернативою з міркувань того, що втручання в поведінку курсів може суттєво спотворити процеси розподілу ризику між учасниками ринку, втрати від чого однозначно переважають вигоди від короткострокових можливостей обмежити флуктуації курсів з допомогою інтервенцій центробанків.

Дещо інший погляд на цю проблему Г. Кальво. Згідно з ним, сучасні валютні курси у розвинутих країнах не відповідають хрестоматійним уявленням про них як таких, що відображають процеси взаємодії національної економіки з міжнародною. Вони є похідними від реалізації монетарної політики на основі варіацій на тему правила Тейлора (детальніше див. розд. 1), а тому система курсів є “тейлорівським плаванням”, а не плаваючими курсами як такими²⁸⁷. Попри критичну оцінку такого явища, висловлену Кальво, з міркувань того, що процентні ставки є поганим номінальним якорем, необхідно відзначити, що коливання ВВП, викликані курсовими коливаннями, будуть враховані у визначенні процентних ставок центральними банками. Орієнтація на внутрішню рівновагу дозволить враховувати значення зовнішніх факторів впливу на економіку, але не через канал валютного курсу, а прямо – через ув’язку цільової інфляції та зростання ВВП, як це і передбачають згадані правила. З цих міркувань сучасну практику центробанків необхідно визнати більш прагматичною, особливо в контексті політичних доміант цінової стабільності. Однак фінансова глобалізація та прогресуюча інтеграція ринків дійсно суттєво послаблює значення процентних ставок як номінального якоря. Причина цього криється у зростаючих значеннях переливів капіталів, підвищенні чутливості таких переливів до відхилення процентних ставок від глобальних середніх, послабленні домашнього зміщення та інших структурних змін у фінансовому секторі.

Експансія фінансового сектору призводить до зміни ролі валютного курсу в процесі пристосування до нових рівноважних умов. Цей канал пристосування платіжного балансу, відомий як ефект оцінки вартості (*valuation effect*), сформувався відносно недавно завдяки тому, що величина зовнішніх активів та зобов’язань почала перевищувати ВВП у

²⁸⁷ З виступу Г.Кальво на конференції “Нові перспективи фінансової глобалізації”. Див. *New Perspective on Financial Globalization*. – IMF Economic Forum.: Wash. (D.C.), 2007, April 27. // imf.org.

розвинутих країнах в 3–4 рази, а в країнах з ринками, що виникають, у 1,5–2 рази (рис. 4.1.). Завдяки цьому, зміна валютного курсу призводить до зміни вартості активів та зобов'язань у власній валюті в масштабах, які еквівалентні чи перевищують співвідношення дефіциту/профіциту платіжного балансу до ВВП. Наприклад, якщо вартість зовнішніх активів становить 200% ВВП, то зниження курсу національної валюти на 5% призводить до підвищення їх вартості на 10% ВВП у національній грошовій одиниці і навпаки. У випадку країни, яка займає контр-позицію, її зобов'язання дешевшають на ті самі 5%, і при подібних масштабах економіки такі пасиви дешевшають на аналогічні 10%. Це відкриває широкі можливості для актуалізації ефекту добробуту за рахунок того, що корекція платіжного балансу може виступати наслідком зміни ринкової вартості самих активів без участі валютного курсу. Згідно з цим прикладом, країна, валюта якої знецінилась, опиняється в ситуації збільшення вартості своїх активів, що може спонукати до експансії споживання і збільшення попиту на імпорт, тоді як країна, валюта якої підвищилась у ціні, також стикається із ситуацією підвищення добробуту, адже її зобов'язання здешевились, що спонукає до експансії споживання відповідно до ефекту добробуту, що також збільшує попит на імпорт. У результаті збільшення попитів на імпорт у країнах-контрагентах компенсує проблему виникнення дефіциту/профіциту в кожній з них окремо. Виникає ситуація, коли пристосування платіжного балансу перетворюється на приховані трансферти доброти між країнами, інтегрованими між собою через перехресне володіння вимогами та зобов'язаннями.

М. Обстфельд зазначає, що зростання зовнішніх активів та пасивів у ВВП призводить до того, що національний дохід та торговельне сальдо у поточному рахунку стають дедалі більш неадекватними вимірниками зовнішньої позиції країни, а зміни валютного курсу для стабілізації платіжного балансу насправді справляють дестабілізуючий вплив на економіку, оскільки змінюють вартість зовнішніх активів та пасивів у непередбачуваних обсягах²⁸⁸. Значення “ефекту оцінки вартості” для США в процесі зовнішнього пристосування вже досягає третини²⁸⁹, а для розвинутих країн та країн з ринками, що виникають, значення цього ефекту за останнє десятиліття, порівняно з попереднім збільшилось від 2

²⁸⁸ Obstfeld M. External Adjustment // NBER Working Paper. – 2004. – № 10843. // www.nber.org.

²⁸⁹ Gourinchas P.– O., Rey H. International Financial Adjustment // NBER Working Paper. – 2005. – № 11155. // www.nber.org.

до 10 раз, при цьому значення цього ефекту найбільш суттєве для малих відкритих економік Європи та Азійських країн, що зазнали девальвації валюти під час кризи²⁹⁰. В умовах швидкого зростання вартості зовнішніх активів та зобов'язань відмінні процентні ставки по них призводять до зростаючих трансфертів добробуту між країнами. Структура таких активів та пасивів (домінування акцій, курси яких змінюються, а дивіденди нестабільні, чи облігацій, курси яких відносно стабільні, а дохідності можуть прив'язуватись до широкого набору екзогенних параметрів) визначає глобальну алокацію ресурсів²⁹¹. Від того, що буде домінувати в активах та пасивах – акції чи облігації – залежить характер процесу обміну добробутом між країнами-контрагентами. У параграфі 4.1. наведений приклад США яскраво ілюструє те, як традиційна роль валютного курсу втрачає здатність пояснювати поведінку поточного рахунку, внутрішнього споживання та потоків капіталу, вимагаючи аналізу структури зовнішньої позиції країни.

Розвиток фінансових систем справляє потужний вплив на процеси пристосування до нових рівноважних умов і в інший спосіб. Це стосується того, що компенсація зовнішніх шоків у розвинутих країнах приймається на себе фінансовим сектором, що не потребує цілеспрямованої корекції валютного курсу і, тим більше, володіння величезними валютними резервами²⁹². За рахунок складних схем диверсифікації та перестраховування ризиків така компенсація дуже часто не лягає тягарем на фінансових посередників, а розподіляється між усіма учасниками системи. Іншим аспектом глобальної трансформації фінансових систем є те, що їх модернізація відбувається з різною швидкістю в тих чи інших країнах. Це породжує ситуацію, коли в одних країнах фінансові системи більш реформовані та лібералізовані, позитивно позначаючись на поглибленні фінансових ринків, тим самим створюючи додаткові можливості згладжування шоків споживання та інвестицій, а в інших країнах менш реформовані фінансові системи стають причиною порівняно жорсткішого пристосування до нових рівноважних умов. Наслідком відмінностей у розвитку фінансових систем є те, що перші країни опиняються в ситуації більш волатильного поточного рахунку, порівняно з другими. Їхні фінансові системи дозволяють підтримувати значні платіжні дисбаланси.

²⁹⁰ Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 124.

²⁹¹ Lane Ph., Milesi-Ferretti G.M. Examining Global Imbalances // Finance and Development. IMF. – 2006. – Vol. 43. – № 1. – P. 5.

²⁹² Емпірично це доводиться у: Aghion Ph., Bacchetta Ph., Ranciere R., Rogoff K. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development // NBER Working Paper. – 2006. – № 12117. // www.nber.org.

Наприклад, чим більш розвинутим та глибоким є фінансовий ринок однієї країни, порівняно з іншою, тим більшою мірою фінансовий сектор першої схильний до ризикової поведінки, а рівень заощаджень у ній знижується, адже розриви у споживанні та інвестуванні забезпечується не через минулі та поточні заощадження, а через можливості перерозподіляти фінансові активи та ризики. Внаслідок цього перша країна опиняється в ситуації з низькими заощадженнями, високим поточним споживанням, платіжним дефіцитом, зростаючими чистими зовнішніми зобов'язаннями, але з високою нормою дохідності на вкладений капітал. Тоді як друга займає протилежну позицію. В підсумку це призводить до того, що дисбаланси самовідтворюються, але і самопідтримуються²⁹³. Невипадково, що такий поділ породив ситуацію, коли країни з найбільш модернізованими фінансовими системами – США, Велика Британія, Канада, Австралія, Нідерланди тощо – мають значні дефіцити поточних рахунків, тоді як Франція, Німеччина, Бельгія, Італія – тяжіють до балансу зовнішніх платежів²⁹⁴. Це узгоджується з тим, що в перших фінансові системи є більш схильні до ризику та проциклічності, хоча вони і більшою мірою спроможні розподілити ризики по усій глобальній економіці²⁹⁵. Як наслідок, роль валютного курсу в детермінації платіжних позицій послаблюється, а якщо так, то і його можливості в ролі інструмента корекції дефіцитів/профіцитів також обмежена.

Іншим аспектом цього є те, що комбінація факторів технологічних зрушень, зростання продуктивності праці і факторів розвитку фінансових ринків не завжди спроможна пояснити тренди валютного курсу без врахування процесів у глобальному фінансовому середовищі загалом. Так, впродовж 1990-х років була тенденція, коли швидше зростання продуктивності та інновацій в американській економіці призводило до швидкого зростання фондового ринку, що визначало значний попит на корпоративні фінансові інструменти, тягнучи вгору курс долара. Тобто спрацювала схема “фактори реальної економіки – циклічна позиція порівняно з країнами-контрагентами – валютний курс – платіжний баланс”. Прискорене погіршення поточного рахунку за рахунок переоцінки валюти країни, що переживає потужний позитивний шок продуктивності, втім, залишає запитання, чому такий шок не позначився

²⁹³ Mendoza E., Quadrini V., Rios-Rull J-V. Financial Integrations, Financial Deepness and Global Imbalances // IMF. 7th Jacques Polak Annual Research Conference. – 2006. Nov. 9–10. – P. 1–34.

²⁹⁴ White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20.; Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New challenges in the New Century // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–28.

²⁹⁵ How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? Chapter 4. // World Economic Outlook. – 2006. – Sept. – P. 1– 34.

на підвищенні конкурентоспроможності в експортних секторах. Адже саме за такою логікою розвивались події і у Великій Британії у ХІХ столітті, і у повоєнних Німеччині та Японії тощо. Поясненням цьому може слугувати високий екзогенний попит на активи, походженням з цієї країни. Це породжує проблему нагромадження дисбалансів у глобальній економіці, в результаті валютний курс не сам по собі почне пристосовуватись до нових рівноважних умов, а разом із пристосуванням до них дисбалансів. Саме з цих міркувань існують проблеми з виявленням внутрішніх факторів впливу на поведінку курсу долара США впродовж 1990-х років, коли монетарні та фіскальні чинники впливу на споживання/платіжний баланс не були настільки яскраво виражені, порівняно з 1980-ми (обмежувальний вплив) та 2000-ними (стимулюючий вплив)²⁹⁶. З цих міркувань валютний курс повинен розглядатися як один з інструментів корекції дисбалансів загалом у глобальній економіці, а не тільки в одній країні. Природно, що його плавання стимулює до більш ефективного виконання цієї місії (за рахунок перекладання ризиків зміни паритетів на учасників ринку), порівняно з цілеспрямованими інтервенціями, покликаними спрямувати його на траєкторію, рівноважний характер якої стає дедалі більше і більше умовний.

Експансія валютних ринків як відображення трансформації глобальної фінансової системи

Експансія валютних ринків, яка розпочалась когерентно з процесами фінансової лібералізації та переходом на плаваючі курси, дуже часто ототожнюється з розглянутою вище моделлю “відриву” фінансового сектору від реального, перетворення першого на віртуальний обіг спекулятивних операцій. Мексиканська та Азійська криза, російський дефолт та турбулентності у багатьох країнах з ринками, що виникають, впродовж 1990-х років вважають невід’ємним наслідком ринкового фінансового домінування у сфері обігу валют²⁹⁷.

²⁹⁶ Наприклад, існують дослідження, згідно яких платіжний дефіцит США може бути зведений до дії фіскальних та монетарних чинників у 1980-х та 2000-х, але не у 1990-х, при тому, що фактори продуктивності праці більше актуальні у перший період, будучи викликані першою хвилею дерегуляції та податкових реформ адміністрації Рейгана, а не впродовж 1990-х, коли почала розвиватись нова економіка та високотехнологічні компанії. Див.: Bems R., Dedola L., Smets F. US Imbalances. The Role of Technology and Policy // ECB Working Paper. – 2007. – № 719. – Р. 5–40.

²⁹⁷ Яскравим прикладом такого підходу слугують наступні праці: Стігліц Дж. Глобалізація та її тягар / Пер. з англ. – К.: Вид. дім “КМ Академія”, 2003. – 252 с.; Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С. 56–84; Роль мировых рынков в условиях глобализации // Экономика и управление в зарубежных странах (по материалам иностранной печати). – Информационный бюллетень № 2. – М.: ВИНТИ, 2003. – С. 18–32; Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О. Г. Білорус. – К.: КНЕУ, 2001. – 798 с.; Пахомов Ю. М., Лук’яненко Д. Г., Губський Б. В. Національні економіки в глобальному конкурентному середовищі. – К.: Україна, 1997. – 237 с.; Шишков Ю. Мировая финансовая система: необходимость реформ // МЭиМО. 1999. – № 11. – С. 3–8; Абалкин Л. Ещё раз о бегстве капитала из России // Деньги и кредит. – 2000. – № 2. – С. 24–30.

Однак у світлі процесів трансформації глобальної фінансової системи означений підхід необхідно визнати обмеженим та умовним. Як вже зазначалось, така трансформація передбачає становлення якісно нової фінансової системи, заснованої на функціонуванні фінансових ринків. Оскільки такі трансформації відбуваються у транскордонному режимі і опосередковуються послабленням ефекту домашнього зміщення, інституціональною глобалізацією, зростанням значення інституціональних інвесторів, які схильні до діяльності в глобальних масштабах, то це природно позначатиметься на експансії валютних ринків. Вони дедалі більше повинні брати на себе місію обслуговування фінансових трансакцій між учасниками, які оперують глобально доступними інструментами, обіг яких, однак, відбувається у мультивалютному світі. Іншою важливою детермінантою експансії валютних ринків є тривалий процес глобальної торговельної інтеграції, розширення кола учасників глобальної торгівлі і, найголовніше, зростання значення у ній країн, що вже спроможні впливати на глобальні процеси, таких як Китай та Індія. З цих міркувань швидке зростання обсягів обігу на глобальних валютних ринках потрібно визнати нормальним явищем, яке відображає становлення нової глобальної фінансової системи. Основою цього є симетрія між експансією активів фінансових установ, їх зростаючою міжнародною діяльністю внаслідок наростаючої інтеграції ринків, послаблення домашнього зміщення, з одного боку, та експансією обігу на валютних ринках – з іншого (рис. 4. 2.).

Напрямок глобалізації	Форма прояву	Наслідки для валютних ринків
Глобалізація фінансових інституцій	Транскордонні злиття і приєднання, бізнес-експансія на закордонні ринки	Зростання глобальних потоків капіталу та необхідність здійснення транскордонних операцій у глобальній фінансовій системі, що інтегрується, але залишається у мультивалютному середовищі, внаслідок чого відбувається зростання обігу на глобальних валютних ринках
Зростання активів фінансових компаній та їх міжнародної діяльності	Послаблення ефекту домашнього зміщення, зростання значення глобальної диверсифікації	
Розвиток внутрішніх фінансових ринків та їх лібералізація	Збільшення значення внутрішніх інструментів, що мають глобальний обіг, активність нерезидентів	
Реальна глобалізація	Зростання ПІІ та зовнішніх позицій країн	
Торгівля	Розширення кола глобальних торговельних партнерів	

Рис. 4.2. Трансформація глобальної фінансової системи та наслідки для валютних ринків

Табл. 4.14. демонструє, що загальний середньоденний обіг на традиційному валютному ринку за останні 15 років зріс майже у 4 рази, суттєво випереджаючи зростання обсягів примноження фінансового капіталу.

Таблиця 4.14.

Середній щоденний обіг глобального валютного ринку, млрд. дол. США

Операції	1992	1995	1998	2001	2004	2007
млрд. дол. США						
Спот	394	494	568	386	621	1005
Форвард аутрайт	58	97	128	130	208	362
Валютні свопи	324	546	734	656	944	1714
Помилки	43	53	61	28	107	129
Разом	820	1190	1490	1200	1880	3210
%						
Спот	-	-	40	33	35	33
Форвард аутрайт	-	-	9	11	12	12
Валютні свопи	-	-	51	56	53	56
Місцеві	-	-	46	43	38	38
Транскордонні	-	-	54	57	62	62

Джерело: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market. – BIS: 2007. – P. 5–6.

З табл. 4.14. видно продовження тенденції до загального збільшення обсягу валютних операцій на традиційному валютному ринку разом із суттєвим посиленням значення їх здійснення у транскордонному режимі. Якщо ще наприкінці 1990-х років співвідношення в обсягах загального обороту по місцевих та транскордонних операціях становило, відповідно, 46% проти 54%, то вже у 2007 р. простежується яскраво виражене домінування транскордонних операцій. Зазнає змін і структура обігу. Домінування валютних свопів незначно посилюється разом із зростанням частки форвардних операцій, але це відбувається за рахунок скорочення питомої ваги спот операцій. В сукупності обидві тенденції кореспондують із посиленням трансформації глобальної фінансової системи.

Подібними є процеси на ринку деривативів. Зростання валових зовнішніх позицій країн у сукупності із послабленням ефекту домашнього зміщення трансформує значення хеджування ризиків. Якщо глобалізація спонукає до природної затребуваності диверсифікації активів та пасивів, розширення географічних меж ринків та зростання кількості доступних інструментів, то посилення значення транскордонних трансакцій вимагає перестраховування валютних ризиків, які виникають при цьому. З цих міркувань наявність ринку деривативів в умовах плаваючих курсів стає невід'ємним елементом успішного функціонування та алокаційної

ефективності глобальної фінансової системи, що трансформується. Табл. 4.15. демонструє, що зростання обігу на цьому ринку цілком подібний до того, як розвивається традиційний валютний ринок (табл. 4.14.). Так само це актуально для зростання значення транскордонних операцій з деривативами та переростання такого зростання в якість домінування по переважній більшості видових позицій (табл. 4.16.).

Необхідно окремо наголосити на тому, що процентні інструменти дедалі радикально відриваються від валютних за обсягами операцій. Зростання обігу суто валютних деривативів приблизно відображає приріст обсягів глобальної торгівлі, тоді як якісний відрив процентних інструментів демонструє фундаментальне зростання ваги фінансових трансакцій у глобальних економічних процесах. Прикметним тут є те, що найбільш динамічним процентним інструментом є свопи. Їх застосування, як правило, концентрується на обслуговуванні операцій з фіксованим доходом. Якщо взяти до уваги, що експансія глобальних облігаційних ринків відображає складні та взаємопов'язані процеси фінансування бюджетних дефіцитів, розміщення валютних резервів, формування резервів приватними фінансовими компаніями, застосування їх в стратегіях хеджування багатьма інвестиційними компаніями відповідно до тенденції до послаблення домашнього зміщення, то і випереджаюче зростання операцій з процентними свопами логічне. Операції з обігу позичкового капіталу стають глобальними, але залишаються прив'язаними до мультивалютної сітки на фінансовому ринку, що дедалі більше інтегрується.

Таблиця 4.15.

**Середньоденний обіг на глобальному ринку деривативів,
млрд. дол. США**

	1998	2001	2004	2007
Валютні інструменти	97	67	140	291
Валютні свопи	10	7	21	80
Опціони	87	60	117	212
Інші	0	0	2	0
Процентні інструменти	265	489	1025	1686
Форвард аутрайт	74	129	233	258
Свопи	155	331	621	1210
Опціони	36	29	171	215
Інші	0	0	0	1
Помилки та упущення	13	19	55	113
Разом	375	575	1220	2090

Джерело: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market. – BIS: 2007. – P. 10.

Таблиця 4.16.

**Середньоденний обіг глобального ринку деривативів
за міжнародним характером операцій, млрд. дол. США**

Операції	1998	2001	2004	2007
Разом				
З ділерами, що звітують БМР	203	354	556	903
Місцеві	91	146	210	337
Транскордонні	111	209	345	566
З іншими фінансовими інституціями	109	159	499	870
Місцеві	53	63	211	247
Транскордонні	56	96	288	623
З не-фінансовими інституціями	50	42	103	202
Місцеві	30	24	42	68
Транскордонні	21	18	62	134
Валютні інструменти				
З ділерами, що звітують БМР	53	32	61	103
Місцеві	20	10	22	24
Транскордонні	33	22	39	79
З іншими фінансовими інституціями	20	17	49	123
Місцеві	8	7	16	33
Транскордонні	12	10	32	89
З не-фінансовими інституціями	24	18	24	66
Місцеві	13	10	10	31
Транскордонні	10	8	14	35
Процентні інструменти				
Із ділерами, що звітують БМР	150	323	494	800
Місцеві	71	135	188	313
Транскордонні	78	187	306	487
З іншими фінансовими інституціями	89	142	450	747
Місцеві	46	57	195	213
Транскордонні	44	85	256	534
З не-фінансовими інституціями	27	25	79	136
Місцеві	16	15	32	37
Транскордонні	10	10	47	99

Джерело: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market. – BIS: 2007. – P. 11.

Показники річного обігу деривативів відображають аналогічну тенденцію. Простежується чітка кореспонденція у швидкому зростанні тих операцій з хеджування ризику, які обслуговують глобальну диверсифікацію активів у мультивалютному світі. Це стосується процентних свопів (табл. 4.15.–4.16.), процентних ф'ючерсів та процентних опціонів, а також збільшення обсягів операцій щодо хеджування ризику зміни індексу ринків акцій – ф'ючерсів та опціонів на індекс ринку корпоративних інструментів (табл. 4.17.).

Однак те, що стрімке зростання обсягів останніх все одно поступилося динамізму операцій з процентними інструментами, засвідчує глибокі структурні зрушення у фінансовій системі в напрямі посилення спектру функціонального призначення ринку інструментів з фіксованим доходом. Однак тут необхідно виділити ще одну фундаментальну тенденцію. Так, стрімке зростання світових фондових ринків наприкінці 1990-х років вплинуло на те, що інструменти з хеджування коливання ризику зміни індексу почали динамічно розвиватись. Наприклад, обсяги операцій з процентними інструментами з 1996 р. по 2000 р. зросли в півтора рази, а опціони та ф'ючерси щодо індексу акцій – у 2–4 рази. Однак вже впродовж 2000-х років ситуація змінилась. Операції щодо індексів продовжували динамічно зростати, але вони суттєво поступились швидкості примноження обсягу операцій з процентними інструментами. Такі радикальні зміни засвідчують наявність монетарного фактора. Експансія глобальних валютних резервів, платіжні дисбаланси та масштабні бюджетні дефіцити на тлі глобально низьких процентних ставок зумовили величезний попит на цей тип операцій. Комбінація розкручування спіралі глобальних дисбалансів та трансформації фінансової системи змінили значення глобальних потоків капіталу з фіксованим доходом: вони обслуговують одразу і монетарні процеси глобального рівня, і фінансові, і взаємозв'язки між ними, підвищуючи ризики зміни ставок та невизначеність щодо перспективи тренду. Враховуючи масштаби дисбалансів та обсяги активів фінансової системи будь-які незначні зміни глобальних процентних ставок одразу означають зміни в обсягах потоків капіталу в глобально значимих обсягах. Саме тому можна спостерігати такий величезний інтерес до перестраховування ризику зміни процентних ставок, що відображається у радикальному збільшенні частки відповідних інструментів у структурі глобального обігу деривативів (табл. 4.17.).

Таблиця 4.17.

Середньорічні обсяги операцій з деривативами, млрд. дол. США

	1993	1996	2000	2004	2007
Процентні ф'ючерси	4960,4	5979,0	7907,8	18164,9	28737,5
Процентні опціони	2361,4	3227,8	4734,2	24604,1	48533,5
Валютні ф'ючерси	34,7	37,7	74,4	103,5	423,9
Валютні опціони	75,9	133,4	21,4	60,7	82,8
Ф'ючерси на індекси ринку акцій	110,0	195,9	377,5	635,2	1191,6
Опціони на індекси ринку акцій	231,6	394,5	1148,4	3023,8	8054,0
Разом	7774,1	10018,2	14263,8	46592,3	87023,2
Північна Америка	4359,9	4841,2	8168,0	27608,3	52596,5
Європа	1777,9	2828,0	4193,9	16607,8	28883,3
Азійсько-тихоокеанський регіон	1606,0	2154,0	1611,8	2426,9	4830,1
Інші	30,3	195,0	286,2	249,3	713,3

Джерело: Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – P. 142–143.

Структурні реформи фінансової системи разом із зростанням доступності нових технологій здійснення фінансових трансакцій позначились на появі нової тенденції. Спостерігається розширення кількості країн, валют, ринків та інструментів, на яких відбувається здійснення глобальних валютних операцій. Так, якщо на початку 1990-х років обіг валютного ринку в країнах з ринками, що виникають, та нових індустріальних країнах, взагалі не відображався в статистиці глобальних обігів валютного ринку, то вже у 2007 р. частка цих країн коливається на рівні 0,1–2%. Як не дивно, але за цей період зросло значення периферійних валют розвинутих країн (валюти окрім долара США, німецької марки – євро, британського фунта, швейцарського франка, японської єни, французького франка) з 0,2–2,5% на початку 1990-х років до 1,9–4,2%. Ця тенденція у приблизно однакових пропорціях, відповідно, стосується таких показників як географічний розподіл глобального обігу традиційних валютних ринків та ринку деривативів. Так само валюти практично усіх розвинутих країн та країн з ринками, що виникають,

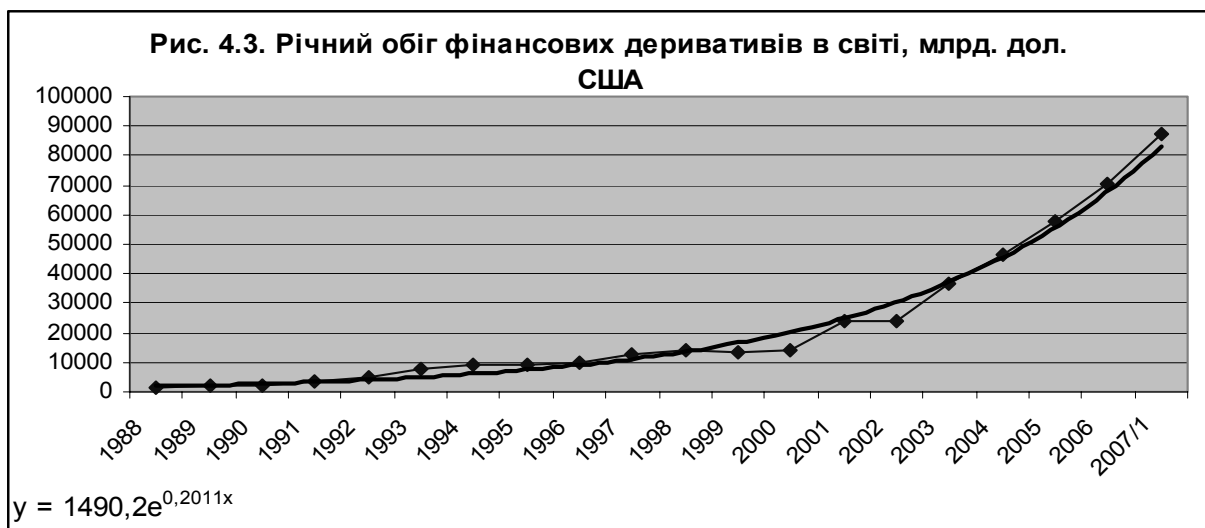
беруть участь в операціях з обігу деривативів. Як правило, зростання значення указаних показників відбулося за рахунок зниження ролі єни. Значення британського фунта та швейцарського франка за останні 15 років дещо посилились, але при цьому різко зросло значення Лондона як фінансового центру світу²⁹⁸.

Незважаючи на те, що деяке зростання значення згаданих показників не може йти у порівняння із тою питомою вагою, яка, відповідно, припадає на долар та євро, простежується певна суперечлива тенденція. Модель поділу світу за принципом світових фінансових центрів не втрачає своєї актуальності, навіть навпаки, посилює свої структурно визначальні риси. Крім цього, спостерігається включення нових ринків та нових валют до системи глобальних фінансових операцій. З одного боку, ця тенденція демонструє розширення меж глобального фінансового ринку, зокрема, за рахунок включення нових учасників з новими валютами та інструментами. Ці процеси не могли би відбуватись без суттєвих структурних зрушень у сфері функціонування фінансової системи приблизно одразу в багатьох країнах світу. Так само зниження інфляції, жваве економічне зростання та профіцитні платіжні баланси суттєво покращили позиції країн з ринками, що виникають, в очах глобальних інвесторів. Сприяє цьому також лібералізація фінансових систем, набуття досвіду та посилення орієнтації на внутрішні запозичення та розвиток внутрішніх облігаційних ринків, що стало альтернативою зовнішнім запозиченням (параграф 4.1.). Поєднання процесів трансформації фінансових систем та розширення кола елементів включення у фінансову глобалізацію за рахунок зростання доступності ще недавно не значимих валют, ринків та інструментів призводить до того, що мультивалютність у проекції на інтеграцію фінансових ринків починає виконувати певну зв'язну роль між потребою у нових ринках для задоволення вимоги щодо ефективної диверсифікації та процесами адаптації фінансових систем до функціонування у більш ліберальних умовах.

З іншого боку, ці процеси призводять до суттєвого ускладнення глобальної фінансової системи та розширення кола джерел потенційних ризиків. У таких умовах глобальна фінансова стабільність дедалі більше перетворюється у похідну надійності функціонування розрізнених макро- та мікрорівневих складових практично одразу у всіх регіонах світу.

²⁹⁸ Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market. – BIS: 2007. – P. 7–14.

Мультивалютність з цієї точки зору стає контрадикторним явищем щодо процесу фінансової інтеграції, збільшуючи потенційну ризикогенність у тих вузлових місцях, які поєднують макроекономічну ситуацію у світі та в розрізі країн, імперфекції глобальних ринків капіталу, глобальні монетарні процеси (глобальні процентні ставки, глобальна інфляція, ціни на первинні ресурси тощо), автономні зрушення у ставленні інвесторів до ризику. Тобто ризики валютних криз, раптових зупинок припливу та втечі капіталу (кризи по типу *Sudden Stop* – від англ. раптова зупинка) та міграції потрясінь через кордони не зникають. З цих міркувань динаміка хедж-операцій з допомогою деривативів стає самовідтворюваною, що виливається у експоненціальне зростання обсягів їхнього обігу (рис. 4.3.).



Джерело: Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – P. 142–143.

З рис. 4.3. видно, що перетворення тренду зростання обсягу операцій з деривативами на експоненціальний відбулося після 2002 р., а з 2004 р. зростання обсягу операцій навіть випереджає тренд. Таке спостерігалось тільки впродовж 1993–1995 рр. – період перед та після мексиканської валютної кризи, що можна пов'язати з тим, що ринки були готові до потрясіння. Зокрема, азійська криза не вплинула на збільшення обсягу цих операцій ні на передодні, ні після. Це підтверджує те, що вона була не прогнозованою. Перший злам фактичного обсягу деривативів відбувся у 1992 р. і пов'язаний найімовірніше з кризою Європейської валютної системи. Наступний злам у динаміці обігу відбувся в період краху ринку фірм нової економіки (2000–2001 рр.). Однак після 2002 р. зростання інтересу до хедж-операцій переросло у явище зі структурними якостями.

Одним з пояснень цього виступила розвідка Х. Аппера. Зростання в обсягах щоденних трансакцій на ринку деривативів ним пояснюється намаганнями випередити поведінку центральних банків щодо зміни короткострокових процентних ставок. Сам Х. Аппер визнає певний парадокс цього. Більш трансперентні та передбачувані центробанки не поводять себе в напрямі, який не міг би бути врахований ринками, внаслідок активності яких відбулося би формування кривої доходності, що базується на раціональній інтерпретації поведінки операційних ставок на грошовому ринку. Однак обсяги укладання угод із хедж-операцій щодо процентних ставок кореспондують з динамікою ставок провідних центробанків. Зростання ставок означає збільшення обсягу укладених угод. На думку Х. Аппера, це говорить про те, що кожне наступне підвищення ставок центробанками розглядалось ринками як таке, що не відповідає очікуванням щодо їх поведінки. Він робить загальний висновок: ринок деривативів зростає мірою невизначеності щодо поведінки монетарних органів у майбутньому²⁹⁹.

Такий підхід необхідно визнати досить поверховим з тих міркувань, що він зачіпає тільки зовнішній емпіричний аспект зв'язку між укладанням хедж-операцій з допомогою процентних інструментів та поведінкою центральних банків. Перетворення експансії ринку деривативів на структурний елемент глобальних фінансів, не асоціюючи його тільки із ситуацією на грошових ринках, підтримують дослідники з МВФ. Вони відзначають, що розростання ринку деривативів змінило глобальну фінансову систему у таких сферах:

- підвищення гнучкості та повноти глобальних фінансових ринків;
- розширення можливостей динамічного хеджування ризиків;
- виникнення своєрідного лівереджу, який дозволяє розширювати активні операції через те, що відкриті позиції перестраховані, отже не потребують формування резервів на покриття відповідних ризиків;
- підвищення системного ризику, у випадку накладання турбулентності ринку базового активу та ринку деривативів;
- формування передумов для неспроможності визначення кінцевого носія ризику та напрямку його трансферту, внаслідок чого неможливо визначити, чи ризик перекладено на резидентів чи на нерезидентів³⁰⁰.

²⁹⁹ Upper Ch. Derivatives Activity and Monetary Policy // BIS Quarterly Review. – 2006. – Sept. – P. 65–76.

³⁰⁰ Modern Banking and OTC Derivatives Markets: The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk // IMF Occasional Paper. – 2001. – P. 1–72.

Указане дослідження, втім, не містить розгляду та узагальнення з приводу структурних змін у глобальній економіці, які би позначились на симетричному перетворенні ринку деривативів у структурний елемент глобальних фінансових процесів. Тут необхідно відзначити, що на аналізований період часу припали реформи макрополітики та фінансових систем відповідно до врахування уроків Азійської кризи, які призвели до розширення можливостей глобальних інвестицій в активи з країн з ринками, що виникають. Зросли обсяги діяльності фінансових інституцій загалом та в міжнародному вимірі за рахунок послаблення домашнього зміщення; знизилась глобальні процентні ставки, які потенційно заохочують до ризикової поведінки. Продовжили нагромаджуватись глобальні дисбаланси, які відродили відносно забуте джерело нестабільності – ризик курсу ключової валюти та попиту на неї (долара США), але і породили нові джерела – зростання цін первинних ресурсів, невизначеність щодо наряду диверсифікації глобальних валютних резервів, прогнозований шок європейської економіки від різкого зростання глобального попиту на євро тощо. Розширення діапазону та рівня ризиків глобальної фінансової стабільності стало принципово важливою детермінантою самовідтворення в розвитку ринку деривативів, зокрема ув'язки експоненціального тренду їх динаміки з іншими експоненціальними трендами – глобальних валютних резервів, кредитних агрегатів, вартості активів, зовнішніх позицій тощо³⁰¹. З іншого боку, домінування процентних інструментів, а не валютних, у структурі емісії деривативів, відображає зростаюче значення потоків капіталу та ризиків, які пов'язані з інвестиціями в інструменти фондового ринку (акції та облігації) та із прогресуючим значенням глобальної диверсифікації активів. Прискорене зростання інструментів, які дозволяють страхувати ризик зміни курсів акцій, відображає суттєве підвищення ролі волатильності ринку корпоративних паперів в глобальній фінансовій системі. Обвал сегменту високотехнологічних компаній та корпоративні скандали початку 2000-х рр. демонструють, що в умовах нагромаджених зовнішніх активів та пасивів, які в декілька разів перевищують ВВП, флуктуації капіталізації фондових ринків можуть мати більше негативних наслідків для глобальної економіки, ніж волатильність валютних курсів, які і так відірвані від фундаментальних процесів. Поєднання указаних

³⁰¹ Детальніше про це див.: Козюк В. В. Макроекономічні наслідки експоненціальних трендів глобальних фінансових дисбалансів // Економіка України. – 2007. – № 6. – С. 25–35.

фінансових трансформацій з монетарними проблемами глобального рівня – зв'язку між значенням долара у глобальній економіці та платіжними дисбалансами – призводить до необхідності суттєвого уточнення рівнів утворення ризику, без чого пояснення такого карколомного зростання ринку деривативів буде дуже обмеженим.

Тут можна виділити принаймні п'ять рівнів ризику.

Перший рівень пов'язаний з глобальними монетарними процесами і відображає невизначеність щодо пристосування глобальних фінансових дисбалансів, глобальних процентних ставок, курсу провідних валют, або ж невизначеність щодо наслідків монетарних взаємин між США, зоною євро та азійськими країнами, які нагромадили величезні валютні резерви. Певною мірою сюди можна віднести і провідних експортерів нафти. Значимість ризиків цього рівня впливає з того, що від того, як його будуть оцінювати економічні агенти багато в чому залежить те, яким буде характер самих дисбалансів – рівноважним, чи нерівноважним, з відповідною невизначеністю щодо характеру пристосування та розподілу втрат і вигод, наслідків щодо поведінки глобальної ліквідності тощо. З іншого боку, така значимість має конкретні макроекономічні форми у вигляді динаміки економічного зростання. Також важлива достатність гнучкості економіки в процесі пристосування до: умов глобальної конкуренції; змін у валютних курсах провідних валют не тільки в країнах-емітентах таких валют, але й у цілих валютних блоках; коливань глобальної ліквідності. Це так само стосується інфляції, адже прив'язка до валюти, яка падає, підвищує інфляційний фон, а прив'язка до валюти, яка зростає, може викликати рецесію, якщо економіка недостатнього гнучка для того, щоб дефляція у ній розглядалась як така, що не є загрозою для споживання та інвестицій. Аналогічно, в умовах кризи ліквідності більш гнучка економіка має більше шансів на швидке одужання, а в умовах надлишкової ліквідності довіра до центрального банку може уповільнювати підвищення рівня інфляції.

Другий рівень ризику пов'язаний з поведінкою капіталізації ринку акцій та облігацій за того чи іншого характеру потоків капіталу, що визначається наслідками монетарних процесів глобального рівня, або, іншими словами, поведінкою глобальної ліквідності. Профіцитні країни можуть знизити свій попит на активи дефіцитних країн, а останні можуть обмежити свій попит на товари перших. Можливі й інші варіанти. Наприклад, перші знижують попит на інструменти з фіксованим доходом,

а другі зменшують вивіз капіталу у вигляді ПІІ чи у вигляді придбання корпоративних інструментів. У будь-якому випадку ризик зміни відносних дохідностей на тому чи іншому сегменті фінансового ринку в глобальних масштабах залишається.

Третій рівень ризику стосується проблеми пошуку варіантів диверсифікації. Він торкається розглянутої вище картини, коли фінансова глобалізація сприяє інтеграції ринків, яка знижує ефективність диверсифікації на, умовно кажучи, відомій частині фінансового ринку, але вона і призводить до розширення доступу до ринку інструментів з нижчими інвестиційними якостями, які, однак, дозволяють зберегти вигоди від диверсифікації. В більш конкретному варіанті цей рівень ризику може стосуватись зростання в глобальних активах частки інструментів з ринками, що виникають. Так само зниження глобальних ставок і з огляду на монетарні процеси, і з огляду на ставлення до ризику знижує спреди по інструментах з низьким рейтингом набагато більше, ніж по інструментах з високим. Це загрожує виникненню системного ризику та актуалізує проблему морального ризику, стадної поведінки, міграції криз тощо.

Четвертий рівень ризику стосується поточної кон'юнктури на фінансовому ринку. Його окремим різновидом можна назвати намагання перестрахувати ризики кожним окремим учасником ринку. По-суті, це є мікроекономічний вимір ризику, який демонструє оптимізаційну поведінку інвестора.

П'ятий рівень стосується ризику зміни ставлення до ризику з боку глобальних інвесторів. Він не стільки ієрархізований, як попередні, скільки наскрізний. Від цього ризику в дуже багатьох випадках залежать процеси, які породжують ризик на кожному із розглянутих вище рівнів. По-суті, хеджування цього ризику є спробою інвесторів перестрахуватись від наслідків раптових змін у суб'єктивних настроях своїх колег. Те, що такий ризик стає відносно новим явищем, пов'язано із зростанням зайнятих у фінансовій індустрії та розширенням діапазону інформації, необхідної для прийняття оптимального рішення в глобальному вимірі та в режимі реального часу. Тут також потрібно зауважити, що якщо кожен з учасників усвідомлює залежність тих чи інших макрофінансових процесів від суб'єктивних сприйнять, то розуміння функціонування системи загалом буде базуватись на уявленні про неї як про перманентно нестабільну.

Виходячи з цього, можна пояснити процеси експоненціального зростання ринку деривативів. За цим криється багаторазове перестраховання відкритих позицій та втрата остаточного визначення того, на кого припадатиме фінальний тягар по оплаті вимог контрактів. Цьому сприяє функціональна сегментація ринку деривативів, як це демонструє Аппер³⁰². Однак сам факт того, що прирощення обігу таких інструментів відбувається такими темпами, демонструє дуалістичну картину: примноження ризиків та їх перестраховання парадоксально об'єднується в один динамічний процес.

Країни, що розвиваються: традиційні та нові проблеми

На відміну від розвинутих країн, у решті світу історія валютно-курсових проблем більш тривала і більш суперечлива. Ще за часів золотого стандарту теперішні країни з ринками, що виникають, та ті, що розвиваються, характеризувались частими змінами валютних паритетів та неспроможністю жорсткого слідування ідеології розмінності банкнот на золото. Дефолти також були досить поширеним явищем, особливо в Латинській Америці. Бретон-вудська епоха також відзначилась рядом контроверсійних моментів. Як відомо, вона передбачала фіксовані курси, які через багатосторонній офіційний механізм врегулювання могли бути змінені за згоди МВФ. Однак вже тоді відомий фахівець у сфері міжнародних монетарних проблем П. Кенен висунув ідею необхідності збереження фіксованих курсів тільки між розвинутими країнами, а решта світу повинна мати плаваючі курси для швидкого пристосування до зовнішніх шоків³⁰³. З одного боку, така позиція могла відображати об'єктивний погляд на проблему обмеженої ефективності потоків капіталу фінансувати платіжні дисбаланси цих країн. Тим більше, що реалізація стратегії імпортозаміщення в багатьох з них і так призвела до швидкого нагромадження значних зовнішніх зобов'язань. Проблема дефіцитних платіжних балансів тільки загострювала проблему економічного зростання та макроекономічної стабільності в багатьох регіонах світу³⁰⁴. З іншого боку, плаваючі курси дозволяють краще пристосовуватись до шоків малим відкритим економікам, залежним від експорту з низьким ступенем обробки.

³⁰² Upper Ch. Derivatives Activity and Monetary Policy // BIS Quarterly Review. – 2006. – Sept. – P. 65–76.

³⁰³ Кенен П. Теория оптимальных валютных зон: эклектический подход // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 92–116.

³⁰⁴ Проблеми зв'язку між моделями зростання, платіжним балансом та зовнішньою заборгованістю підняті у багатьох працях. Наприклад: Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – С. 37–57; Федякина Л. Н. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. – М.: Дело и Сервис, 1998 – 304 с.; Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. – М.: Экономика, 2000. – 324 с.

Розпад Бреттон-вудської системи та нафтові шоки 1970-х стали перманентним викликом стабільності платіжних балансів країн, що розвиваються. Різке погіршення умов торгівлі та здороження вартості зовнішніх запозичень внаслідок зростання світових процентних ставок виступили фоном актуалізації макроекономічної нестабільності у багатьох країнах цієї групи. Проте однією з найбільших проблем у сфері макроекономічної стабільності були слабкі центральні банки та фіскальні дисбаланси. Звичайно, активістська монетарна і фіскальна політика часто виступали альтернативою подолання жорстких бюджетних обмежень країни, що формувались на рівні міжнародної економіки. З цих міркувань практично усі 1970–1980-ті роки охарактеризувались борговими та гіперінфляційними джерелами макроекономічної нестабільності, які тою чи іншою мірою зачіпали розвинуті країни, але тою мірою, якою відображали зворотній процес: ступінь залежності Півдня від Півночі. На цьому тлі домінуючий вибір країн, що розвиваються, у сфері валютних курсів – орієнтація на фіксовані режими та режими, що передбачають обмеження курсових коливань, почали суттєво контрастувати з політикою у розвинутих країнах. Така орієнтація багато в чому переслідувала антиінфляційні цілі та, певною мірою, віддзеркалювала зміни в структурі зовнішньої торгівлі. Поступове збільшення частки товарів з вищим ступенем обробки заохочувало орієнтацію на обмежені курсові коливання. Це зумовило фундаментальний розрив у характері реалізації монетарної політики у розвинутих країнах та в країнах з ринками, що виникають. Перші з переходом до плаваючих курсів та орієнтацією на забезпечення цінової стабільності втратили інтерес до нагромадження валютних резервів, тоді як для других валютні резерви перетворились на ключовий фактор монетарної політики, оцінки її ефективності та верифікації загальної макрофінансової стабільності. Структурні реформи 1980-х та першої половини 1990-х, перехід до стратегії експортоорієнтованого зростання та загальний вектор розвитку в сторону лібералізації, модернізації на засадах монетарної стабільності та фіскальної стриманості не змінили ключової ролі валютних резервів. Більше того, це однаково стосується як країн, що оголосили про плаваючі курси, так і тих, що притримувалися фіксованих курсів. Порівняння коливань процентних ставок, валютних резервів та забезпеченості резервами у країнах, що розвиваються, з розвинутими країнами – доказ на користь високої залежності перших від зовнішніх активів центробанків (табл. 4.18.).

Окремі країни з плаваючими курсами: волатильність валютних курсів, процентних ставок та валютних резервів у 1990-х рр.

	Волатильність			Співвідношення волатильності		Валютні резерви		
	ВК	ПС	ВР	ВК/ПС	ВК/ВР	В місяцях імпорту	В % ВВП	В % до широких грошей
Болівія	0,3	1,2	6,7	0,3	0,0	5,2	10,9	25,1
Чилі	1,6	3,6	3,0	0,4	0,5	8,9	22,2	55,5
Колумбія	2,5	6,5	3,0	0,4	0,8	6,0	9,9	49,1
Гамбія	0,8	0,1	3,7	6,6	0,2	5,7	25,7	103,1
Гана	1,8	1,5	11,0	1,2	0,2	2,9	9,5	57,7
Індія	1,8	0,4	3,9	4,2	0,5	6,8	5,5	12,5
Маврикій	1,8	0,6	4,4	3,2	0,4	3,6	18,7	25,4
Мексика	4,6	9,1	19,7	0,5	0,2	2,5	6,1	23,5
Перу	1,0	4,2	3,4	0,2	0,3	14,2	15,8	73,5
Сінгапур	2,4	1,0	2,6	2,4	0,9	7,1	81,3	95,2
ПАР	3,2	0,9	20,2	3,6	0,2	1,1	2,4	3,9
Шрі Ланка	0,5	13,6	4,7	0,0	0,1	4,3	14,4	45,6
Танзанія	2,4	5,2	19,9	0,5	0,1	3,3	5,5	29,4
Туреччина	2,0	9,1	8,1	0,2	0,3	4,7	9,3	36,8
Уругвай	0,7	9,7	6,2	0,1	0,1	3,7	7,1	18,0
Замбія	4,0	2,7	113,1	1,5	0,0	1,9	6,8	42,8
Зімбабве	5,2	3,9	28,9	1,3	0,2	1,7	5,7	23,6
Німеччина	2,6	0,1	2,3	22,4	1,1	2,1	3,6	6,3
Японія	4,3	0,1	3,0	35,9	1,4	7,5	4,7	4,2
США	1,5	0,1	3,6	11,2	0,4	0,9	0,8	1,5
Австралія	2,5	0,2	6,8	15,9	0,4	2,5	3,7	5,8
Канада	1,4	0,4	7,2	3,3	0,2	1,2	3,1	5,2
Ізраїль	2,2	0,6	5,5	3,5	0,4	2,8	15,9	19,2
Нова Зеландія	2,7	0,7	6,5	4,0	0,4	3,9	7,7	9,2
Велика Британія	1,9	0,3	3,5	5,5	0,5	1,5	3,0	3,0

Примітка: ВК – валютний курс; ПС – процентні ставки; ВР – валютні резерви.

Джерело: Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – Р. 30.

Посилення інтеграції країн, що розвиваються, з фінансовими ринками, які швидко глобалізувались, виявило нові проблеми з точки зору глобальної фінансової стабільності. Наявність конфлікту цілей монетарної політики, волатильні потоки капіталу, імперфекції фінансових ринків, доларизація та неможливість запозичень у власній валюті на тривалий термін (так звана гіпотеза “первородного гріха”, від англ. – *original sin*) стали вузловим елементом глобальних фінансових потрясінь практично усіх 1990-х, початку 2000-х років. Теоретичні передумови аналізу глобальних валютно-фінансових потрясінь були сформульовані в категоріях міжчасової оптимізації споживання. Особливості цього коріняться у недовірі до макроекономічної стабілізації та трансформації процесів доларизації. Відбувся перехід від доларизації активів до

доларизації пасивів, чому особливо сприяє фінансова глобалізація у вигляді розширення доступу до ринків капіталу³⁰⁵.

Мексиканська та Азійська кризи дозволили вичленити алгоритм розкручування спіралі глобальної дестабілізації, який можна змалювати таким чином: А) Обмежені курсові коливання застосовуються з метою запобігання інфляції, стимулювання торгівлі та мінімізації ризиків у доларизованому фінансовому секторі. Б) За цей час збільшуються проблеми із платіжним балансом за рахунок переоцінки валюти. Іншим варіантом є зовнішній шок. В) Країна дедалі більше стає залежною від фінансування дефіциту платіжного балансу з допомогою зовнішніх, як правило, короткострокових запозичень. Останні також стають фактором фінансування бюджету (Мексика, Росія) чи корпоративних проєктів (випадок Азійської кризи). Г) Приплив капіталу з-за кордону розігріває кон'юнктуру внутрішнього фінансового ринку та підігріває споживання, ще більше поглиблюючи проблему платіжного дефіциту, роблячи його ще більш залежним від припливу капіталів ззовні. Д) Недовіра до платоспроможності, яка тут може розумітися і у борговому аспекті, і в аспекті можливості збереження валютної доходності, призводить до зупинки припливу капіталів та реверсу їх спрямування. Ж) Настає жорстка валютно-фінансова криза, яка зумовлює різке обмеження споживання, падіння ВВП та стрімке зростання вартості зовнішнього державного та корпоративного боргу, банкрутство багатьох банків та фінансових компаній, ускладнення процесу внутрішніх платежів та розрахунків тощо. В середньому, в кризових країнах упродовж потрясінь у 1990-х роках різке зростання споживання на рівні 7–12% до кризи оберталось його спадом до – 6–15% після кризи; падіння ВВП сягало 2–6% у посткризовий період³⁰⁶. Зростання вартості державного боргу під час кризи в Аргентині сягнуло 105% ВВП, зокрема, за рахунок девальвації валюти – 73%, в Уругваї, відповідно, 54% та 36%, в Туреччині – 20% та

³⁰⁵ Calvo G. Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates // *Journal of Political Economy*. – 1986. – № 94. – P. 1319–1329.; Blanco H., Garber P. Recurrent Devaluation and Speculative Attack on the Mexican Peso // *Journal of Political Economy*. – 1986. – № 94. – P. 148–166; Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Capital Flows and Exchange Rate in Latin America: The Role of External Factors // *IMF Staff Papers*. – 1993. – Vol. 40. – № 1. – P. 108–150; Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s // *Journal of Economic Perspectives*. – 1996. – Spring. – P. 123–140.

³⁰⁶ Детальніше див.: Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 127–132.

4%, Бразилії – 12% та 14%, Росії – 45% та 23%, Індонезії – 63% та 24%, Кореї – 38% та 1%, Таїланді – 7% та 6%³⁰⁷.

Згодом цей алгоритм теоретично піддався розкладанню на концептуальні погляди, які відображають принципові складові валютної кризи в умовах глобалізації:

- фіксовані курси часто створюють проблему морального ризику і заохочують прогресування “первородного гріха”, атрофуючи розвиток внутрішніх фінансових ринків та загострюючи проблему неспівпадіння валютної структури активів та пасивів у фінансовому та реальному секторі. Плаваючі курси є кращою альтернативою, оскільки перекладають ризик реверсів у потоках капіталу на глобальних інвесторів, поведінка яких стає більш обачною, оскільки ґрунтується на усвідомленні можливої зміни валютного курсу. Розширення діапазону коливань, втім, повинно супроводжуватись посиленням інституціонального захисту завдань центробанків із забезпечення цінової стабільності³⁰⁸;

- “страх перед плаванням” є не стільки породженням потреби у стабільності задля розвитку торгівлі, скільки відображає фундаментальну проблему вразливості доларизованих пасивів фінансового сектору до змін валютних курсів, хоча при цьому також є наслідком більш істотного зв’язку між змінами курсів та інфляцією. З цих міркувань валютний курс все одно залишається важливим елементом операційного каркасу монетарної політики в країнах з ринками, що виникають, а роль валютних резервів у монетарній політиці не перестає знижуватись навіть попри розширення діапазону коливань курсів. Відповідно, процентні ставки слугують більше місії захисту курсів, ніж стають елементом впливу на внутрішню рівновагу³⁰⁹;

- валютні кризи та переважна більшість проблем із валютно-курсовою нестабільністю в країнах з ринками, що виникають, пов’язуються із проблемою раптових зупинок припливів та відпливів

³⁰⁷ Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // IIE Working Paper. – 2005. – 05–7. – Ар. – Figure 15.

³⁰⁸ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. – 1999. – № 7418. – P. 1–54.; Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. – Fall 2000. – P. 1–20.

³⁰⁹ Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. – 2000. – № 7993. // www.nber.org.; Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. – 2000. – № 8006. // www.nber.org.; Mohantry M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. – 2003. – № 149. – P. 1–33; Ho K., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. – 2003. – № 130. – P. 1–55.

капіталу (*sudden stop*). Основою таких реверсів є короткострокові запозичення публічного та корпоративного сектору³¹⁰.

Незважаючи на складність подолання проблеми “страху перед плаванням”, посилення акцентів у забезпеченні стабільності цін у країнах з ринками, що виникають, в сукупності із врахуванням вразливості фіксованих валютних курсів в умовах високої мобільності капіталів призвели до можливості переходу на більш гнучкі курсові режими. Однак це не зменшило залежність монетарної політики від валютних резервів. Навпаки 2000-ні роки охарактеризувались поглибленням розриву в забезпеченості розвинутих країн та країн з ринками, що виникають, зовнішніми активами центробанків. Більше того, співвідношення між масштабами фінансових ринків та валютними резервами у них також різне відрізняється. Якщо для перших таке співвідношення значне, то в других резерви часто перевищують масштаби фінансового сектору (табл. 4.19.).

Таблиця 4.19.

Валютні резерви, ВВП та масштаби фінансового сектору

	2001			2005		
	ВВП	Валютні резерви за мінусом золота	Облігації, акції та банківські активи	ВВП	Валютні резерви за мінусом золота	Облігації, акції та банківські активи
Млрд. дол. США						
Світ	30995,0	2136,3	150069,1	44445,5	4234,5	151790,5
Зона євро	6113,0	198,4	38232,7	9960,1	147,9	40824,2
США	10082,2	57,6	54488,3	12455,8	54,1	50184,6
Японія	4164,9	395,2	21627,6	4567,4	834,3	20577,7
Велика Британія	1422,7	37,3	10981,8	2229,5	38,5	12160,8
Країни з ринками, що виникають	7211,6	1277,6	14356,7	11969,0	1937,4	20485,8
Азія	3229,7	790,4	9302,8	5393,7	1249,1	13310,7
Латинська Америка	1904,4	158,8	2699,0	2436,4	195,5	3617,6
Близький Схід	793,0	123,5	799,7	1120,4	149,5	954,8
Африка	432,2	65,1	674,2	807,1	91,6	1002,4
Європа	852,2	139,8	880,9	2211,3	251,7	1600,2

³¹⁰ Calvo G. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop // Journal of Applied Economics. – 1998. – vol. 1. – P. 35–54; Calvo G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options // Reforming the International Monetary and Financial System. / Ed. By P. Kenen and A. Swoboda. – Washington D. C.: IMF, 1999. – P. 175–201; Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. – 2000. – May. – P. 54–72.

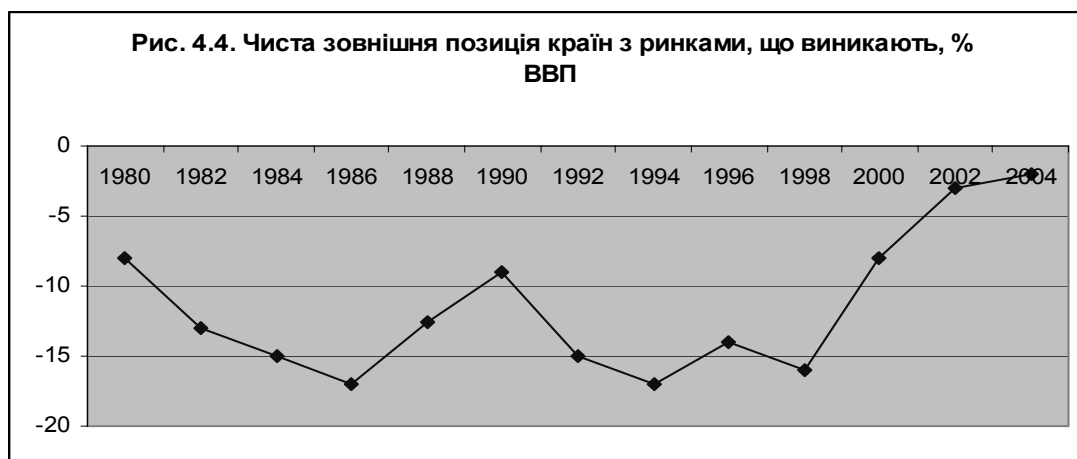
Продовження табл. 4.19.

% ВВП						
Світ	100	6,9	484,2	100	9,5	341,5
Зона євро	100	3,2	625,4	100	1,5	409,9
США	100	0,6	540,4	100	0,4	402,9
Японія	100	9,5	519,3	100	18,3	450,5
Велика Британія	100	2,6	771,9	100	1,7	545,5
Країни з ринками, що виникають	100	17,7	242,7	100	16,2	171,2
Азія	100	24,5	301,2	100	23,2	246,8
Латинська Америка	100	8,3	157,0	100	8,0	148,5
Близький Схід	100	15,6	368,8	100	13,3	85,2
Африка	100	15,1	457,9	100	11,3	124,2
Європа	100	16,4	118,5	100	11,3	72,4

Джерело: Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2003. – P. 121.; Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2006. – P. 95.

На підґрунті зростання обсягів валютних резервів у країнах з ринками, що виникають, та трансформації їх фінансових систем у ринковому напрямі зростання глобального попиту на активи з них сформувався суперечливий момент.

Так, стійке економічне зростання в 2000-х роках супроводжується профіцитними платіжними балансами, відносно збалансованими фіскальними позиціями та наближенням до цінової стабільності. За таких обставин різко покращилась зовнішня позиція таких країн (рис. 4.4.).



Джерело: Lane Ph., Milesi-Ferretti G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004 // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/69. – P. 41.

Як видно з рис. 4.4., одним з переломних моментів у покращенні чистої зовнішньої позиції цих країн був 1986 р., – рік, коли відбулися

зміни в поведінці курсу долара в напрямі девальвації, а глобальні процентні ставки почали дещо знижуватись. Однак початок 1990-х років відзначився певною нестабільністю на глобальних фінансових ринках, демонструючи вразливість цих країн до здороження зовнішніх джерел фінансування. Азійська криза вплинула аналогічно. Врегулювання проблем із зовнішньою платоспроможністю в умовах валютної кризи призводить до збільшення боргового навантаження. Але після 1998 року ситуація характеризується вираженим трендом у бік покращення ситуації. Внутрішня макрофінансова стабільність у більшості таких країн та позитивні тенденції щодо зовнішньої платіжної позиції спонукають до покращення глобального позиціонування їхніх активів. На думку фахівців Банку Англії, саме з цим необхідно пов'язувати зростаючий інтерес до ринкового інвестування в активи, походженням з країн з ринкам, що виникають³¹¹. Наприклад, середнє економічне зростання в розвинутих країнах у 1989–1998 рр. становило 2,7%, а в 1999–2008 – 2,6%, тоді як в країнах з ринками, що виникають, та в країнах, що розвиваються, відповідно, 3,8% та 6,5%. В розрізі регіонів: в Африці, відповідно, 2,2% та 4,8%, Центрально-Східній Європі – 1,1% та 4,4%, Азії – 7,3% та 8,1%, Близькому Сході – 4,5% та 4,9%, Латинській Америці – 3,1% та 3,3%³¹². Видатки на обслуговування зовнішнього боргу також знизились практично в усіх країнах, а покриття валютними резервами короткострокових капіталів знизилось тільки в окремих країнах Центрально-Східної Європи, наприклад в Польщі та Угорщині³¹³. Іншим позитивним аспектом зазначених трансформаційних процесів виступило те, що фінансові стреси до 2008 р., за винятком Аргентини, не набули руйнівного характеру, а були, скоріше, м'якими зовнішніми шоками, ніж кризами. Ст. Фішер вважає, що однією з причин цього стало підвищення гнучкості валютних курсів та розвиток фінансових систем, тоді як в основі криз 1990-х були прив'язки курсів та їх обмежені коливання³¹⁴.

³¹¹ Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications // Bank of England Financial Stability Review. – 2005. – Dec. – P. 94–102.

³¹² World Economic Outlook. — Wash. (D.C.): IMF., 2007. – P. 215. Тут необхідно додати, що забезпечення економічного зростання дедалі більше стає нелегкою справою, особливо в умовах, коли глобалізація дедалі більше затребує більш жорсткої монетарної політики та курсової гнучкості. В сукупності це призводить до затребуваності у якісно новій генерації структурних реформ у країнах з ринками, що виникають, що дуже добре ілюструє приклад Латиноамериканського континенту. Див.: After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America / Ed. by P.-P. Kuczynski and J. Williamson. – Wash (D.C.): IIE, 2003. – 400 p.

³¹³ Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // IIE Working Paper. – 2005. – 05-7. – Ар. – Tabl. 1–11.

³¹⁴ Fischer St. Financial Market Liberalization // Financial Globalization. Fifth BIS Annual Research Conference, 19–20 June 2006 // BIS Paper. – 2006. – № 32. – P. 4–11.

Однак суттєві успіхи цієї групи країн наразили глобальну фінансову стабільність на нові проблеми.

По-перше, відмінності в розвитку фінансових ринків та значення валютних резервів у розвинутих країнах та в країнах з ринками, що виникають, призвело до розширення глобального монетарного та фінансового простору, яке передбачає відмінну вразливість до шоків, канали адаптації до них та зовнішні наслідки макрополітики (табл. 4.20). Суттєвим аспектом тут є те, що процеси конвергенції, притаманні глобалізації як такої, і які актуальні у сфері інституціонального забезпечення макрополітики та її пріоритетів, зупиняються чи послаблюються саме в аспекті даного розширення³¹⁵.

Таблиця 4.20.

Елементи структури розширення глобального монетарного та фінансового простору та їх характеристика

Елементи	Розвинуті країни	Країни з ринками, що виникають, та інші країни, що розвиваються
Канали адаптації до шоків	Функціонування фінансових ринків, які диверсифікують та розподіляють ризики в глобальних масштабах. Ефект оцінки вартості активів зменшує значення валютних курсів щодо впливу на реальні макрозмінні в процесі зовнішнього пристосування до нових рівноважних умов.	Валютні курси та валютні резерви. Останні забезпечують згладжування коливань перших та шоків умов торгівлі
Домінанти монетарної політики	Забезпечення цінової стабільності, в рамках якої може здійснюється мінімізація варіації ВВП.	Цінова стабільність стає головним завданням центробанків, але її фактичне підтримання суміщається з нагромадженням валютних резервів та згладжуванням коливань валютних курсів.
Вразливість	Здебільшого стосується довгострокової глобальної конкурентоспроможності (особливо в окремих сегментах ринку).	Пов'язана із шоками умов торгівлі та проблемою курсової реакції на них, вузькими фінансовими ринками, зміною макроекономічного курсу розвинутих країн, знеціненням валютних резервів.
Доларизація	Не актуально.	Обмежує можливості застосування гнучкого курсового режиму.
Розвиток та модернізація фінансових ринків	Суттєво впливає на розрив зв'язку між споживанням та доходом, заощадженнями та інвестиціями, призводячи до волатильності поточного рахунку, але висока спроможність генерувати фінансові активи компенсує зовнішню нерівновагу за рахунок припливу капіталів.	Низький розвиток фінансового посередництва вимагає компенсації шоків за рахунок застосування макроекономічних інструментів. Часто такий розвиток заохочує доларизацію пасивів (та активів) і вивіз капіталів. Може асоціюватись із утворенням неформальних стосунків в рамках бізнес-групи, що знижує алокаційну ефективність та підвищує зовнішню вразливість.

³¹⁵ Детальніше про це див.: Козюк В. В. Проблеми розширення глобального монетарного та фінансового простору // Вісник НБУ. – 2007. – № 10. – С. 32–38.

Негативні екстерналії глобального характеру	А) Експансія фінансових активів підвищує ризик швидкої корекції рівня ринкової капіталізації, що розповсюджується по всій глобальній економіці; Б) Експансивна монетарна політика знижує процентні ставки і заохочує ризикову поведінку, рестрикційна – підвищує ставки і ускладнює доступ інших країн до зовнішнього фінансування; В) Переваги в генеруванні фінансових активів суб'єктивізують зв'язок між поточним рахунком та валютним курсом, спотворюючи канали макроекономічної гравітації для третіх країн.	А) Розвиток глобальних платіжних дисбалансів підтримується за рахунок політики нагромадження значних валютних резервів; Б) Вразливість валютних курсів та фінансового сектору є джерелом криз, які здатні мігрувати; В) Тренд співвідношення долар/євро залежить від суб'єктивних настроїв щодо валютної диверсифікації значних зовнішніх активів; Г) Уникнення ревальвації курсу, кореспондуючи з глобальними дисбалансами, створює штучні цінові конкурентні переваги, особливо щодо ЄВС/ЄС, зменшуючи тим самим базу зростання глобального ВВП; Д) Отримання штучних конкурентних переваг, тягнучи за собою стимули для економічного зростання, призводить до збільшення попиту на ринку первинних ресурсів
---	---	--

По-друге, якщо ще в усьому повоєнному періоді для країн третього світу найбільшою проблемою були шоки умов торгівлі, у 1990-х роках – проблеми з переоцінкою валюти в умовах наростаючої мобільності капіталів, то на сьогодні зростає значення вразливості, зумовленої змінами глобальних монетарних процесів, тобто процесів у сфері глобальної ліквідності. Остання визначається стосунками по лінії долар-євро та по лінії країни з дефіцитними платіжними балансами – країни з профіцитними балансами платежів, а в більш конкретній формі мова йде про зв'язки між США та азійськими експортерами. На думку М. Голдстейна, саме пристосування до глобальних монетарних шоків призводить до ситуації збільшення кількості каналів актуалізації вразливості країн з ринками, що виникають. Наприклад, в аспекті двосторонньої торгівлі найбільш вразливими є Гонконг, Сінгапур, Малайзія, Венесуела, Мексика; в аспекті коливання цін на первинні ресурси – Венесуела, Росія, Філіппіни, Чилі, Сінгапур; в аспекті процентних ставок та потоків капіталу – Туреччина, Бразилія, Аргентина, Угорщина, Мексика; в аспекті переоцінки курсу національної валюти – Чехія, Угорщина, Туреччина, Росія, Польща, Венесуела; в аспекті фіскальної та монетарної політики – Туреччина, Аргентина, Бразилія, Венесуела, Угорщина³¹⁶.

³¹⁶ Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // IIE Working Paper. – 2005. – 05–7. – P. 1–109.

Трансформація глобальної фінансової системи та когерентні процеси у країнах з ринками, що виникають, в напрямі посилення значення ринкової функціональної складової є загальною причиною збільшення кількості каналів актуалізації вразливості до шоків. Перш за все це стосується фінансових шоків, значення яких зростає мірою ускладнення фінансової системи. Новим аспектом тут необхідно виділити те, що чим більшою мірою еволюціонуватиме глобальна фінансова система, тим більшою мірою зростатиме значення її сегментації. Але такий процес наражатиметься на проблему збереження мультивалютного середовища.

На думку Дж. Айзенмана та Р. Хаузмана, процеси глобальної фінансової сегментації переростають в окремий фактор вибору оптимального режиму валютного курсу. Чим більше активи тої чи іншої країни ставатимуть складовими глобально сегментованої фінансової системи, тим більш привабливим буде плаваючий курс³¹⁷. По-суті, формується ситуація, коли фінансова інтеграція створює передумови для того, що глобальна доступність активів стає наскрізною стосовно валютної структури світу. Це є подібним до того, як в умовах глобалізації країна може спеціалізуватись на виробництві, але не може спеціалізуватись на споживанні. Можливості “постачати” глобальним фінансам активи починають йти всупереч із тим, що ринкова вартість таких активів визначається не ринком, а відповідно до певного монетарного вибору в рамках окресленого режиму валютного курсу. Звідси, перехід на плаваючі курси усуватиме диспаритет між курсом як макроекономічним інструментом і складовою формування вартості активів.

Однак перехід на плаваючі курси (як показано у розд. 1–2, хоч і є відображенням удосконалення монетарної політики, трансформації центробанків, успіху із забезпеченням цінової стабільності) в умовах фінансової глобалізації наражається на іншу проблему. Експансія фінансової системи дозволяє пом’якшувати шоки та перебирати на себе частину роботи плаваючих курсів із пристосування до нових рівноважних умов. У результаті, розкручування глобальних фінансових дисбалансів загалом, а також можливості підтримувати більш нерівноважні платіжні позиції з переходом на плаваючі курси не зникають. По-суті, розвиток фінансової глобалізації дозволяє підтримувати дисбаланси, не активізуючи валютно-курсний механізм їх корекції. Це особливо

³¹⁷ Aizenmam J., Hazman R. Exchange Rate Regimes and Financial Market Imperfections // NBER Working Paper. – 2000. – № 7738. // www.nber.org.

актуально на ранніх стадіях утворення платіжних дефіцитів. У результаті, фінансові ринки дають змогу нагромадити значні нерівноважні позиції, а потім відповідно до суб'єктивних уявлень про перспективи їх фінансування запускають в дію механізм курсової корекції, але вже в умовах зупинки припливу капіталів чи за умов їх відпливу. В результаті країна опиняється у більш крихкому стані. Спочатку – у невизначеності, чи коректувати процеси без нагромадження зовнішніх боргів, потім – у стресовій ситуації, але вже з вищим рівнем зовнішньої заборгованості. На думку, Ст. Фішера, поява подібного алгоритму фінансової кризи робить глобальну фінансову систему не менш враженою ризиком, порівняно з 1990-ми роками³¹⁸, хоча і більш гнучкою в пристосуванні до шоків.

З іншого боку, збільшення можливих каналів вразливості до змін екзогенних умов є породженням складного та суперечливого процесу нерівномірних еволюції макрополітики, розвитку фінансових систем, структурної адаптації до глобального конкурентного середовища за приблизно однакового впливу дестабілізуючих факторів на волатильні потоки капіталів та поведінку рівня капіталізацій фондових ринків. Як не дивно, але саме розвиток фінансових систем та “визрівання” макрополітики з найбільш примітивних курсових прив'язок і створює передумови для того, щоб кількість каналів ймовірних потрясінь та форм прояву стресових ситуацій зростала, відображаючи когерентний процес між розвитком складності системи та погіршенням її ентропії.

По-третє, сприятливі глобальні монетарні умови у вигляді низьких процентних ставок позначаються на зростаючих обсягах зовнішніх запозичень. Якщо в країнах Азії після кризи відбулося різке падіння в обсягах залучення зовнішнього фінансування, то з 2003 р. спостерігається поступове відновлення зовнішніх запозичень. Це саме стосується країн Центрально-Східної Європи, де обсяги зовнішніх запозичень тільки за два останні роки в кілька разів почали перевищувати рівень 2003 року³¹⁹. Подібним до цього є зростання частки нерезидентів на ринках внутрішніх державних облігацій. Наприклад, з 2003 р. до сьогодні

³¹⁸ Fischer St. Financial Market Liberalization // Financial Globalization. Fifth BIS Annual Research Conference, 19–20 June 2006 // BIS Paper. – 2006. – № 32. – P. 6.

³¹⁹ Borio C., Shim I. What Can (Macro-)prudential Policy Do to Support Monetary Policy // BIS Working Paper. – 2007. – № 242. – P. 11.

таке зростання у Мексиці становило з 3% до 10%, в Туреччині – з 4% до 14%, в Угорщині – з 27% до 30%, у Польщі – з 16% до 25%³²⁰.

Однак найнебезпечнішим для глобальної фінансової стабільності є розширення доступу на ринок інструментів з низьким рейтингом і по низьких ставках. Вже зазначалось, що на сьогодні формується тенденція зростання глобальної доступності обсягів активів з низьким рейтингом, що підвищує ризик загальної фінансової стабільності у світі. Проте найбільш цікавим на сьогодні є поява тенденції до суттєвого збільшення розриву у зниженні спредів по інструментах з низьким та високим кредитним рейтингом. Так, упродовж 2003–2007 рр. за рейтингами Standard and Poors спреди по інструментах А – А – знизились в межах 100 базових пункти, спреди по інструментах класу ВВВ – ВВ – знизились в середньому в межах 500 базисних пункти, а по інструментах класу В – ССС+ спреди впали в середньому на 1000 базисних пунктів³²¹.

Можна побачити, що зміна положення ізокванти, яка описує зв'язок між рейтингом та спредом, нагадує не ефект доходу, як це потрібно було би очікувати в умовах дії тільки факторів зміни ставлення до ризику, властивого інструментам з країн з ринками, що виникають, як класу, а ефект заміщення. В загальному це свідчить про зростаючі можливості збільшувати пропозицію більш ризикових інструментів, тим самим підвищуючи вразливість глобальної фінансової системи до тих чи інших шоків. Втім, те, що такий ефект заміщення має місце, відображає складнішу комбінацію факторів, пов'язаних з глобальними монетарними процесами (низькі глобальні ставки) та зі змінами у ставленні до ризику. Зокрема, утворення незначних спредів по високоякісних інструментах є відображенням дії фактора низьких глобальних ставок, який доповнюється послабленням ефекту домашнього зміщення та зростанням інтересу до активів з країн з ринками, що виникають, як класу, внаслідок чого таким спредам просто вже немає куди падати. А в екстраполяції на спреди по низькорейтингових інструментах ці фактори мали би суттєво заломлюватись на ставлення до ризику. Однак низькі спреди у першому випадку призводять до того, що брак потенціалу їхнього відносного подальшого падіння призводить до випереджаючого падіння спредів у другому випадку. Тобто в умовах глобально низьких процентних ставок

³²⁰ Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications // Bank of England Financial Stability Review. – 2005. – Dec. – P. 95.

³²¹ Ibid. – P. 101.

чіткість верифікації впливу ставлення до ризику послаблюється, актуалізуючи появу зазначеного ефекту заміщення, внаслідок якого можливості пропонувати більш ризикові інструменти зростає, оскільки їхня дохідність знижується швидше, ніж дохідність надійних активів. З іншого боку, більш швидке падіння спредів по ризикових інструментах полегшує їх обслуговування, тим самим нівелюючи поняття ризику в традиційному розумінні, підвищуючи значення прямих детермінант рівня процентних ставок, а саме – глобальних монетарних процесів.

Зазначений приклад демонструє, що комбінація рівня глобальних ставок зі ставленням до ризику породжує відносно відмінні ефекти, які можуть перетворитись на активнодіючі детермінанти потоків капіталу, їх алокації, рівня невизначеності, або ж ймовірності настання криз, перш за все тих, які описуються за принципом “раптової зупинки”. Табл. 4.21. є спробою узагальнити можливі варіанти поєднання рівня ставок із ставленням до ризику та їх наслідки для глобальних макрофінансових процесів.

Таблиця 4.21.

Матриця варіантів наслідків для глобальної економіки з боку поєднання рівня процентних ставок та ставлення до ризику

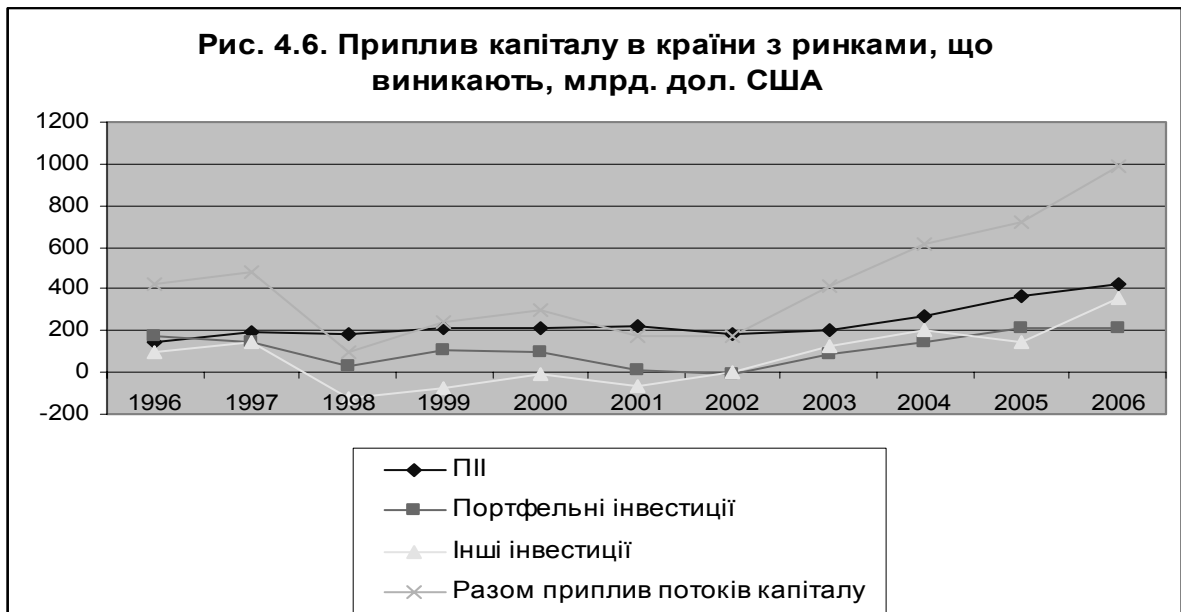
	Низькі глобальні процентні ставки	Високі глобальні процентні ставки
Несприйняття ризику	Інтерес до обмеженого набору інструментів з ринків, що виникають. Невизначеність щодо потоків капіталу між розвинутими країнами та рештою світу. Висока залежність обумовленості потоків капіталу від сегментації фінансового ринку в глобальних масштабах	Капітал здебільшого концентрується в розвинутих країнах. Країни, що розвиваються, стикаються з проблемою фінансування платіжних балансів. Висока ймовірність криз по типу “раптова зупинка” (sudden stops)
Схильність до ризику	Підвищення інтересу до інструментів з країн з ринками, що виникають, як щодо їхніх зовнішніх запозичень, так і щодо активності на їхньому внутрішньому ринку. Підвищення обсягів глобальних потоків капіталу, покращення можливостей фінансування платіжних дисбалансів. Збереження ризику криз по типу “раптова зупинка” (sudden stops). Зростає ймовірність розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів	Висока вразливість країн з ринками, що виникають, до волатильних потоків капіталу. Значні ризики захоочення високо ризикового фінансування, внаслідок чого загострюється проблема глобальної фінансової стабільності та зростання ймовірності валютно-фінансових стресів

По-четверте, потоки капіталу та спреди залишаються надзвичайно чутливими до загального стану у сфері глобальної фінансової стабільності. Рис. 4.5. демонструє, що глобальні потоки капіталу як частка глобального ВВП мають загальну тенденцію до зростання, але стабільність цієї функції простежується тільки з 2002 р.



Джерело: Pazarbasioglu C., Goswami M., Ree J. The Changing Face of Investors // IMF Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 1.

Так, на 1980 р. співвідношення між валовим припливом капіталу в глобальній економіці та ВВП було на рівні 5%, а через 26 років збільшилось майже у 4 рази. Однак, можна побачити чітку закономірність: роки найбільших обвалів цього показника співпадають з роками, або йдуть за роком того чи іншого глобального потрясіння. Нижні екстремуми даної функції цілком кореспондують з: кризою міжнародної ліквідності, викликаною борговою кризою третього світу у 1982 р.; обвалом нью-йоркської біржі у 1987 р.; кризою Європейської валютної системи у 1991–1992 рр.; мексиканською кризою 1994 р.; азійською та російською кризами 1997–1998 рр.; обвалом ринку високотехнологічних компаній у 2000 р. та подіями у Нью-Йорку 2001 р. Усі зазначені події, навіть при збереженні певного локального значення так чи інакше ставали джерелами глобального резонансу в аспекті обсягів припливу капіталів. Це означає, що в умовах криз та невизначеності капітал залишається “вдома”, обмежуючи можливості фінансувати дефіцити платіжного балансу та бюджету, водночас наражаючи країни-реципієнти на фундаментальну проблему раптової зупинки припливу зовнішніх ресурсів. Рис. 4.6. демонструє більш специфічний випадок країн з ринками, що виникають, який свідчить про ще драматичніший досвід.



Джерело: Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – P. 136.

Як видно з рис. 4.6., приплив капіталів до країн з ринками, що виникають, особливо чутливий до стану у сфері глобальної фінансової стабільності. Так, у 1996 р. обсяги такого припливу перевищували 400 млрд. дол. США. Обсяги ПІІ та портфельних й інших інвестицій були на рівні біля 200 млрд. А вже у 2006 р. загальний приплив наблизився до 1000 млрд.; ПІІ перевищили 400 млрд., інші інвестиції наблизилась до цієї суми, а портфельні інвестиції сягнули 200 млрд. Така позитивна динамка, яка намітилась з 2003 р., цілком кореспондує із процесами структурної трансформації глобальної фінансової системи та зростанням ролі цих країн у ній. Модернізація фінансових систем в останніх, зростання інтересу до їхніх активів на тлі послаблення ефекту домашнього зміщення, інституціональної глобалізації та експансії ресурсів інвестиційних компаній, будучи аспектами таких трансформаційних процесів, також відіграють позитивну роль у генеруванні капіталу, що спрямовується до таких країн. Однак кризові потрясіння в Азії та США продемонстрували величезний ризик залежності від припливу капіталів.

Обвал в обсягах припливу стався одразу після кризи в Азії і повернення на докризовий рівень 1997 р. відбулося тільки у 2003 р. За цих шість років спостерігалась загальна невизначеність у поведінці припливу капіталів загалом, яку можна розкласти на протилежні тенденції. Якщо на приплив ПІІ кризові події суттєво не вплинули, що видно з поведінки функції прямих іноземних інвестицій, то приплив портфельних та інших інвестицій став від'ємним одразу після кризи і зберігався таким до 2001–

2002 рр. Масштабний вплив короткострокового капіталу засвідчив не просто глибоку вразливість країн з ринками, що виникають, але і продемонстрував, що вони можуть взагалі залишитись без суттєвого збільшення в обсягах споживання зовнішнього фінансування в разі настання глобальних дестабілізаційних моментів. Значний вплив портфельних капіталів ставить ці країни у залежність від припливу ПІІ, які стійкіші до фінансових стресів, та вимагає переорієнтації макроекономічної політики в напрямку посилення уваги до досягнення профіциту платіжного балансу та зростання резервів, які би виконали місію стабілізатора в умовах значних реверсів у потоках капіталу. Така макростратегія ускладнює модернізацію економіки, засновану на збільшенні залучених інвестиційних ресурсів, що може потягнути за собою платіжний дефіцит, та вимагає орієнтації на традиційний експорт, експансія якого далеко не завжди кореспондує з пріоритетним вектором структурної трансформації економіки.

Симетрично до реакції в потоках капіталів на стресові ситуації поводять себе облігаційні спреди. Тут необхідно відмітити три суттєві аспекти:

- спреди реагують стрибкоподібно на глобальні фінансові потрясіння. Це обумовлено різким підвищенням усвідомлених ризиків інвестицій в активи з країн з ринками, що виникають, оскільки вони розглядаються як перманентно більш вразливі до криз, або ж кризогенними. Наприклад, спред EMBIG (*Emerging Markets Bond Index Global* – глобальний індекс облігацій країн з ринками, що виникають) напередодні російської кризи становив 400–600 базисних пункти, а вже після неї – 1000–1600. Якщо обвал ринку високотехнологічних компаній поведінку цього сепреда суттєво не зачепив, то події у Нью-Йорку 2001 р. призвели до його стрибка з 800–900 базисних пункти до 1200. У 2002 р. події в Мексиці також заставили спред стрибнути з 600 базисних пунктів до 1000, після чого він повільно опускається до 300–400 базисних пунктів із невеличким збуренням у 2004 році³²².

- кореляція поведінки спредів на різних географічних ринках різко зростає під час глобальних фінансових стресів. Це явище обумовлено у ширшому контексті імперфекціями ринків капіталу, а у вужчому – проблемою “стадної поведінки” (*herd behavior*) інвесторів та міграцією криз (*contagion*). Емпірично, найбільші стрибки в кореляції спредів у

³²² Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // IIE Working Paper. – 2005. – 05–7. – P. 77.

розрізі різних ринків за останній час були під час кризи в Азії (27 жовтня 1997 р.), Росії (18 серпня 1998 р.), девальвації бразильського реала (13 січня 1999 р.), девальвації у Туреччині (22 лютого 2001 р.), дефолту Аргентини (23 грудня 2001 р.)³²³;

- під час дестабілізаційних епізодів спреди стають надзвичайно волатильними. Стрибок волатильності в поведінці спредів повністю співпадає зі стрибком у кореляції їх поведінки (див. вище). Поряд із тенденцією до стрибкоподібного зростання спредів підвищення їх волатильності обумовлено невизначеністю щодо того, як поведуть себе одні інвестори, порівняно з іншими, якою буде реакція країни, ринок якої вражено стресовим моментом, яким напрямом мігруватиме криза і якою буде поведінка макрофінансових показників на решті ринків. Така невизначеність також у загальному обумовлюється імперфекціями глобальних ринків капіталу і має ті самі складові у вигляді “стадної поведінки” та міграції криз.

Така поведінка спредів є іншою стороною реакції потоків капіталів на дестабілізаційні епізоди. В сукупності вони демонструють різнопланове прирощення вразливості реципієнтів капіталу, яке стосується заборгованості публічного і приватного сектору, а також можливостей реалізації монетарної політики в умовах різкого погіршення фінансування платіжних балансів, що підвищує ризик негативного впливу поведінки валютного курсу на внутрішню інфляцію. Експансія фінансових активів у світі та в цій групі країн ще більше ускладнює систему взаємозв'язків між стресовими ситуаціями і макрофінансовими процесами, оскільки актуалізуються проблеми часової структури капіталу, його покриття, коливання вартості активів, відмінної реакції на стреси фінансових установ з відмінним рівнем лівереджу та різною орієнтацією на інструменти з фіксованим доходом чи на акції. Поруч із зростанням значення активів з ринків, що виникають, та послабленням ефекту домашнього зміщення збереження традиційних імперфекцій ринків капіталу скоріше розширюватиме зону потенційної вразливості фінансових систем, хоча і формуватиме можливості для пом'якшення шоків через глобальну диверсифікацію.

В ширшому розумінні ця картина означає, що переорієнтація із зовнішніх запозичень на розвиток внутрішнього ринку не знімає проблему

³²³ Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications // Bank of England Financial Stability Review. – 2005. – Dec. – P. 98.

вразливості, нестабільності та вірогідності дефолтів. Змінюється форма та характер потрясінь відповідно до зміни структури фінансової системи та її способу взаємодії зі сферою макроекономічної політики. В сучасних умовах внутрішній борговий ринок опиняється під впливом з боку нових загроз, таких як ситуація у фінансових центрах та зростання цін на первинні ресурси. Будь-які негативні зміщення на мікроекономічному рівні в умовах чутливості внутрішнього фінансового ринку до екзогенних шоків одразу посилюватимуть вірогідність внутрішніх дефолтів. Це означає, що одного тільки відходу від зовнішніх запозичень і уникнення вірогідності суверенних дефолтів по зовнішньому боргу замало для забезпечення фінансової стабільності. Акцент на внутрішній здоровій макроекономічній політиці та адекватних діях внутрішніх наглядових інституцій не може бути усунутий тільки перевагою внутрішніх запозичень над зовнішніми³²⁴.

По-п'яте, вразливість країн з ринками, що виникають, до глобальних потоків капіталу змінює їх роль з позиції досягнення економічного зростання та забезпечення макроекономічної стабільності.

Звертання до історичного досвіду першої хвилі глобалізації підкреслює, що припливи короткострокового капіталу внаслідок дії різного роду кон'юнктурних факторів (диференціали процентних ставок, наприклад) справляє мало позитивного впливу на економічне зростання. У свою чергу ж вразливість до криз зростає, а самі кризи залишають приховані негативні довгострокові наслідки³²⁵. Так само, вразливість країн до криз по типу “раптова зупинка” вища там, де був значний дефіцит платіжного балансу, нестабільне економічне зростання, зовнішній борг, тоді як там, де була прихильність до золотого стандарту й висока торговельна відкритість ймовірність настання таких криз була незначною. Це саме стосується зв'язку між економічним зростанням та глибиною кризи³²⁶.

³²⁴ Ряд останніх досліджень з історії фінансових потрясінь показує, що переорієнтація з зовнішніх запозичень на внутрішні в сукупності із погіршенням макроекономічної політики нічим не краще зовнішніх запозичень разом із хорошою чи поганою макрополітикою. Фінансова стабільність в умовах інтеграції ринків дедалі більше стає залежною від шоків, яких зазнають фінансові центри, та від обвали світових цін на первинні ресурси. Так само, зміна боргової моделі вимагає удосконалення внутрішніх інституцій фінансового ринку, а не пошуку нових і нових форм подолання фінансових проблем з допомогою міжнародних інституцій. Див.: Reinhart C., Rogoff K. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises // NBER Working Paper. – 2008. – № 13882. // www.nber.org; Arellano C., Koehlerlakota N. International Debt Crises and Sovereign Default // NBER Working Paper. – 2008. – № 13794. // www.nber.org.

³²⁵ Bordo M., Meissner Ch. Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalization // NBER Working Paper. – 2007. – № 13577. // www.nber.org. Додамо, що сучасний досвід Азійської кризи показує, що навіть швидке економічне зростання далеко не завжди дозволяє швидко наздоганяти до кризовий рівень. Див. Serra V., Saxena S. Did Output Recover from the Asian Crisis? // IMF Staff Papers. – 2005. – Vol. 52. – № 1. // www.imf.org.

³²⁶ Bordo M., Cavallo A., Meissner Ch. Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization // NBER Working Paper. – 2007. – № 13489. // www.nber.org.

Проблема зв'язку між економічним зростанням, фінансовою системою та валютно-фінансовими кризами приховується у тому, що більшість фінансових індикаторів, в сукупності з монетарними змінними, віддзеркалюють не тільки розвиток економіки країни, але й свідчать про перегрів кон'юнктури, нагромадження фінансових активів низької якості та загальне перевищення попитом, посиленням з допомогою фінансових важелів, можливостей економіки у певний момент. Така діалектика далеко не завжди дає можливість чіткої ідентифікації настання проблем у перспективі чи назрівання кризи внаслідок корекції “фінансових бульбашок” у даний час. З цих міркувань набагато більше значення має розмежування короткострокових ефектів зростання вартості активів та збільшення внутрішнього кредиту для експансії споживання й довгострокових ефектів для економічного зростання та здорових основ розвитку фінансової системи як такої³²⁷. Дещо під іншим кутом ця проблема ставиться у світлі дискусій про лібералізацію потоків капіталу в умовах фінансової глобалізації. Без розвитку фінансової системи та її поглиблення відкриття мобільним потокам капіталу скоріше погіршуватиме перспективи економічного зростання з огляду на підвищення вразливості та загострюватиме соціальні конфлікти в країні, оскільки втрати в разі настання фінансових стресів перерозподілятимуться нерівномірно. Аналогічно розвиток інституціональної стійкості фінансової системи є кращою альтернативою орієнтації на волатильні потоки капіталу³²⁸.

Більш інтегральний погляд на цю проблему міститься в дослідженнях фахівців МВФ М. Айхан Коуз, Е. Прасада, К. Рогоффа та Ш.-Дж. Вейя. Аналізуючи суперечливі емпіричні результати впливу фінансової відкритості (виміряної з допомогою широкого набору індикаторів, наприклад це індекс лібералізації потоків капіталу, співвідношення ПІІ до ВВП, припливу капіталу до ВВП, валових зовнішніх активів та зобов'язань до ВВП тощо) на економічне зростання, його волатильність та можливості згладжувати споживання, вони роблять висновок про неадекватність традиційної лінійної інтерпретації. Зміст останньої зводиться до того, що теоретично існує певний позитивний

³²⁷ Loayza N., Romain R. Financial Development, Financial Fragility, and Growth // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/170 – P. 1–31.

³²⁸ Bordo M. Growing Up to Financial Stability // NBER Working Paper. – 2007. – № 12993. // www.nber.org.; Mendoza E., Quadrini V., Rios-Rull J.-V. On the Welfare Implications of Financial Globalization without Financial Development // NBER Working Paper. – 2007. – № 13412. // www.nber.org.

вплив фінансової глобалізації на ефективнішу алокацію глобальних капіталів, поглиблення капіталу, розподіл ризиків в глобальних масштабах, внаслідок чого створюються позитивні наслідки для зростання ВВП, факторної продуктивності та зниження волатильності споживання (це так званий традиційний канал впливу фінансової глобалізації на зростання ВВП та зниження волатильності споживання). Не спростовуючи теоретичну адекватність цього погляду, ці економісти вводять поняття “порогу” нагромадження позитивних змін в економіці внаслідок фінансової глобалізації, до яких відносять: розвиток внутрішніх фінансових ринків, розбудову фінансових інституцій, покращення врядування та макроекономічну дисципліну (фіскальну збалансованість та стабільність цін). Відповідно, тільки в сукупності із традиційним каналом нагромадження позитивних паралельних вигод понад певний “пори́г” дає можливості фінансовій глобалізації позитивно позначатись на ВВП, факторній продуктивності та споживанні³²⁹.

Переоцінка традиційного лінійного погляду на проблему позитивних наслідків фінансової глобалізації відображає те, що без необхідної адаптації на рівні трансформації фінансової системи та здобуття макроекономічною політикою нових – фундаментально стійких – якостей глобалізація може призводити до загострення як традиційних валютно-курсних, так і появи нових фінансових проблем. З цих міркувань можна побачити, що динамізм розвитку фінансової глобалізації потребує такої ж самої динамічної адаптації, і найголовніше – така адаптація повинна мати аналогічну природу. Становлення ринкової моделі глобальної фінансової системи вимагає аналогічного процесу на національному рівні, але позитивний зв'язок між ними твориться тільки за відповідного переведення макроекономічної політики на засади стабільності та дисципліни. З іншого боку, формування такої ринкової моделі дуже часто випереджає адаптаційні можливості економіки, викликаючи до життя якісно нові ризикогенні процеси, зокрема проциклічність та схильність до ризику як системне явище.

³²⁹ Ayhan Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei Sh.-J. Financial Globalization: A Reappraisal // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/189 – P. 1–92; Ayhan Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei Sh.-J. Financial Globalization: Beyond Blame Game // IMF Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 1–11.

РОЗДІЛ 5 ПРОЦИКЛІЧНІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ ЯК ФАКТОР ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

5.1. Теоретичні засади аналізу ендогенної нестабільності фінансової системи

Традиційне розуміння фінансової нестабільності

Структурні зрушення у сфері функціонування глобальної фінансової системи у своїй еволюційній перспективі демонструють змінюваність джерел нестабільності. Найбільш цікавим тут є те, що такі зміни відбуваються за умови суттєвого прогресу у сфері монетарної політики. Успіхи у боротьбі з інфляцією у багатьох країнах, що розвиваються, перехід на забезпечення цінової стабільності у найбільш розвинутих та глобально інтегрованих країнах світу, реформи центральних банків забезпечили мінімізацію національних монетарних факторів фінансових стресів.

Врахування досвіду валютних криз 1990-х років також сформувало суттєві передумови для підвищення стабільності у світі. Підвищення курсової гнучкості, запровадження кодексів поведінки та найкращих практик, посилення транспарентності макроекономічної політики та фінансових установ позитивно вплинули на розвиток глобальної фінансової системи. Посилення глобальної фінансової архітектури відіграло позитивну роль у цьому.

Природно, що зазначені процеси вимагають деякого відходу від домінування розуміння фінансових криз, як похідних від валютних потрясінь, або ж коли криза платіжного балансу, виражена у швидкій втраті резервів та значній девальвації валюти, запускає механізм банківської паніки і дестабілізує усю фінансову систему. Необхідно відзначити, що більшість моделей валютних криз експлуатували саме таку ідею. Змінювались підходи: від канонічної моделі Кругмана до моделей криз другого та третього покоління з раціональними очікуваннями спекулянтів, зміною балансу втрат і вигод центрального банку щодо підтримання валютного курсу та поширенням фінансової інфекції³³⁰.

Водночас, глибина криз та масштаби макрофінансових негараздів під час дестабілізаційних періодів яскраво доводять, що однієї лише кризи платіжного балансу в розумінні девальвації та втрати валютних резервів недостатньо, щоб пояснити усю складність вразливості фінансової системи. На сьогодні не достатньо визнати, що саме експансивна монетарна політика національного рівня, яку з чистої теоретичної позиції

³³⁰ Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 341–345.

можна вважати причиною кризи валютного курсу, дестабілізує фінансову систему. За аналогією з трансмісійним механізмом передачі імпульсів з боку рішень центробанку динаміці сукупного попиту, експансивна політика приводить у дію цілий набір взаємозв'язків між грошовою пропозицією, фінансовими посередниками та реальним сектором. Саме внаслідок того, що надмірна монетарна експансія призводить до послаблення ефективності ринкової алокації ресурсів у кожній зв'язній ланці макрофінансової системи та в розрізі каналів монетарної трансмісії, криза платіжного балансу з такою легкістю вражає більшість складових фінансової системи, які, здавалось би, прямо не пов'язані з валютним курсом та платіжним балансом.

З цих міркувань глибина та масштаби криз 1990-х років спонукали до виходу за рамки тільки монетарного погляду на платіжний баланс та розширення спектру аналізу за рахунок врахування набору фінансових факторів загалом та ряду мікроекономічних підходів. Найповніше підходи до розуміння глобальних дестабілізацій такого роду висвітлені Б. Ейченгріном, який привертає увагу до чотирьох принципових проблем: нестабільної макроекономічної політики; крихкої фінансової системи; інституціональної слабкості; імперфекцій глобальних ринків капіталу (табл. 5.1.). Як зазначає сам Б. Ейченгрін, ці причини не взаємовиключні; вони взаємодоповнюють одна одну, тим самим віддзеркалюючи складність проблеми³³¹.

Таблиця 5.1.

Причини фінансової нестабільності: узагальнений підхід на основі досвіду валютно-фінансових потрясінь 1990-х років

Причина	Характеристика
Нестабільна макроекономічна політика	Проведення експансивної монетарної та фіскальної політики, несумісної з валютно-курсними пріоритетами, є домінуючим фактором дестабілізації. Банківські кризи стають наслідком намагання уряду спонукати банки до придбання боргових інструментів, з допомогою яких фінансується значний бюджетний дефіцит. З іншого боку, макроекономічні негаразди такого роду є похідними браку інституціонального захисту центральних банків та контролю за збалансованістю бюджету. Інституціональні зрушення, спрямовані на підвищення незалежності центробанків та накладання обмежень на можливості маніпулювання дефіцитами відповідно до електорального циклу стають найкращими альтернативами для запобігання фінансовим кризам.

³³¹ Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 6.

Продовження табл. 5.1.

Крихкість фінансової системи	Виникнення криз за умов хороших фундаментальних макропоказників є свідченням вразливості фінансової системи до дестабілізаційних моментів. Як правило, в їх основі є неспівпадіння валютної структури активів та пасивів у фінансовому секторі в сукупності з реальним, що підвищує вразливість фінансових інституцій, переобтяжених короткостроковими зовнішніми борговими зобов'язаннями. Однак ця проблема не повинна зводитись тільки до питань банківського нагляду та регулювання, оскільки причиною схильності до короткострокових зовнішніх запозичень є комбінація сталого валютного курсу і нерозвинутого внутрішнього фінансового ринку.
Інституціональна слабкість	Ця причина відображає внутрішні проблеми на рівні окремої фінансової установи щодо ставлення до ризику, можливостей його оцінки. Внутрішні спонукальні фактори менеджменту можуть бути побудовані таким чином, що заохочують надмірну ризикову поведінку на ринку, а також подання викривленої інформації регуляторам. Наявність можливостей обійти або домовитись з регулятором є аспектом цього. Нерозвинуті системи контролю з боку власників або нечіткі розмежування повноважень в рамках моделі “принципал-агент” також стають причиною неадекватної поведінки менеджменту, що призводить до підвищення вразливості окремої установи й фінансової системи загалом. З макроекономічної точки зору, сталий валютний курс заохочує до прийняття морального ризику, внаслідок чого менеджмент схильний продовжувати ризикову поведінку, сподіваючись на певні субсидії з боку бюджету чи центрального банку вразі виникнення фінансових негараздів.
Імперфекції глобальних ринків капіталу	В чистому вигляді, ця причина відображає проблему враження кризою країни, яка не дає для цього підстав, або коли поширення криз далеко не завжди відповідає логіці економічних процесів. В основі цього перебувають проблеми, які, скоріше, є ендогенними щодо функціонування глобальних ринків капіталу. А саме: асиметрія інформації, стагна поведінка, поширення фінансової інфекції. Ці явища призводять до раптових реверсів в потоках капіталів (модель кризи “раптова зупинка”). В підсумку, причина нестабільності у вигляді імперфекцій глобальних ринків капіталу не залежить від країн. Втім, вона є опосередкованим продовженням іншої проблеми. Неспроможність позичати у власній валюті на тривалий термін та під низькі проценти, як правило, стимулює появу таких імперфекцій. З іншого боку, наявність кількох ключових валют, у яких здійснюються такі запозичення є породженням монетарного устрою світу, що часто не залежить від вибору окремої країни.

Джерело: Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 2–4.

Враховуючи трансформаційні процеси у сфері функціонування глобальної фінансової архітектури та фінансової системи, необхідно констатувати суттєві зміни у фактурі рельєфу джерел нестабільності. По-перше, вищенаведені чотири фундаментальні причини фінансової нестабільності не втрачають своєї актуальності загалом. Вони залишаються актуальними для тих країн, які не здійснили відповідні реформи у сфері пріоритетів та інструментів макроекономічної політики, інституціонального захисту незалежності центральних банків, посилення інституціональної стійкості фінансових інституцій, лібералізації фінансових систем, валютно-курсних режимів тощо. Для розвинутих країн вони в силу різного роду обставин не надзвичайно актуальні у цілісності. Для країн, які згадані структурні реформи провели, аналізовані джерела нестабільності посунулись вниз в ієрархії актуальності, хоча не вичерпали значення як цілісний феномен. Це означає, що окремі аспекти цих проблем можуть залишатись актуальними в силу самої природи функціонування ринкової системи, в рамках якої виникає проблема провалів ринку. Прикладом цього є імперфекції ринку капіталів (асиметрії інформації) або ж проблеми із заохоченням ризикової поведінки як відображення інституціональної слабкості систем корпоративного менеджменту. По-друге, характер реформ макроекономічної політики, фінансової системи, трансформації її виду в сторону посилення ринкової складової формують певний паттерн спільності, який є актуальний для розвинутих країн та країн з ринками, що виникають, які дедалі більше інтегровані із глобальною фінансовою системою, і активи яких включені до глобальних портфелів. Такий паттерн обумовлює і спільність джерел нестабільності. З огляду на модифікацію ролі валютного курсу, експансію фінансових активів та трансформацію фінансової системи, зростає значення саме фінансових факторів нестабільності.

Наприклад, відзначаючи можливості більш тривалих стадій зростання та м'якших рецесій у межах бізнес-циклу, К. Боріо, В. Інглиш та Е. Філардо стверджують, що основним джерелом макроекономічних негараздів стали піднесення та спади цін активів, внутрішніх кредитів та інвестування. Зростання значення саме цих фінансових факторів нестабільності актуалізується мірою того, що монетарні фактори нестабільності на національному рівні поступово знімаються³³². У більш

³³² Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 3.

розгорнутому вигляді фінансові буми та спади є наслідком появи феномена проциклічності фінансової системи. Не маючи жорстких інституціональних та макроекономічних рестрикцій, сучасна фінансова система сприяє виникненню фінансової ейфорії на стадії підйому, але надмірна обережність на стадії рецесії призводить до виникнення різких обмежень щодо доступу до фінансування та інвестицій. Взяти до уваги масштаби розвитку фінансового сектору та його системну трансформацію, глобальну інтеграцію ринків капіталу та їх імперфекції значення проциклічності перетворюється на наріжний камінь глобальної фінансової нестабільності.

Методологія аналізу ендогенної нестабільності фінансової системи

Панування кейнсіанської методології макроекономічного аналізу суттєво змінило розуміння проблеми нестабільності. Інтерпретуючи Дж. Кейнса та розвиваючи окремі аспекти його ідейної спадщини, більшість кейнсіанців звело таку проблему до невідповідності між фактичним попитом та потенційним випуском з різного роду варіаціями на цю тему. Досвід аналізу ендогенної нестабільності економіки саме з макрорфінансової точки зору, започаткований Австрійською школою, певною мірою виявився не затребуваний. Однак саме в рамках цього теоретичного напрямку Е. Бем-Баверком, а пізніше Ф.-А. Хаєком та Л. Мізесом були започатковані підходи до пояснення фінансових причин циклічних коливань, макроекономічних флуктуацій загалом.

Основна увага представниками цього напрямку концентрується на проблемі неспівпадіння в часі потреб у капіталі економічних агентів, які знаходяться на різних стадіях виробництва продукції кінцевого споживання, та можливостей фінансової системи пропонувати такий капітал, враховуючи обмеженість інформації про ситуацію із попитом та пропозицією на ринках, що обслуговують кожну таку стадію виробництва окремо. Наявність такої невизначеності та відносність цих стадій у світлі структурної трансформативності ринкової економіки може призводити до появи необґрунтованих очікувань майбутньої доходності та появи кредитної експансії, так само як і необґрунтованих очікувань майбутніх ризиків, що призводить до появи додаткових рестрикцій пропозиції капіталу. Кредитна експансія тут щільно пов'язана з рухом цін на фінансові активи, а також з інфляцією та дефляцією, що зближує цей

підхід з тематикою дискусій про оптимальний варіант організації грошової системи, що були у XIX ст.³³³.

Важливий аспект проблеми ендогенної нестабільності фінансової системи піднімається Ч. Кіндлбергером. В основі такої нестабільності також перебуває проблема завищених очікувань майбутніх доходностей, яка виникає в умовах появи позитивних “новин”. До останніх відноситься широкий набір як суто суб’єктивних сприйнять тих чи інших власне новин, так і певні позитивні структурні зрушення, які супроводжуються багатообіцяючими інноваціями. Розуміння Ч. Кіндлбергером кризи, що вже стало класичним, відображає наявність трьох фаз – манії, паніки та краху. Вони повною мірою демонструють розкручування спіралі зростання вартості фінансових активів та кореспондуючого буму споживання (манія), яке обертається невизначеністю щодо перспектив самопідтримання та сумнівами в майбутньому доходностей, що впливають з операцій, здійснених на попередній фазі (паніка), та різким обвалом вартості переоцінених активів (крах). Остання фаза стає дуже болісною для фінансової системи, оскільки у фазі манії значна частка ресурсів була спрямована у сегменти, охоплені інвестиційною ейфорією. Переважна більшість фінансових потрясінь, відома історії, може бути описана такою схемою, що цей автор емпірично доводить³³⁴. З цього випливає, що загалом потік інновацій, який сприймається ринками як перспективна можливість швидкого розширення бізнесу (частка ринку, обсяги реалізації, прибутки, зростання вартості компаній), віддзеркалюється у динаміці фінансових процесів, які, власне, і забезпечують можливості для їх реалізації через систему кредитування чи фінансування прирощених активів у формі акцій чи облігацій. Суб’єктивний фактор, відповідно, відповідальний за те, яким буде зв’язок між новими бізнес-перспективами (які не прогнозуються наперед в силу самої природи інновацій чи характеру “позитивних новин”) та когерентними фінансовими процесами. Стримане сприйняття перспектив робить поведінку змінних реального та фінансового секторів більш симетричною, а ейфорія призводить до відхилення показників останнього від першого в сторону зростання, призводячи до нагромодження дисбалансів.

³³³ Див.: Snowdown B., Vane H. The Austrian School // Modern Macroeconomics. Its Origins, Developments and Current. – Mas.: E.Elgar Publ., 2005. – P. 474–516, а також – Смит В. Происхождение центральных банков. – Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. – 283 с.

³³⁴ Kindlberger Ch. Manias, Panics and Crashes. – N. – Y.: Macmillan, 1996.

Наявність цієї проблеми була помічена Х. Мінскі, який у рамках теорії системної крихкості визначає наявність трьох ключових проблем. По-перше, – це дворівнева система цін: ціни в реальному секторі та ціни у фінансовому секторі, неспівпадіння яких є відображенням або недооцінки вартості бізнесу і певної стагнації, або переоцінки і розкручування спіралі дисбалансів. По-друге, – це неоднорідний характер фінансової поведінки на мікрорівні щодо ставлення до ризику і, відповідно, вибору стосовно того, яким повинно бути співвідношення між строковою структурою активів та пасивів. Тут Мінскі виділяв такі варіанти фінансування. Консервативне, або хеджоване фінансування – коли доходи повинні перевищувати витрати на погашення боргів у майбутньому. Спекулятивне фінансування, – коли доходи можуть бути нижчими за вартість обслуговування боргів у окремі моменти у майбутньому. Такий розрив повинен покриватись за рахунок рефінансування боргів. Понзі-фінансування, – коли очікувана різниця між доходами та поточними витратами не перевищуватиме грошові зобов'язання із виплат по боргах в усіх чи в більшості періодів. Оскільки в рамках економіки перехід від одного варіанту фінансування до іншого є непередбачуваним та відносно довільним, то це призводить до того, що рівні ризику, які генеруються на мікрорівні і потім ретранслюються на діяльність фінансового сектору, також коливаються, призводячи або до появи чи то більш стабільних періодів, чи то більш нестабільних. Якщо включити в цю схему варіації в часі аналогічного ставлення до проблеми фінансування у фінансовому секторі, то в результаті економіка стикається з природною ендегенною нестабільністю. По-третє, – це проблема невизначеності, яка робить будь-який момент розгортання спіралі манії, паніки та краху унікальним. Остання полягає в тому, що взаємодія між макроекономічними та структурними факторами, з одного боку, і суб'єктивними сприйняттями та оцінками, з іншого боку, визначає історичну конкретику актуалізації системної крихкості, глибину її впливу, а також ступінь жорсткості фінальної розв'язки³³⁵.

Як видно з огляду подібних підходів до аналізу ендегенної нестабільності фінансової системи (витіснення більш прибутковими фінансовими активами реальних інвестиційних вкладень; домінування фінансових процесів над реальними щодо визначення поведінки

³³⁵ Minsky H. Can "It" Happen Again? – N. – Y.: Sharpe, 1982.

фундаментальних процесів; формування казино-економіки, коли спекулятивні процеси розвиваються за власним алгоритмом, відірваним від фундаментальних процесів у фінансовому та реальному секторах; підхід короткостроковості, згідно з яким розбіжність в оцінці перспектив бізнесу фінансовими ринками та менеджерами призводить до коректування бізнес-планів на користь бачення перших, а не других тощо)³³⁶ та приймаючи до уваги розвідки представників Австрійської школи, Кіндлбергера та Мінські тощо, фактор початкової переоцінки інвестиційних перспектив є принциповим елементом розвитку фінансового циклу. Причому, він щільно пов'язаний із проблемою невизначеності, асиметрії інформації та суб'єктивності. Спільним також в усіх аналізованих підходах є аналіз фінансового циклу як відносно автономної системи.

Разом з тим, аналіз фінансового циклу як автономної проблеми в рамках фінансового сектору не враховує, що еволюційні зміни в макроекономічному середовищі фінансових ринків та трансформація самої фінансової системи можуть викликати до життя зрушення, які відображають детермінованість зазначених процесів. Остання не є антагонізмом щодо автономного аналізу фінансової нестабільності, а швидше є спробою пояснити, як зміна макроекономічного та структурного ландшафту економіки перетворює ендогенну фінансову нестабільність у похідне явище. Різниця тут лише в тому, що в аналізованих підходах ендогенна нестабільність у сфері фінансової системи є хоч і природним (майже надісторичним) аспектом розвитку усієї ринкової системи, але відносно маргінальним з точки зору частоти прояву у своїх найбільш драматичних формах, тоді як в детермінованих координатах ця нестабільність переростає у явище із зростаючим статусом, системно поєднаним із виникненням нового середовища сучасної економіки. Саме таку позицію займають представники ньюенвайронменталізму (від англ. – нове середовище (*new environment*)) – сформованому в Базелі, що підкреслює свій генетичний зв'язок із Австрійською школою, але на відміну від прокейнсіанських позицій Кіндлбергера та Мінські, є більш схильним до традиції докейнсіанського аналізу.

Якісні зміни, що визначають зростаюче значення ендогенної фінансової нестабільності, сприймаються представниками цієї течії як

³³⁶ Узагальнення з даного приводу, зроблене німецьким економістом М.Бінсвангером, наводиться у: Несветайлова А. Экономическое наследие Хаймана Мински // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 108–109.

структурні зрушення, які перебувають на перетині площин трансформації монетарної політики та експансії глобалізації і формують нове середовище функціонування центральних банків. К. Боріо, В. Інґліш та Е. Філардо виділяють наступні структурні зсуви: посилення фокусу монетарних органів на забезпеченні цінової стабільності; фіскальна дисципліна та реформи, які покращили можливості зростання ВВП; лібералізація фінансових ринків, їх поглиблення та глобалізація³³⁷. Згідно з М. Найтом, внутрішні фінансові дисбаланси та посилення їх зв'язку із зовнішніми є причиною трьох фундаментальних структурних зсувів. По-перше, це фінансова лібералізація, яка позначилась на розвитку та ускладненні фінансових ринків. Останні стали повнішими (тобто дозволяють більшою мірою забезпечити вибір між доходністю та ризиком). Підвищення значення мікроекономічної ефективності на фінансових ринках, позначаючись на виникненні нових інституціональних форм їх активності, призвело до того, що фінансова система стала проциклічною (внутрішньобанківська система оцінки якості позичальників та оцінки вартості капіталу, рейтингові агентства тощо). Взаємодія між фінансовим та реальним сектором розширює потенційну зону коливань останньої, що підвищує флуктуації ВВП, сукупного попиту, витрат та цін. По-друге, лібералізація в реальному секторі. З одного боку, це стосується послаблення тарифного і нетарифного регулювання ринків, зокрема, у контексті експансії міжнародної торгівлі. З іншого, – ринків праці, що робить економіку більш гнучкою. Основний наслідок цього: економіка окремої країни перейшла у більш змагальний режим функціонування в глобальному контексті. По-третє, перехід центральних банків у режим забезпечення цінової стабільності. Відповідно, це позначилось на кристалізації схильності фінансової системи до проциклічності. Коли інфляція під контролем, немає сенсу обмежувати кредит, що робить його більш потужним фактором коливань у реальному секторі без монетарної складової³³⁸. Подібної думки дотримується і В. Вайт. Згідно з ним три фундаментальних зміни такі: зміни факторів зростання в реальному секторі за рахунок актуалізації дефляційних процесів; посилення уваги центробанків до забезпечення

³³⁷ Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy? // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 3.

³³⁸ Knight M. Challenges to Financial Stability in the Current Global Macroeconomic Environment // BIS Speeches. – 2005. // www.bis.org.

цінової стабільності; глобальна лібералізація фінансових ринків, розвиток яких посилюється технологічними інноваціями³³⁹.

У світлі вказаних тенденцій, представники цього напрямку відзначають відмінне ставлення до економічних флуктуацій, порівняно з економістами ортодоксального мейнстріму.

Щодо проблеми порівняння ставлення до проблеми економічних коливань, то К. Боріо наводить ключові відмінності у поглядах між традиційною неокласикою та неортодоксальним підходом, або ньюенвайронменталізмом (табл. 5.2.).

Таблиця 5.2.

Порівняння поглядів на економічні коливання

Критерій	Ортодоксальна парадигма (академічний мейнстрім)	Неортодоксальна парадигма (погляд з позиції нового середовища)
Роль цінової стабільності для економічної стабільності	Достатня	Недостатня
Роль фінансових факторів	Периферійна	Ключова
Фінансові дисбаланси / нестабільність	Несуттєве значення	Критичне значення
Бізнес-цикл	Є наслідком екзогенних шоків – швидкого пристосування до нових рівноважних умов	Ендогенний, самоувічнений
Нелінійні зв'язки	Неважливі	Мають критичне значення
Зміни у ставленні до ризику	Неважливі	Мають критичне значення
Раціональні очікування	Стандарт	Дуже обмежені

Джерело: Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century // BIS Working Papers. – 2006. – № 216. – P. 7.

Структурні зрушення у сфері реалізації монетарної політики та функціонування фінансової системи актуалізують появу нових проблем для фінансової стабільності. Їх можна звести до таких: зміна ролі інфляції в процесах фінансової нестабільності; низька інфляція та дефляційність як фактори підвищення схильності до ризику; проциклічність фінансової системи та схильність до генерування фінансових дисбалансів. Важливість останнього відзначається і в інших дослідженнях, особливо під кутом зору макроекономічних наслідків відмінних темпів трансформації фінансових систем³⁴⁰.

³³⁹ White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework? // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 6.

³⁴⁰ How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? // World Economic Outlook. – 2006. – Sept. – Chapter 4. – P. 1–34.

5.2. Монетарна політика, глобалізація та про циклічність фінансової системи

Цінова стабільність, “парадокс довіри” та схильність до ризику

Політика стабільності цін, позитивно відображаючись на здобутті центральними банками довіри, модифікує роль інфляції у дестабілізаційних процесах. Довіра до монетарних органів перетворюється на своєрідне дублювання форми негнучкості цін, внаслідок цього уможливлючи тривале в часі розширення ліквідності у фінансовій системі. Останнє дає змогу швидко примножувати обсяги внутрішнього кредиту, що генерує сукупний попит, який, однак, не фокусується на споживчих цінах, а переливається у сферу вартості активів³⁴¹. Довіра також розширює лаги цінової реакції на монетарні збудники. Глобалізація, яка створює певні передумови для дефляційного впливу на ціни, поглиблює розрив між ціновою реакцією на збудники сукупного попиту, тим самим підкріплюючи можливості доступу до фінансування, оскільки його ринкові умови більш жорсткими не стають з огляду на можливості не збільшувати процентні ставки.

Виникає проблема підміни понять. Дефляційний вплив глобалізації на ціни створює середовище м'якої реакції центробанків на шоки³⁴². Дефляційні тенденції, обумовлені позитивним шоком продуктивності та конкуренцією, формують оманливу ситуацію з тим, чого може досягти монетарна політика, тим самим заохочуючи експансію ліквідності та внутрішнього кредиту, які не призводять до підвищення інфляції одразу, а породжують проблему надмірного оптимізму у фінансовому секторі. В рамках цього зростає загальний макрофінансовий ризик функціонування

³⁴¹ Приклад фактично усіх розвинутих країн, а також найбільш інтегрованих із глобальною економікою країн з ринками, що виникають, підтверджує наявність чіткого, однак лагового, зв'язку між експансією грошових агрегатів, внутрішнього кредиту, з одного боку, та вартістю фінансових активів, вартістю житла та цінами на бізнес-нерухомість. При цьому рівень інфляції практично в усіх країнах та регіонах світу залишається відносно стабільно низьким. Див.: Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy? // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 10–11; Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century // BIS Working Papers. – 2006. – № 216. – P. 9–11; White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework? // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 4–6; Borio C., Shim I. What Can (Macro-) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy? // BIS Working Paper. – 2007. – № 242. – P. 3.

Аналіз, проведений у попередніх підрозділах нашого дослідження, також дає чіткі свідчення того, що трансформація монетарної політики та успіхи із забезпеченням цінової стабільності не супроводжується значним зростанням вартості активів. Характерною відмінністю нашого погляду є необхідність включення в аналіз зростання цін на первинні ресурси на світових ринках, без чого неортодоксальні погляди на зв'язок між монетарною та фінансовою стабільністю виглядають певною мірою неповними.

³⁴² Borio C., Filardo A. Back to the Future? Assessing the Deflation Record // BIS Working Paper. – 2004. – № 152. – P. 1–61.

ув'язки між монетарною політикою та фінансовими ринками, на відміну від того, що на мікрорівні платоспроможність та ліквідність окремих фінансових установ може залишатись високою безвідносно до рівня ризику, згенерованого системою загалом. Як наслідок – поява проблеми розриву горизонту монетарної політики, коли тенденції в реальному секторі та у сфері поведінки цін допускають традиційний двохрічний підхід моніторингу відповідності інфляції цільовому параметру цінової стабільності, який починає суперечити необхідності врахування ширшого часового підходу до аналізу макрофінансових процесів і поведінки фінансового циклу, який може загрожувати ціновій стабільності в умовах затяжного фінансового буму та дефляції в моменти фінансового обвалу³⁴³.

Це породжує якісно нову проблему – “парадокс довіри” (*paradox of credibility*). Довіра до монетарних органів дозволяє проводити більш експансивну політику, а покращення умов ліквідності розширює можливості для кредитування, що зумовлює зростання вартості активів³⁴⁴. В результаті того, що економічні агенти не підвищують ціни відповідно до збудників попиту, за логікою довіри до центробанків, інфляція перестає бути першим сигналом надмірної експансії сукупного попиту³⁴⁵. Переміщення його фокусу на вартість активів призводить до того, що за стабільної ситуації у сфері монетарної політики, вираженої стабільністю цін, флуктуації в економіці стають дедалі більш обумовленими тенденціями у фінансовому секторі. Це означає, що інфляція більше не може вважатися ключовим елементом аналізу макрофінансової стабільності в умовах, коли вона близька до нуля, чи коли вона є щільно контрольованою.

На підтвердження цього можна навести два періоди, що контрастують, впродовж яких була приблизно однакова ситуація щодо від'ємних реальних процентних ставок та експансії ліквідності. Так, за період з 1970 р. по 1978 р. зважені процентні ставки для десяти найбільш розвинутих країн були від'ємними, інколи сягаючи -4%. При цьому, зростання грошової бази за цей період стрибнуло з 10% до 14–16%. Як

³⁴³ Borio C. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? // BIS Working Paper. – 2003. – № 128. – P. 1–26; Borio C., Lowe Ph. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness? // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – P. 1–51; Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.

³⁴⁴ Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy? // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 27.

³⁴⁵ Borio C., Shim I. What Can (Macro-) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy? // BIS Working Paper. – 2007. – № 242. – P. 4.

наслідок, саме впродовж цього періоду в усіх розвинутих країнах й у світі загалом спостерігалась найвища інфляція. За період з 1993 р. по 2005 р. спостерігається інша тенденція. Відсоткові ставки в реальному вимірі знижуються, стаючи від'ємними у 2002–2004 рр., але зростання грошової бази стрибає з 4% на початку періоду до 6–8% на кінець. При цьому, інфляція залишається низькою³⁴⁶. Можливе порівняння останнього періоду з періодом Великої депресії, який також характеризувався від'ємними ставками і дефляцією, буде не коректним, оскільки і розвинуті країни, і світ загалом демонструють непогані показники економічного зростання. При цьому, як показано у першому та другому розділах, таке зростання стає більш стабільним.

Наслідком “парадоксу довіри” є певна модифікація зв'язку між монетарною реакцією на шоки та фінансовою стабільністю. Боротьба з високою інфляцією передбачала суттєве підвищення процентних ставок, що часто викликало появу проблем у фінансово-банківському секторі, призводячи до фінансової нестабільності (алгоритм такого зв'язку див на рис. 5.1.). Низька інфляція та фінансова глобалізація зумовили новий алгоритм зв'язків в актуалізації процесів фінансової нестабільності. Низькі процентні ставки та можливості тривалої експансії ліквідності підвищують значення флуктуацій у фінансовому секторі для всієї економіки, а глобалізація знижує залежність національних ставок від національних макропроцесів. Відповідно, переливи капіталів розігривають ціни на активи на фазі припливу та сприяють їх швидкому обвалу на фазі відпливу. Разом із зростанням значення флуктуацій у фінансовому секторі для решти економіки макрофінансова нестабільність може виникнути навіть на підґрунті стабільності цін (рис. 5.1.).

З переходом до монетарних режимів, які передбачають досягнення та підтримання цінової стабільності, відбулися подальші зміни у фінансовому середовищі. Вони пов'язані із специфічними наслідками низьких номінальних та реальних процентних ставок для поведінки фінансових посередників. Традиційно низькі ставки в макроекономічній теорії асоціюються з неможливістю монетарної політики виконувати стабілізаційну функцію у зв'язку з актуалізацією ефекту “пастки ліквідності”. Іншим проблемним питанням низьких ставок вважається те, що коли вони стають нижче за рівень динаміки ВВП, то тим самим

³⁴⁶ Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century // BIS Working Papers. – 2006. – № 216. – P. 15.

послаблюється алокаційна ефективність економіки³⁴⁷. Поєднання монетарної політики, орієнтованої на цінову стабільність, з лібералізацією та дерегуляцією у фінансовому секторі породило нову проблему – підвищення схильності до ризику³⁴⁸.

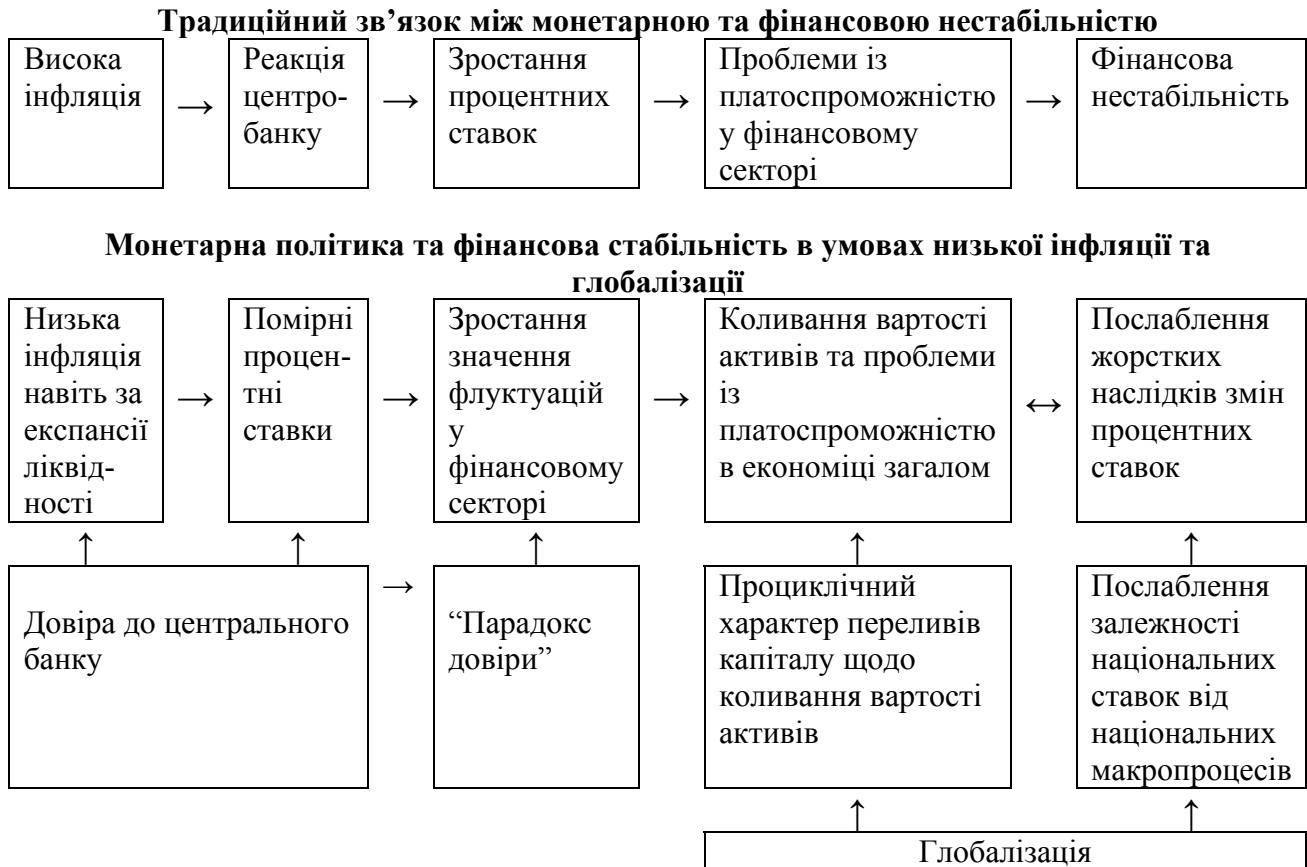


Рис. 5.1. Зміна зв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю

Фактори підвищення такої схильності такі:

- низькі номінальні ставки загострюють проблему пошуку доходності. Це впливає з відходу від грошової ілюзії після періоду високої інфляції. Іншим аспектом цього явища є те, що низькі операційні ставки центробанків заохочують ризикову поведінку з міркувань морального ризику. Певною мірою цьому сприяє ситуація, коли в розвинутих країнах банківська система працює із мінімальним значенням надлишкових резервів, що дозволяє розраховувати на дешевше

³⁴⁷ Catao L., Mackenzie G. Perspectives on Low Global Interest Rates // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/76. – P. 1–34.

³⁴⁸ White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework? // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 8.

збалансування короткострокових розривів у строковій структурі активів та пасивів за рахунок пропозиції ліквідності з боку центральних банків;

- лібералізація та фінансова інтеграція підвищують конкуренцію у фінансовому секторі. Поєднання попереднього фактора з процесом фінансової інтеграції своїм наслідком має підвищення конкуренції між фінансовими установами. Остання має місце як щодо видів фінансових трансакцій, так і щодо ринків їх здійснення. Внутрішньо сегментна інтеграція у фінансовій системі також сприяє появі більш жорсткого конкурентного оточення. Зменшення ефекту домашнього зміщення, інституціональна глобалізація, зростання вартості активів інвестиційних компаній та зростання мобільності капіталів утворюють рамкові умови більш жорсткої конкуренції. Природно, що в умовах такої конкуренції пошук доходності трансформується у якісні зрушення у вигляді збільшення апетитів щодо ризику. Окремим питанням пов'язаності цього процесу із змінами в монетарній політиці є те, що посилення гомогенності щодо підтримання низької інфляції зумовлює усунення анклавів з вищими номінальними ставками, які могли би дати певні можливості збільшення доходності операцій при умові врахування напряму руху валютних курсів. У випадку, коли валютні курси в короткостроковому періоді негнучкі, то наявність зон із вищою інфляцією і, відповідно, з вищими ставками проценту дозволяє збільшити ефективність спекуляції. Нівелювання цього та подальше вирівнювання процентних ставок природно зменшує можливості для подібних спекуляцій, штовхаючи до пошуку доходності з допомогою складніших технологічних рішень чи за рахунок відвертої переорієнтації на операції з більш ризиковими інструментами чи ринками;

- низькі ставки заохочують застосування лівереджу при здійсненні фінансових трансакцій. Маржинальні інвестиції (придбання цінних паперів за рахунок оплати незначної частки трансакції з доплатою повної вартості через обумовлений час) та спекуляції по типу *carry trade* (відкриття позицій щодо придбання процентних інструментів з вищою процентною ставкою на ринку з іншою валютою) прямо залежать від величини позичкового проценту. Чим він нижче, тим більшим може бути обсяг трансакції з огляду на величину кредитного важеля. Те саме стосується усіх фінансових установ, активність яких безпосередньо пов'язана із інвестиціями у ринкові активи. В сукупності загальний ризик у глобальній фінансовій системі примножується, оскільки спекуляції щодо розривів у рівні процентних ставок та спекуляції щодо майбутнього

зростання вартості активів стають функцією експансії кредиту. З цих міркувань м'які умови щодо ліквідності ринку, викликані можливостями більш гнучкої монетарної політики при підтриманні цінової стабільності ("парадокс довіри"), заохочують розширення фронту спекулятивних операцій, зовнішнім проявом чого стає розбухання фінансових агрегатів;

- низька дохідність на ринку інструментів з фіксованим доходом, викликана низькими ставками, заохочує реструктуризацію фінансової системи. Так, низький інтерес до вкладень в облігації спонукає глобальних інвесторів у пошуках доходності виходити на ринки з високим потенціалом росту. Це створює проблему відносної гіпертрофії ринку товарних ф'ючерсів, зростання вартості монетарних металів та хвилеподібного поширення підвищувальної тенденції на корпоративних ринках. Оскільки ці сегменти за своєю природою характеризуються досить високою волатильністю та чутливістю до сигналів і загальних глобальних макроекономічних процесів, то спостерігається значне відволікання ресурсів з обслуговування запозичень у сферу ризикових інвестицій;

- низькі ставки стимулюють фінансові інновації, які демонструють зміщення ризикової поведінки від інвестора до позичальника. Так, якщо на початку 1990-х років інноваційними вважалися емісії облігацій зі ставками, прив'язаними до рівня інфляції³⁴⁹, то в умовах цінової стабільності їх привабливість різко знизилась. Інноваційними на сьогодні розглядаються облігації, дохідність яких прив'язана до вартості активів, або які покриті реальними активами емітентів. Хоч лідерство з емісії інноваційних інструментів втримують США, але ця тенденція швидко поширюється і на решту країн, зокрема з ринками, що виникають³⁵⁰. Природно, що гарантовані облігації більш ризикові з точки зору оферента, але їх поява на ринку демонструє те, що ринки не стільки схильні до уникнення ризику, як би це могло впливати із ситуації збільшення

³⁴⁹ Їх необхідність визначалась тим, що більшість розвинутих країн виходила зі смуги інфляції. Пропозиція таких інструментів розглядалась як опосередкована форма забезпечення стримування від надмірної експансивної макроекономічної політики, оскільки інакше вона ставала би більш обтяжливою для бюджету через підвищення процентних виплат. У корпоративному секторі інтерес до емісії таких інструментів спостерігався з огляду відносно відставання в часі здобуття центробанками довіри від фактичного забезпечення низького інфляційного фону. Проте здобуття довіри та низькі інфляційні очікування, виражені падінням спредів, плюс вирівнювання ставок суттєво обмежили інтерес до таких інструментів з боку інвесторів. Як наслідок, вони перестали бути ризиковими з точки зору позичальника і, природно, інвестора.

³⁵⁰ Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of the US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 3–39; Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 1–142.

пропозиції інструментів з покритою гарантією виплат, скільки те, що конкуренція за приваблення капіталів зростає, а в разі настання фінансових проблем поширення стресу не буде обмежуватись тільки фінансовим сектором, навпаки – буде впливати з реального сектору, погіршуючи тим самим перспективи динаміки ВВП у випадку криз³⁵¹.

Монетарна стабільність, фінансова трансформація та проблема проциклічності фінансової системи

Зміни в монетарній політиці, які стають значимими структурними факторами набуття нових рис функціонування фінансовою системою, не самодостатні. Сам факт трансформації фінансової системи вже багато важить з точки зору появи нового виміру взаємодії між макроекономічними та фінансовими процесами в аспекті економічних коливань та фінансової стабільності.

Проциклічність фінансової системи як нову іпостась такої взаємодії необхідно розглядати в подвійному ракурсі. З одного боку, фінансовим аспектам макропроцесів іманентні риси проциклічності. З іншого боку, проциклічність формується за рахунок набуття фінансовою системою нових рис. Оскільки, як показано вище, система змінюється в напрямі зростання значення ринків, то останнє стає принциповою детермінантою перенесення на взаємодію між фінансовими та макроекономічними змінними усіх переваг (алокаційна ефективність) та недоліків (імперфекції) ринкової системи як такої. Найцікавіше те, що підвищення ефективності системи поєднується з імперфекціями далеко не завжди лінійно. Глобальна фінансова інтеграція підсилює обидва виміри цього процесу, надаючи більшої масштабності, значимості, а від так і більшої ризиковості. Проте в обох випадках спільним залишається те, що розкручування спіралі фінансових дисбалансів та ринкова корекція фінансових цін є формою прояву фінансового циклу, який накладається на цикл у традиційному макроекономічному розумінні цієї категорії, ставлячи центробанки перед складними дилемами.

³⁵¹ Слід зазначити, що варіантом, стабілізуючим фінансову систему за рахунок антициклічної дії, є такі інноваційні інструменти як облігації, доходність яких прив'язана до динаміки ВВП. Див.: Griffith-Jones S. Procyclicality; Old and New Policy Challenges // Initiative for Policy Dialogue Meeting. – 2006. – Manchester. July 25th-27th. – P. 1–7. Втім, як показують окремі дослідники, успіх із розміщенням таких інструментів, власне як і облігацій, які передбачають застереження щодо колективних дій в процесі врегулювання боргових проблем, щільно обумовлений загальними кондиціями ринку щодо ліквідності та ставлення до ризику. Див.: Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 1–16.

Стосовно іманентних рис проциклічності, властивих фінансам, то це обумовлено тим, що для початку фінансового циклу потрібні умови, які призводять до зростання фінансових агрегатів економіки, незалежно від структурних характеристик фінансової системи чи монетарної політики. Якщо мислити функціонально і дозволити дискретну експлікацію циклу, то можна побачити, що фінансовий цикл починається на тлі дуже низьких процентних ставок. Останні можуть бути або результатом завершення попереднього циклу у вигляді ринкового обвалу, коли падіння вартості фінансових активів і макроекономічна реакція на це позначились на падінні ставок проценту, або наслідком екзогенних шоків, пристосування до яких зумовлює зниження їх рівнів. Можливості отримання дешевих кредитів спонукають до збільшення запозичень, що може перерости у справжній кредитний бум, який підігріває споживання, нові горизонти якого потребують нових кредитів і т. д.

Зауважимо, що описаний бум запозичень може виникнути тільки в умовах, коли економічні агенти з оптимізмом оцінюють майбутній перманентний дохід, інакше вони би не запозичували. Однак проблема полягає в тому, що така оцінка далеко не завжди є об'єктивним вододілом між очікуваннями зростання чи стагнації майбутніх доходів. По-перше, це може бути обумовлено схильністю до ризику *a priori*. По-друге, сигналами з боку макроекономічних органів щодо майбутнього економіки і варіантів його покращення. Довіра до таких органів також важлива. Наприклад, довіра до центробанку, який знизив ставки в умовах ризику дефляції, допускає, що економічні агенти будуть розраховувати на відсутність глибокої рецесії у майбутньому, а сама довіра також означатиме, що стрибка інфляції в умовах зростання не буде і ставки із запізненням почнуть реагувати на її прискорення, дозволяючи відносно легко обслуговувати тягар боргів, взятих напередодні. По-третє, глобальна інтеграція також є джерелом розширення площі доступної інформації, необхідної для формування раціональних очікувань майбутньої економічної ситуації. Ефекти диверсифікації джерел доходів та активів, закордонна діяльність та ефект оцінки вартості активів тощо також є тими факторами, які можуть впливати на формування позитивного очікування майбутнього, що спонукає до збільшення запозичень в умовах падіння рівня ставок. З цих міркувань цілком природно, що в умовах Великої депресії падіння ставок не обернулось швидким нагромадженням боргів і не стало причиною початку нового фінансового циклу, тоді як падіння ставок у 2001 р., відомому своїми подіями, – навпаки.

Іншим прикладом адекватності припущення про іманентний характер проциклічності фінансів є альтернативна емпірична картина, відома з досвіду високоінфляційних країн. Міжчасовий погляд на оптимізацію споживання в умовах недовіри до стабілізаційної політики демонструє наступне. Перенесення споживання на період, що іде одразу за періодом стабілізації, і фінансовий бум є наслідками невпевненості в можливостях збільшення такого споживання і здійснення запозичень для цього в майбутньому. Рівень процентних ставок тут до уваги не брався, тим більше, що після стабілізації інфляції вони повинні бути високими. Але сам факт того, що міжчасова оптимізація відбувається в умовах несприятливого очікування майбутнього, дозволяє вважати, що випадок із низькими ставками як початок фінансового циклу є окремим випадком більш загального принципу – можливості оптимізувати споживання в часі з допомогою фінансових ринків. Незначимість для економічного агента того, як його власна оптимізація співпадатиме з циклічним рухом економіки, та можливість її здійснення внаслідок функціонування фінансової системи в сукупності і є тим фактором, який визначає наявність іманентної проциклічності у сфері фінансів.

Щодо появи проциклічності як наслідку трансформації фінансової системи, то можна виділити такі явища.

По-перше, проциклічність – наслідок того, що фінансова система реагує асиметрично на фазах піднесення та фазах спаду. Так, в умовах піднесення оптимізм економічних агентів практично весь час набуває конкретних фінансових форм. Це – експансія внутрішнього кредиту, злет цін на активи, ріст фондових індексів. Таке розбухання фінансових агрегатів призводить до того, що доступ до фінансування інвестицій різко полегшується, можливості нарощування споживання внаслідок ефекту доходу, так само як і внаслідок можливостей збільшити споживання в кредит, також швидко зростають, розігриваючи всю економіку загалом. Гальмування з інфляційною реакцією відповідно до “парадоксу довіри” призводить до того, що розбухання фінансових агрегатів на фазі піднесення дуже швидко переростає в появу фінансових дисбалансів. Останнє обумовлено тим, що швидке нарощування інвестицій та споживання за рахунок нових і нових фінансових ін’єкцій дуже часто не кореспондує з ефективними рішеннями. По-суті, чим жорстокіше обмеження доступу до фінансових джерел, тим ефективніша економіка в алокаційному плані. Тобто більш жорсткі умови доступу до фінансування

діють як селективний фільтр. Погіршення алокаційної ефективності здебільшого виражається в нагромадженні фінансовою системою “поганих кредитів” та нереалізованих інвестицій. На цьому етапі відбувається відхилення фінансових агрегатів від тенденцій у реальному секторі в сторону перетворення на дисбаланси. На фазі обвалу відбувається протилежна ситуація. Ейфорія змінюється панікою та невизначеністю. Доступ до фінансування інвестицій різко обмежується, а споживання звужується через зворотну дію ефекту доходу та більш жорсткі умови доступу до кредитів. Падіння цін активів та переобтяжені “поганими боргами” фінансові інституції ще більше звужують доступ до ресурсів саме тоді, коли в них виникає чи не найбільша потреба, яка обумовлена необхідністю пристосування до шоку. З цих міркувань поведінка цін активів, фондових індексів та внутрішнього кредиту надмірно стимулює економіку на фазі зростання, але на фазі спаду перетворюється на більш жорсткий репресивний механізм щодо попиту.

Функціонування елементів ринкової інфраструктури, наприклад рейтингових агентств, також породжує аналогічні наслідки. Рейтинги покращуються дуже швидко в умовах загальної ринкової ейфорії, а в умовах паніки та невизначеності різко погіршуються. З одного боку, наявність систем продукування інформації, якою користуються учасники ринків, повинна була би забезпечити протилежний результат з міркувань того, що така діяльність перетворюється на спеціалізовану. Граничні витрати на пошук додаткової інформації мінімізуються саме через спеціалізацію таких систем, внаслідок чого співвіднесення ризиків та дохідностей мало би тяжіти до Парето-оптимуму. Такі інституції залишаються ринковими, а тому переоцінка позитивних перспектив в умовах зростання та загроз (спаду) не є чимось екстраординарним. З іншого боку, ринковий характер функціонування таких інституцій не виключає, що в момент загальної ейфорії вони будуть стриманішими, але на них не будуть зважати, а в умовах обвалу, вони, переймаючись власною репутацією, будуть більш схильні до песимістичних оцінок, перестраховуючи себе на випадок помилки в умовах ринкової невизначеності.

По-друге, в основі посилення проциклічності перебуває тенденція зміщення у бік непрямой моделі взаємодії між інвесторами та реципієнтами. Основний вектор модернізації фінансової системи – зростання ролі небанківських фінансових посередників та набуття

банками рис перших. Сек'юритизація як форма зближення ринкової та банківської моделей фінансових ринків ще на початку 1990-х років здебільшого стосувалась трансформації боргових взаємин – переведення прямих банківських кредитів у непрямі облігаційні позики. Проте вже з кінця 1990-х вони охопили ширше коло процесів, розширюючи кількість інструментів доступних для інвестицій і вільного ринкового обігу. Це, наприклад, кредитні свопи, покриті кредитними вимогами облігації, похідні інструменти щодо кредитного ризику тощо. Розвиток сек'юритизації в напрямку емісії покритих кредитними вимогами облігацій став особливо швидким після Азійської кризи та потрясінь 2000–2001 рр. Агломерування однотипних кредитних вимог і емісія облігацій під них торкнулася практично усіх сегментів кредитного ринку, особливо іпотечного. В сукупності з традиційною сек'юритизацією та триваючим зростанням інтересу до фінансування за рахунок емісії акцій ці процеси оновили фінансову систему якісно, перетворивши її на більш залежну від ринкової ситуації, ніж від щільності прямих стосунків у рамках співробітництва банків та позичальників.

Така залежність поширилась на практично усі сегменти фінансового ринку, підвищила значення домогосподарств як постачальників заощаджень, а разом із зниженням ефекту домашнього зміщення посилала значення глобальних переливів капіталу. Природно, що більш непрямі ринкові стосунки в рамках фінансової системи, покращуючи алокацію ресурсів за рахунок розширення доступу до заощаджень та інвестицій, втім, посилили значення ставлення до ризику та ринкових імперфекцій. Останнє перетворилось на проциклічний фактор тою мірою, якою ринкова модель стосунків у сфері фінансів почала витісняти прямий зв'язок між банками та позичальниками. Контрциклічний характер функціонування банківської моделі багато в чому базувався на тому, що банки мали доступ до окремої інсайдерської інформації, що дозволяло приймати більш стримані рішення в умовах буму і задовольняти необхідний попит на ліквідність в умовах фінансових обвалів. Посилення непрямих ринкових стосунків між позичальником та інвестором суттєво обмежило доступ до такої інсайдерської інформації, але посилило значення інформації, яка є на ринку загалом.

Проведений МВФ аналіз зв'язку між ступенем ринкової модернізації фінансової системи в розвинутих країнах та її проциклічністю демонструє

чіткі емпіричні свідчення на користь цього³⁵². При чому, ступінь модернізації фінансової системи за окремими індикаторами зріс практично в усіх розвинутих країнах, однак поділ за образом двох систем наразі може бути застосований як аналітичний інструмент. Обрахований індекс модернізації фінансових систем знаходиться практично завжди у прямому зв'язку з показниками, які відображають циклічну активність економіки, але водночас він знаходиться і в прямому зв'язку з індикаторами, що відображають згладжування споживання. Це явище, з одного боку, відображає, що трансформація фінансової системи в ринковому напрямі змінює характер балансу загроз та можливостей, а з іншого – є свідченням потенційного взаємодоповнення внутрішніх та зовнішніх дисбалансів.

Відмінності впливу на макроекономічні процеси більш модернізованих фінансових систем порівняно з більш традиційними узагальнює табл. 5.3.

Таблиця 5.3.

Порівняння макроекономічних наслідків двох типів фінансових систем

Індикатори	Більш модернізована фінансова система (<i>more arms length financial system</i>)	Більш традиційна фінансова система (<i>relation-based financial system</i>)
Вплив на кореляцію між споживанням та доходом	Суттєвий, що відображає суттєві можливості зі згладжування споживання за рахунок доступу до фінансових інструментів з боку усіх секторів економіки	Незначний, внаслідок чого можливості зі згладжування споживання слабкі. Це є наслідком обмеженого доступу до фінансових інструментів та панування ієрархії в стосунках між позичальником та кредитором
Чутливість приватного споживання до обвалів на фондових ринках	Суттєва. Є наслідком значного залучення заощаджень домогосподарств як джерел фінансових ресурсів, внаслідок чого ефекти добробуту є сильнішими.	Незначна. Це зумовлено значною роллю традиційного банківського посередництва між фінансовими ринками та домогосподарствами. Ефекти добробуту слабкі.

³⁵² How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? // World Economic Outlook. – 2006. – Sept. – Chapter 4. – P. 1 – 34. В рамках цього дослідження відомі і широко вживані категорії ринкової та банківської моделі фінансового ринку замінені на інші. Фінансова система тут розглядається як система “віддалених рук” (*more arms length financial system*), яка відповідає теоретичному образу ринкової моделі, але з акцентом на ролі непрямих посередників при здійсненні фінансових трансакцій, та система, “заснована на стосунках” (*relation-based financial system*), яка відображає домінування прямих стосунків між позичальником та інвестором по образу того, як це відбувається в рамках традиційного банківського кредитування.

Продовження табл. 5.3.

<p>Глибина падіння цін на активи (акції та ціни на житло)</p>	<p>Незначна, що можна вважати наслідком більш ефективної алокаційної ефективності. З іншого боку, обмежені падіння в цінах на фондові активи можна побачити і вищий ендогенний попит на них відповідно до логіки функціонування системи, що передбачає покриття ними своїх пасивів. Менш еластичні вниз ціни на житло можуть бути наслідком позитивного впливу на добробут з боку доступу до фінансових інструментів</p>	<p>Суттєва. Це може свідчити про недостатній ендогенний попит на активи. Така залежність еластичності вниз цін на житло може відображати наслідки того, що ця система меншою мірою згладжує споживання.</p>
<p>Реакція бізнес-інвестицій на бізнес-цикл</p>	<p>Інвестиції вищі на фазі зростання, але на фазі спаду різко зменшуються. Внаслідок цього формується асиметрична проциклічність. Це є наслідком специфіки домінування непрямих стосунків при здійсненні фінансових трансакцій та орієнтації на ринкові сигнали в цілому, а не на дані по окремих фірмах</p>	<p>Інвестиції менш реактивні на фазі зростання, але не схильні до різкого обвалу на фазі спаду. Фінансова система менш проциклічна, що є наслідком прямих стосунків та доступу до інсайдерської інформації</p>
<p>Інвестиції/ВВП у бізнес-секторі впродовж ділового циклу</p>	<p>Показник швидше зростає на фазі підйому, але швидше зменшується на фазі спаду. Пояснення див. вище</p>	<p>Показник повільніше зростає на фазі підйому і повільніше зменшується на фазі спаду. Пояснення див. вище</p>
<p>Значення внутрішньо фірмових джерел фінансування інвестицій впродовж ділового циклу</p>	<p>Швидше зменшуються на фазі підйому, але швидше зростають на фазі спаду, виконуючи роль компенсатора втраченого ринкового фінансування. Пояснення аналогічне</p>	<p>Повільніше падають на фазі підйому і повільніше зростають на фазі спаду. Компенсаторна роль менш виражена тою мірою, якою менш виражена роль ринкового фінансування. Пояснення аналогічне</p>
<p>Міжнародна портфельна диверсифікація</p>	<p>Більш чітко виражена як щодо вхідних потоків капіталу, так і щодо інвестицій за кордон. Причина – в інноваційності фінансової системи, схильності до ризику, послабленні ефекту домашнього зміщення та можливості глобального обігу ринкових інструментів. Опосередкова це є свідченням вищої алокаційної ефективності, але й вищої вразливості до екзогенних чи глобальних шоків</p>	<p>Менш чітко виражена як щодо вхідних потоків капіталу, так і щодо інвестицій за кордон. Це пояснюється тим, що фінансові інструменти менше пов'язані з ринковим обігом, а фінансові посередники менш схильні до ризику. Опосередковано це свідчить про меншу вразливість до екзогенних чи глобальних шоків</p>

Примітка: Згруповано автором на основі: How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? // World Economic Outlook. – 2006. – Sept. – Chapter 4. – P. 1 – 34.

По-третє, посилення орієнтації на ринкову ситуацію в рамках сучасних моделей корпоративного управління також позначилось на посиленні проциклічності. Це стосується аутсорсингу у сфері пенсійних планів та соціальних пакетів, переходу менеджменту на засади управління вартістю компаній, зростання значення індикаторів сприйняття ринками вартості фірми в структурі винагород менеджменту, посилення орієнтації власників на капіталізацію курсових різниць тощо. Зміни в банківському регулюванні в рамках переходу на вимоги щодо адекватності капіталу на принципах Базель II також посилили схильність фінансової системи до проциклічності³⁵³.

Внутрішньформові системи зваження активів за ступенем ризику і відповідні обрахунки адекватності капіталу перенесли на поведінку банків щодо управління капіталом усі ті проблеми, які пов'язані з імперфекціями фінансових ринків. З одного боку, така система вимагає підвищення відповідальності за забезпеченість капіталом на мікрорівні, але не гарантує того, що на макрорівні такого капіталу буде достатньо при врахуванні системних ризиків. Тобто більш стабільна окрема банківська установа із розгалуженою системою управління та моніторингу ризиків не гарантує, що банківська система загалом буде аналогічною і що переваги підвищеної ринкової відповідальності за забезпечення капіталом на мікрорівні будуть повністю перенесені на макрорівень.

Інший аспект проблеми – те, що варіації в часі із ставленням до ризику серед інвесторів не виключають, що позичальники чи менеджери загалом також можуть бути схильні міняти своє ставлення до ризику відповідно до якогось певного загального ринкового тренду. Така ситуація дуже важлива з міркувань того, що від такого ставлення буде залежати політика щодо пропозиції ризикових інструментів, здійснення ризикових запозичень і, як наслідок, визначення адекватності капіталу і в банківському, і в реальному секторах. Перехід на Базель II не генерує контрадикторну позицію фінансових посередників щодо ставлення до ризику при обрахунку адекватності капіталу по відношенню до корпоративних управлінців з

³⁵³ Огляд змін корпоративних стратегій під впливом трансформації фінансової системи, а також проблем і можливостей, пов'язаних із зростанням значення фінансових ринків у структурі глобальної фінансової системи, див. у: Rajan R. Has Financial Development Made the World Riskier? // NBER Working Paper. – 2005. – № 11728. – P. 1–45. І хоча сам Р. Райян приходить до принаймні не песимістичних висновків, відповідаючи на запитання “чи став призвів розвиток фінансів до появи більш ризикового світу”, як показують інші дослідники зазначені процеси суттєвого змінили баланс між загрозами та можливостями у сфері функціонування глобальної фінансової системи, вимагаючи більш системних підходів до розв'язання проблеми проциклічності. Див.: Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regims // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.; White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework? // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 1–20.; Borio C., Shim I. What Can (Macro-) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy? // BIS Working Paper. – 2007. – № 242. – P. 1–35.

реального сектору. Разом поєднання позитивного ставлення до ризику і в позичальників, і в кредиторів варіації цього в часі створюють небезпечно поєднання з міркувань розхитування фінансового циклу на можливості розкручування спіралі фінансових дисбалансів.

По-четверте, поєднання іманентної проциклічності в сукупності з підвищеною схильністю до ризику та “парадоксом довіри” створює загальну тенденцію до того, що відносно нормальний фінансовий цикл практично одразу перетворюється на фактор фінансових дисбалансів. Швидке зростання фінансових агрегатів інспірується як ендогенними причинами, так і зміненним макроекономічним ландшафтом – низькою інфляцією, втратою нею сигнальної ролі щодо появи негараздів в економіці й глобальною мобільністю капіталів. Їх відхилення від рівноважних трендів багато в чому заохочується чотирма базовими компонентами:

- схильністю до ризику як епіфеноменом “пошуку доходності” в умовах низької інфляції. Пошук доходності, з одного боку, виступає засадою формування мотивів інвесторів. З іншого ж боку, поєднання факторів середовища низької інфляції та мікроекономічних засад поведінки, толерантної до ризику, спонукає до завищеної пропозиції ризикових фінансових інновацій та їх акцепту з боку інвесторів, які не помічають, що за інноваційністю фінансових інструментів дуже часто приховується додатковий ризик, взятий на себе позичальником;

- можливістю перестраховування ризиків в умовах диверсифікованої та складноструктурованої фінансової системи. Кінцевий пункт трансферу первісно взятого ризику може залишитись невідомим;

- дефляційним тиском з боку глобальної інтеграції в реальному секторі, внаслідок чого грошова пропозиція в реальному вимірі зростає, “підхарчовуючи” ліквідність фінансової системи. Це дозволяє дуже швидко фінансовим агрегатам відхилитись від рівноважного тренду, переобтяжуючи фінансову систему далеко не завжди якісними активами, на що впливає, зокрема, посилення глобальної конкуренції. Останнє означає, що відносно якісні фінансові активи сьогодні в умовах швидких змін у сфері відносних і конкурентних переваг можуть втратити свої кондиції завтра. Широкі можливості фінансування діяльності, внаслідок фінансової інтеграції, дозволяють у короткостроковому періоді маскувати цю проблему під процеси доступності коштів для модернізації бізнесу на мікрорівні чи полегшеної адаптації до шоків на макрорівні. В обох випадках емірджетність глобального бізнес-середовища переростає у фактор посилення проциклічності фінансової системи;

• мобільністю капіталів, які швидко покращують кон'юнктуру фінансового ринку та прискорюють експансію ліквідності банківської системи на фазах буму, але й швидко обертають ситуацію на протилежну в умовах фінансового обвалу.

Глобальні аспекти проциклічності та проблема поведінки центральних банків в умовах фінансових потрясінь

Проциклічність фінансової системи має принципові наслідки для глобальної фінансової стабільності. Вона змінює якісно джерела потрясінь, але не впливає на те, що вони стають дедалі більш однотипними в країнах з різним рівнем доходу, тим самим стираючи суттєві відмінності між характером макрофінансової вразливості в розрізі країн. Багато в чому це обумовлено фінансовою інтеграцією та спільним вектором трансформації фінансової системи. Внаслідок цього трансформується і глобальна взаємозалежність. Валютно-боргові кризи в країнах з низьким доходом як фактори криз ліквідності та стримувачі потоків капіталу в розвинутих країнах модифікуються у більш традиційні фінансові кризи, які вражають глобальну фінансову систему через кореляцію ринків однотипних фінансових інструментів (табл. 5.4.).

Таблиця 5.4.

Зміщення джерел глобальної фінансової нестабільності

Критерії	1960–1980-ті	1985–1990-ті	2000-ні
Домінуючі риси глобальної фінансової системи	Міжнародні кредитні відносини за вектором «Північ-Південь». Потоки капіталу, що утворюють борги	Лібералізація потоків капіталу. Зростання мобільності капіталів. Формування глобальної рівноваги	Глобальна фінансова інтеграція та формування ринкової моделі глобальної фінансової системи. Послаблення ефекту домашнього зміщення, зростання вартості активів, інституціональна глобалізація
Характер монетарної політики	Суперечливий і в розвинутих країнах, і в країнах, що розвиваються. У перших – конфлікт щодо інфляції та безробіттям з поступовою перемогою орієнтації на ціннову стабільність. У других – активне використання монетарних факторів фінансової репресії в стратегіях розвитку. Контроль за інфляцією здійснювався в рамках монетаристської моделі	Реформи центробанків. Перехід до політики ціннової стабільності в розвинутих країнах. Поступове поширення цього досвіду на решту світу. Становлення сучасного типу центрального банку у формі встановлення експліцитних та імпліцитних систем таргетування інфляції, досягнення довіри та транспарентності	Розширення географічних меж процесів, сформованих у попередньому періоді. Водночас, глобальні фінансові потрясіння відобразили варіативність підходів до поєднання ступеня гнучкості в реакції на шоки із забезпеченням ціннової стабільності

Продовження табл. 5.4.

Інфляційна ситуація	Суперечлива в розвинутих країнах. Спорадичні гіперінфляції та стабілізаційні програми в країнах, що розвиваються	Виникнення тенденції до глобального зниження інфляції	Поступова кристалізація процесів утвердження цінової стабільності в світі. Посилення напруження між дефляційними наслідками глобалізації та проінфляційними наслідками глобальної експансії попиту
Основні шоки та джерела нестабільності	Шоки умов торгівлі та шоки процентних ставок на міжнародних ринках капіталу. Гіперінфляція як наслідок неадекватної макрополітики	Мірою послаблення проблеми боротьби з гіперінфляцією та посилення мобільності капіталів зросло значення конфлікту цілей монетарної політики щодо внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Зростання значення коливань глобальних процентних ставок та курсів провідних валют	Секторні шоки, швидке пристосування фінансових дисбалансів, зміщення від більш ризикової до менш ризикової поведінки і навпаки. Зростання значення вразливості на мікрорівні
Панівна форма нестабільності	Валютно-боргові кризи першого, другого та третього типу. Валютні кризи першого покоління. Гіперінфляція та неоднозначна реалізація стабілізаційних програм. Як правило, кризогенними вважають країни периферії, але є випадки криз втрати валютою ключової ролі внаслідок слабких макрорезультатів	Валютно-боргові кризи першого, другого та третього типу. Валютні кризи першого та другого покоління. Міграція криз та їх регіоналізація. Посилення деструктивних наслідків подвійних криз: валютної та банківської внаслідок доларизації пасивів. Як правило, кризогенними є країни периферії	Флуктуації цін активів, проциклічний характер потоків капіталу. Підвищення кореляції в поведінці фінансових ринків, внаслідок чого поширення криз прискорюється. Зростання значення секторних шоків. Кризогенним здебільшого стає ринок, ніж країна, внаслідок чого джерелом поширення кризи можуть стати практично усі глобально інтегровані економіки
Аспекти взаємозалежності	Актуальність моделі «Центр-периферія» - «Північ-Південь», в рамках якої кризи здебільшого вражали країни, що розвиваються, з наслідками для розвинутих країн в аспекті зниження темпів зростання капіталомісткого експорту та погіршення ліквідності міжнародних банків	Збереження актуальності властивостей попереднього періоду доповнюється проблемою реакції цін активів у розвинутих країнах на кризи у країнах, що розвиваються. Потоки капіталу в умовах глобальних дестабілізацій концентруються у розвинутих країнах, погіршуючи умови фінансування решти світу	Актуальність моделі попередніх періодів послаблюється, актуалізується поява моделі відносних домінуючих сфер, яка відображає відносну значимість окремих груп країн в окремих сферах глобальної макрофінансової системи. Міграція криз між країнами з різним рівнем доходу стає більш еластичною і вражає однотипні ринки

Як не дивно, але до порогу глобально низької інфляції відмінності в кризах впливали з відмінного характеру макроекономічних політик. Прив'язка кризи до наслідків поганої макрополітики дуже часто була очевидною. Навіть Азійська криза не виняток, оскільки вона, будучи наслідком неадекватної боргової політики у корпоративному секторі, багато в чому була інспірована тим, як захоплення курсовою стабільністю заохочувало надмірно ризикову політику запозичень у реальному та фінансовому секторах. За порогом глобально низької інфляції в сукупності із фінансовою трансформацією більш гомогенна макроекономічна політика не гарантує імунітету від більш гомогенних за характером криз, а зростання значення секторних факторів нестабільності разом із проциклічністю суттєво зближує вірогідність фінансового стресу та виважену макроекономічну політику. Наслідком цього є принципова проблема, що брак селективності в “каральній” здатності ринків може суттєво підірвати основи інтенцій здійснювати здорову політику. З цих міркувань інституціональний захист незалежності центральних банків набуває особливого значення, незважаючи на те, що дилема поєднання монетарної та фінансової стабільності дуже часто стає причиною порушення систематичності в реакції на шоки, що може залишитись непоміченим в умовах довіри до політики та дефляційного ухилу наслідків глобальної інтеграції.

Що стосується проблеми систематичності реакції на фінансові шоки, то ситуація виглядає дуже неоднозначною. З одного боку, фінансові кризи у вигляді падіння цін активів, що приводить у дію погіршення умов сукупного попиту в економіці, є викликом ординарним системам таргетування інфляції³⁵⁴. Однією з причин цього є нарощування фінансових активів, що перебувають у власності домогосподарств. Зокрема, за період з 1995 по 2005 рр. вартість таких активів майже подвоїлась практично в усіх розвинутих країнах (окрім Японії). В Австралії вони зросли з 0,6 до 1,3 трлн. дол. США, в Канаді, відповідно, з 1,3 до 2,3, в зоні євро – з 10,4 до 17,1, в Японії – з 12,3 до 12,8, в Кореї – з 0,6 до 1,2, в Швеції – з 0,3 до 0,5, в Швейцарії – з 0,9 до 1,2, у Великій Британії – з 3 до 6,1, в США – з 18 до 32,1 трлн. Разом таке зростання відбулося з 47,7 трлн. до 74,8 трлн. дол. США. Суттєвішим є те, що таке збільшення супроводжується зміною структури таких активів (табл. 5.5.).

³⁵⁴ Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers. – 2002. – Oct. – P. 1–40.

Таблиця 5.3.

Структура фінансового багатства домогосподарств, %

	Інституціональні інвестори		Депозити та кредити		Акції та облігації	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005
Австралія	38	46	28	22	16	20
Канада	35	41	29	26	30	32
Зона євро	31	40	41	31	27	27
Японія	27	29	50	52	18	14
Корея	26	27	57	58	12	9
Швеція	32	46	25	19	28	35
Швейцарія	48	53	23	25	30	23
Велика Британія	55	58	24	26	18	13
США	42	50	20	21	35	26
Усі країни	36	44	34	30	27	23

Джерело: Institutional Investors and Asset Allocation // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – Р. 37.

Як видно з табл. 5.3., спостерігається спільна тенденція: зростає значення вкладання коштів в активи інституціональних інвесторів (страхових компаній, пенсійних та взаємних фондів), значення традиційних банківських інструментів знижується, а значення облігацій та акцій у структурі фінансових активів домогосподарств суперечливе. Якщо перших два випадки цілком кореспондують із тенденцією трансформації глобальної фінансової системи загалом, віддзеркалюючись у структурі фінансових активів домогосподарств, то останній випадок демонструє неоднозначні наслідки прямого володіння фондовими інструментами для добробуту. Злети та обвали на фондових ринках у багатьох країнах, особливо у США, позначились на зниженні частки облігацій та акцій у цій структурі, тоді як в багатьох країнах така частка зросла, будучи продовженням загального тренду у бік посилення ринкової моделі фінансової системи. Втім, взявши до уваги, що активи інституціональних інвесторів також розміщуються здебільшого в ринкових інструментах і, зокрема, в сукупності з посиленням міжнародної диверсифікації відповідно до послаблення ефекту домашнього зміщення, зростання значення фінансових ринків для добробуту домогосподарств різко підвищується і роль глобального фактора у світлі посилення схильності до закордонного володіння фінансовими інструментами стає дедалі значимішим. З цих міркувань стан у фінансовому секторі, який трансформується, набуває критичного значення для сукупного попиту як

похідної добробуту домогосподарств. Фінансова стабільність та фази зростання чіткіше сигналізуватимуть про можливості експансії попиту, тоді як фінансова нестабільність як у національному, так і в глобальному контексті, впливатиме в напрямку стискання попиту безпосередньо через зміни вартості фондових інструментів та опосередковано – через вплив останніх на фінансовий стан інституціональних інвесторів.

Природно, що зростання значення фінансового багатства для макроекономічних тенденцій змінює передумови оперування моделлю економіки при побудові функції реакцій центральних банків. Фінансові буми повинні супроводжуватись стриманішою монетарною політикою, а обвали – м'якшою. Така практика дозволила би уникати надмірного заохочення зростання вартості активів та експансії внутрішнього кредиту за рахунок покращення умов ліквідності на фазах буму, а також вона дозволила би підтримувати фінансові установи через пом'якшення умов доступу до кредитів. Ця позиція дуже часто розглядається як основна передумова зміни мандатів центральних банків у напрямку делегування їм експліцитних завдань щодо підтримання фінансової стабільності або ж розширеного трактування мандату цінової стабільності³⁵⁵.

Однак включення у функцію реакцій центробанків індикаторів фінансової стабільності переважно розглядається як неможливе або ж шкідливе.

Здебільшого наводиться традиційний аргумент на користь того, що це призведе до ускладнення в досягненні завдань із забезпечення цінової стабільності (в контексті згладжування коливань ВВП чи поза ним), оскільки дуже часто фінансовий цикл не збігається з діловим. Навіть послаблення зв'язку між інфляцією та бізнес-циклом та зниження коливань останнього не може розглядатись як передумова більш систематичної чи механічної реакції на фінансові флуктуації. Погіршення транспарентності в досягненні інфляційної цілі може суттєво ускладнити комунікацію з ринками та дестабілізувати очікування. Так само, якщо фінансовий цикл інспірований надмірною мобільністю капіталів, що переливаються з ринку на ринок у пошуках доходності, то це не є підставою для внесення змін у поточну монетарну політику. Коливання валютних курсів дасть змогу краще пристосуватись ринкам до таких

³⁵⁵ Так, дискусію з приводу даного питання чи не вперше в нових глобальних умовах розпочав урядник ФРС Р. Фергюсон. Див.: Ferguson R. Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16–17, 2002. – P. 1–12.

переливів без суттєвих наслідків для очікувань щодо інфляції, а фінансовим гравцям буде дано чіткий сигнал, що вони повинні брати на себе відповідальність щодо валютної доходності, яка буде змінюватись мірою реакції валютного курсу на зміну в потоках капіталу, обумовлених спекулятивною інтерпретацією процентних диференціалів. Саме з цих міркувань реакції центральних банків на фінансові потрясіння в історичній перспективі далеко не завжди систематичні, а переважно селективні і такі, що враховують конкретні обставини. Включення фінансових індикаторів у функцію реакцій не може врахувати усю повноту нелінійних зв'язків між фундаментальними змінними та ситуацією на фінансових ринках. Саме комплексність підходу до аналізу проблеми є передумовою оптимальної реакції, яка у такий спосіб, природно, перестає бути механічним фактором зміни процентних ставок³⁵⁶.

Нетрадиційний аргумент передбачає, що реакція на фінансові шоки заохочує моральний ризик, тим самим ірраціоналізуючи виконання центральним банком роль кредитора останньої інстанції. Спекулятивний характер поведінки окремих фінансових показників робить проблему морального ризику ще більш явною.

Дещо відрізняється погляд на цю проблему, що враховує ендогенні аспекти фінансової нестабільності. Збереження статусу кво в цій ситуації є наслідком того, що суттєве падіння процентних ставок у розпал фінансових потрясінь чи після них є заохоченням до розкручування нового фінансового циклу, коли з'являються неприродні можливості збільшення кредитних зобов'язань, які стимулюють попит, як правило, на ті блага, споживання яких дуже часто неможливе без залучення коштів фінансової системи. В основному це стосується іпотеки чи масштабних промислових активів. Падіння ставок збільшує попит на іпотеку та нові активи; це призводить до зростання вартості активів, що покращує можливості здійснення додаткових запозичень (ефект статей балансу); це призводить до акселерації внутрішнього кредиту та збільшення зобов'язань фінансової системи, що розігріває споживання і так далі, аж поки не з'являться передумови для фінансового обвалу. Швидкість, з якою фінансовий цикл переростає у появу фінансових дисбалансів, тільки

³⁵⁶ Schwartz A. Asset Price Inflation and Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 9321. – P. 1–22.; Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S. Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. – 2002. – № 8970. P. 1–22.; Bordo M., Jeanne O. Monetary Policy and Asset Prices: Does “Benign Neglect” Make Sense? // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/225. – P. 1–27.

погіршує ситуацію суттєвого зниження ставок у моменти потрясінь. Фінансові інновації, помножені на інтеграцію глобальних ринків капіталу, додатково роблять ситуацію складнішою. В цих умовах суттєве зниження ставок задля компенсації попиту, втраченого в умовах різкого падіння вартості фінансових активів, необхідно вважати невиправданим.

Найхарактернішим прикладом цього можна визнати занадто різке зниження ставок ФРС у 2001 році та повільний вихід зі смуги дешевих грошей. Небачений приріст іпотечного кредитування з 2002 року призвів до того, що переоцінка перспективного зростання добробуту домогосподарствами вилілась у кризу іпотечного ринку США у 2007 році. За цим потяглася криза ліквідності та обвал фінансових індексів у глобальних умовах, оскільки іпотечні активи фінансових установ були сек'юритизовані, а пасиви, якими вони рефінансувались, стали предметом обігу на глобальних ринках. Наприклад, близько 8 млрд. дол. рефінансованих іпотечних кредитів США перебувало у глобальному обігу, прив'язуючи фінансову ефективність їх власників до неадекватно спрогнозованого фінансового стану домогосподарств Америки. Зниження ставок ФРС як реакція на іпотечну кризу наприкінці 2007 р. ситуацію не виправила, а зниження ставок на початку 2008 р. відповідно до погіршення фінансової кон'юнктури тільки погіршило ситуацію в інших сферах глобальної економіки. Останнє стосується продовження зростання цін на нафту, підвищення вразливості структурно негнучкої економіки зони євро в умовах швидкого падіння курсу долара та додаткових стимулів для експансії азійських експортерів, які, однак, суттєво втрачають від знецінення доларових авуарів. Як наслідок, здороження продуктів у поєднанні зі зростанням цін на енергоресурси переростає в загрозу глобальної інфляції на тлі невизначеності щодо майбутнього врівноваження глобальних фінансових дисбалансів, при тому, що ситуація в самих США суттєво не покращилась.

З цього можна зробити загальний висновок про те, що врахування фінансових факторів у макроекономічній моделі економіки, на основі якої реалізується монетарна політика, обов'язкове, але не у формі механічної акомодатії фінансових шоків. Альтернатива полягає у розширенні горизонту політики та потребі зважати на ширший набір макрофінансових змінних при встановленні ставок проценту та реалізації політики щодо ліквідності на грошовому ринку. Основна причина такого більш обережного підходу полягає у необхідності врахування міжчасових

аспектів зв'язків між сукупним попитом та фінансовими агрегатами³⁵⁷. Більш стримана реакція на фінансові шоки дозволить також запобігати розкручуванню спіралі фінансових дисбалансів у майбутньому. Випереджальна реакція на відхилення фінансових показників від трендових дозволить уникати одразу і проблеми прискорення інфляції, і нагромадження в економіці “поганих боргів”. І хоча проблема підвищення ймовірності відхилення вниз фактичного ВВП від потенційного тут вірогідна, вона повинна бути нівельована за рахунок підвищення алокаційної ефективності у фінансовому й реальному секторах в умовах більш жорсткої монетарної політики. Як не дивно, але це повертає нас до дискусії про наслідки політики більш та менш консервативного центрального банку. Приклад ФРС та ЄЦБ в контексті фінансових потрясінь 2000-х років ще раз підтверджує те, що м'якша політика не тільки робить інфляцію більш варіативною, але і розширює діапазон коливань ВВП та фінансових параметрів економіки.

Інший принципово важливий аспект проциклічності в контексті глобальної фінансової стабільності – те, що сучасна фінансова система дуже швидко перетворює зв'язок між внутрішніми (експансія кредиту, зростання цін активів тощо) та зовнішніми (платіжний баланс, потоки капіталу) фінансовими дисбалансами у взаємозв'язок. Внутрішні дисбаланси розкручуються не без участі глобальної мобільності капіталів, розширюючи можливості фінансування та інвестування, що зумовлює можливості у сфері споживання. Більш згладжене споживання позначається на появі платіжного дефіциту, який також може підтримуватись за рахунок переливів капіталу. З цих міркувань більш модернізована фінансова система, або ж більш розігрітий внутрішній фінансовий ринок, продукуючи можливості зі згладжування споживчої

³⁵⁷ Borio C. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? // BIS Working Paper. – 2003. – № 128. – P. 1–26.; Borio C., Lowe Ph. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – P. 1–51.; Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regims // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.; White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20.; White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 2–20.

У контексті вже згадуваної проблеми необхідності розширення горизонту монетарної політики потрібно зазначити, що центральні банки опиняються перед принциповою дилемою. Необхідність розширення горизонту, обумовлена потребою врахування макрофінансових факторів та запобігання розкручуванню спіралі фінансових дисбалансів, може конфліктувати із протилежною тенденцією. Звуження горизонту політики в умовах глобалізації та нової економіки дуже часто є наслідком прогресу інновацій та шоків продуктивності факторів, що суттєво ускладнює традиційне прогнозування ВВП-розриву та перспективної інфляції. Про це див.: Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.

функції, починають примножувати дефіцити платежів. Останні, фінансуючись за допомогою розширених можливостей, що їх породжує глобальна фінансова інтеграція, починають збільшуватись разом із внутрішніми фінансовими агрегатами. У випадку швидкої реакції курсів на погіршення зовнішньої рівноваги макроекономічна корекція не дозволяла би дисбалансам перетнути межу сумнівів у можливостях бути компенсованими. У випадку із затримкою реакції курсів дисбаланси починають примножуватись, ставлячи процес відновлення рівноваги в залежність від ставлення інвесторів до ризику, глобальної ліквідності чи монетарної політики провідних експортерів. В останньому випадку дуже часто процес балансування зовнішніх дефіцитів, інспірованих розігрівом фінансового циклу, стає залежним не стільки від глобальних процентних ставок, скільки від того, наскільки еластично реагуватиме інфляція у країнах-нетто-кредиторах на збільшення валютних резервів внаслідок платіжних профіцитів.

Взявши до уваги відсутність однорідності фінансових систем та глобальний монетарний статус провідних валют, глобальна фінансова стабільність дедалі більше починає залежати від:

- по-перше, суб'єктивного сприйняття ризику, що впливає з характеру інтерпретації ступеня відповідності між можливостями підтримувати платіжний дефіцит та пропозицією надійних фінансових активів;

- по-друге, монетарних взаємин між провідними країнами з протилежним платіжним статусом, характер яких може створювати, а може і не створювати повною мірою підґрунтя для інтерпретації впливу таких взаємин на зміст ризику глобальних фінансових трансакцій.

З цих міркувань заміщення експорту товарів на експорт фінансових активів, розриваючи тісніший і очевидний зв'язок між платіжною позицією країни і фундаментальними макроекономічними тенденціями, помноженими на стан у сфері глобальної конкурентоспроможності, наражає глобальну фінансову стабільність на усі ті самі проблеми, які притаманні ендогенній нестабільності фінансової системи як такої. Відповідно, перенесення конкурування з площини товарів та благ у площину сприйняття якості фінансових активів змінює весь алокаційний процес в глобальній економіці, мультиплікуючи поширення помилки в оцінці вартості активів на окремому фінансовому ринку по всій глобальній економіці загалом. Контраргументом тут може бути те, що

фінансова інтеграція посилює взаємозамінність активів, виводячи на передній план рейтинг, ніж країну походження. Але відмінний характер фінансових систем та збереження передумов для структурного арбітражу демонструє ситуацію, коли проблема зводиться не стільки до самих активів як таких, скільки до того, як фінансова система породжує позитивні зовнішні ефекти належності таких активів до неї. Тобто навіть першокласні активи з країн третього світу, яких небагато, можуть поступатися за своїм конкурентним статусом значній кількості активів аналогічного класу, якщо вони просуваються на ринок з країни, де фінансова система розгалужена, а фінансові ринки глибокі. Природно, що в таких умовах можливості підтримання умовно рівноважних дисбалансів у розрізі країн починають відрізнятися, а глобальна диверсифікація як фактор нівелювання наведених зовнішніх ефектів може не забезпечити належний приплив капіталів і не сформує симетричні можливості фінансування дефіцитів платіжного балансу.

Екстраполяція цих тенденцій на наявні валютні блоки та залежність економік багатьох країн від співвідношення курсів валют країн-центрів таких блоків демонструє, що макрофінансова стабільність в окремо взятій країні опиняється в залежності від того, в який спосіб і з якою швидкістю буде коректуватись ув'язка між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами провідних країн. А у випадку, коли така корекція не наступатиме взагалі відповідно до певного кон'юнктурного зміщення у бік більш ризикової поведінки на глобальних ринках капіталу, то ситуація в економіці країн валютного блоку повністю бере на себе ризик примноження невизначеності щодо майбутнього процесу врівноваження дисбалансів.

Оскільки в сучасних умовах фінансова інтеграція допускає двосторонню міграцію криз (навіть якщо фінансовий стрес має секторний, а не фундаментальний характер) у рамках вектора “Північ-Південь”, то проблема глобальної фінансової нестабільності набуває іншого звучання. Така нестабільність втрачає свій чіткий епіцентр виникнення та фокус враження, переростаючи у сітьову систему, де дестабілізуючі та підтримуючі елементи переплітаються між собою, утворюючи своєрідні агломерації з парадоксальним поєднанням протилежних силових впливів, і лише умовно можуть бути виокремлені в певний компонент, на який центральні банки могли би впливати безпосередньо.

5.3. Макрофінансовий аналіз нової економіки: проблеми перманентної нестабільності в інформаційній ері

Дефінітивні підходи до нової економіки

Поява феномена нової економіки суттєво вплинула на розширення зони суперечливих процесів у сфері глобальних фінансів. Це пов'язано з тим, що саме розуміння нової економіки втілює в собі виникнення нових закономірностей взаємодії макроекономічних змінних, які вимагають перегляду звичної практики монетарної політики в національному та глобальному контексті, а також відображає глибші трансформації в економіці загалом.

Як не дивно, але інколи нова економіка тлумачиться дуже вузько, а саме: як прискорення економічного зростання без прискорення інфляції, або ж взагалі разом з її уповільненням. Основна зв'язна ланка тут – підвищення продуктивності праці, що викликано зрушеннями в технологічних укладах та поглибленні капіталу³⁵⁸. Л. Мейєр стверджує про існування двох підходів до тлумачення нової економіки. Вужчий підхід обстоює тезу про те, що нею є явище підвищення сталості економічного зростання, поширення та зростаючого значення інформаційних та комунікаційних технологій, що призводить до підвищення завантаження виробничих потужностей і знижує показник неінфляційного рівня безробіття (NAIRU – *non-accelerating inflation rate of unemployment*). Більш широкий підхід демонструє зміни на рівні парадигми економіки як такої, внаслідок чого жодні знання про економічні процеси в минулому не відповідають сучасному³⁵⁹.

Таке розуміння цього явища, хоч і має конкретний макроекономічний акцент, що полегшує вибір сфери аналізу, але не демонструє те, в чому, власне, “новизна” економіки, оскільки те, що в категоріях макроекономічної теорії розглядається як нова економіка, по суті мало чим відрізняється від розуміння самої теорії, альтернативної кейнсіанству. Поява закономірностей поведінки макроекономічних змінних, які не вписуються у кейнсіанську парадигму, можуть розглядатись тільки як зовнішній аспект глибших процесів трансформації економіки, при чому цей аспект далеко не завжди винятковий за формою чи домінуючий за змістом. Так само, незважаючи на те, що практично

³⁵⁸ Cette G., Pfister Ch. The Challenges of the New Economy for Monetary Policy // BIS Paper. – 2003. – № 19. – P. 213.

³⁵⁹ Meyer L. The New Economy Meets Supply and Demand // Boston Economics Club, Boston, Massachusetts. June 6, 2000 // www.federalreserve.gov.

скрізь акцент робиться на продуктивності праці як похідній інформатизації економіки, що і стає причиною некейнсіанської поведінки макроекономічних змінних, необхідно визнати потребу в більш системному підході до визначення цієї дефініції. Констатування прямого позитивного впливу зростання продуктивності на макроекономічну ситуацію не може бути методологічною базою дослідження макрофінансових аспектів глобальної стабільності. Вони залишаються не більше, ніж варіантами сучасного пояснення докейнсіанського підходу до дослідження монетарних явищ та за своєю сутністю не містять заглиблення у ті аспекти нової економіки, які вміщують елементи ендогенної нестабільності, навіть якщо вони і є проявом позитивного динамізму, вираженого, наприклад, зростанням продуктивності.

Так, дослідники МВФ констатують, що часто згадуване розуміння нової економіки як поєднання стабільного зростання ВВП за низької інфляції – неповним. Основою цієї дефініції є те, що стабільне економічне зростання детермінується високим довгостроковим підвищенням продуктивності праці внаслідок виробництва, споживання, запровадження та повсюдного проникнення інформаційних та комунікаційних технологій³⁶⁰. Подібної думки дотримуються й інші макроекономісти. Наприклад, М. Бейлі зауважує, що зростання продуктивності внаслідок запровадження інформаційних технологій породжує складніший ефект у вигляді поєднання зниження інфляції із зростанням ВВП, швидкого падіння цін на інвестиційні активи, що призводить до зростання реальних заробітних плат. Висока кон'юнктура ринків акцій, зростання попиту на імпорту є похідними вищезгаданих явищ. За нової економіки відбувається поширення конкурентного тиску на усі форми діяльності, трансформація зв'язків між секторами економіки та модифікація виробничої функції³⁶¹. С. Кечетті елементами нової економіки визначає вищу стабільність циклу (зростання гнучкості як наслідок модернізації систем управління запасами; наприклад, з 1959 р. по 1983 р. спостерігалась відносно стаціонарна поведінка співвідношення між обсягом запасів та обсягами продажів на рівні 2,1, тоді як після є ситуація зі швидким зниженням цього коефіцієнта, яка в 2000-х роках досягла 1,54), швидше зростання та нижчу інфляцію (внаслідок зростання продуктивності), які також є

³⁶⁰ Masi De P., Estevao M., Kodres L. Who Has a New Economy? // IMF. Finance and Development. – 2001. – Vol. 38. – № 2. – P. 2.

³⁶¹ Baily M. Macroeconomic Implications of New Economy // ІІЕ. – 2001. – P. 1–58.

наслідком поширення запровадження інформаційних технологій та збільшення продуктивності. Однак залежність зростання продуктивності від швидкості оновлення інформаційних технологій може загрожувати перенасиченню інвестиціями відповідних секторів та розростанню спекулятивних “бульбашок”³⁶².

Інший підхід до розуміння нової економіки представлений у розвідках М. Кастельса. Він робить акцент на глобальній фінансовій мережі, яка завдяки інформаційним технологіям функціонує в режимі реального часу, модель ухвалення рішень у ній побудована на суб’єктивних сприйняттях, а основна мета функціонування такої мережі – пошук джерел доходності та максимізація ринкової вартості, на відміну від максимізації доходів від продаж. Важлива ознака нової економіки в тому, що вона дозволяє децентралізувати рішення на якісному рівні, що в світлі відкритості та тенденції до лібералізації фінансових ринків призводить до виникнення іншої структури взаємозв’язків між вхідними інформаційними потоками і вихідними потоками у вигляді явищ, які вже не зводяться до чіткої та формалізованої логіки функціонування ринкового механізму³⁶³.

Технологічний прорив у сфері комп’ютерної техніки та комунікацій призвів до ситуації, коли доступ до такої мережі стає ледь не загальний, тим самим породжуючи феномен її перманентного ускладнення, системний рівень якого потенційно перетнув межу гомеостазу. З такої точки зору аналізує нову економіку Ф. Капра. Він констатує: “Нова економіка – це глобальна мета-мережа складних технологічних та людських взаємодій, охоплена існуванням суттєво нерівноважних зворотних зв’язків, які породжують невичерпну різноманітність емерджентних феноменів. Своєю творчою спроможністю, пристосовуваністю та когнітивними якостями така система ... подібна на живу мережу, однак вона відрізняється стійкістю... Інформаційні ланцюги глобальної економіки працюють на таких швидкостях і користуються такою кількістю джерел, що постійно відгукуються на інформаційні сплески, а в результаті уся система виходить з-під контролю”³⁶⁴.

³⁶² Cecchetti S. The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 8935. – P. 1–30. Більш детальний аналіз даної проблеми на прикладі порівнянь кризи фондового ринку 1929 р. та 2000 р. в контексті розвитку нової економіки здійснено Р.Елкелі. Див.: Alkaly R. The New Economy. Farrar, Straus and Gioux. – New York, 2003. – 313 p.

³⁶³ Castells M. The Information Age. The Rise of the Network Society. Vol. 1. – London: Blackwell, 1996. – P. 434–435.

³⁶⁴ Капра Ф. С. Скрытые связи / Пер. с англ. – М.: София, 2004. – С. 167.

Незважаючи на те, що такий ракурс аналізу спроектований на високоволатильні фінансові ринки, які отримали новий імпульс розвитку внаслідок появи нових телекомунікаційних технологій, необхідно визнати, що він торкається тільки одного аспекту нової економіки. Однак, здобувши концентрованого виразу у сфері фінансової глобалізації, екстраполяція сітьового підходу на економічне життя загалом дає зрозуміти, що окрім позитивних макроекономічних наслідків нова економіка змінює структуру ринкової економіки загалом за рахунок системного ускладнення взаємодії між її елементами.

Більш концептуальний підхід представлений у дослідженні Р. Аткинсона та Д. Корріа. Згідно з ними основними рисами нової економіки є те, що вона: заснована на знаннях, що змінює структуру зайнятості; глобальна, що трансформує модель конкуренції та міжфірмових зв'язків; підприємницька, що становить альтернативу традиційним організаційним підходам до бізнесу; породжена інформаційними технологіями, внаслідок чого стає перманентно інноваційною, що якісно змінює структуру економіки як такої³⁶⁵ (табл. 5.6.).

Таблиця 5.4.

Порівняння “старої” та нової економіки

	Стара економіка	Нова економіка
Ринки	Стабільні	Динамічні
Масштаб конкуренції	Національний	Глобальний
Організаційна форма	Ієрархічна	Сітьова
Система виробництва	Масове виробництво	Гнучке виробництво
Ключовий фактор виробництва	Капітал/праця	Інновації/ідеї
Ключовий фактор розвитку технологій	Механізація	Діджиталізація
Конкурентні переваги	Економія на масштабі	Інновації/якість
Відносини між фірмами	«Сам за себе»	Співробітництво
Навики	Специфічні щодо праці	Широкі та змінні
Робоча сила	Організована людина	Підприємець
Природа зайнятості	Захищена	Ризикова

Джерела: Atkinson R., Correa D. The 2007 State New Economy Index. Benchmarking Economic Transformation in the States. – Kansas City: Kauffman Foundation, 2007. – P. 3.

Особливий акцент, що робиться на інноваціях, високих технологіях та інформатизації як сутнісних рисах нової економіки, дозволяє побачити, що на макрофінансовому рівні наслідки цього зводяться до проблеми

³⁶⁵ Atkinson R., Correa D. The 2007 State New Economy Index. Benchmarking Economic Transformation in the States. – Kansas City: Kauffman Foundation, 2007. – P. 3–4.

підвищення ризику, невизначеності, поганої прогнозованості макроекономічних показників та флуктуації фондового ринку. Це пов'язано з певними закономірностями, які опосередковують становлення нової економіки як такої.

Неоднорідність потоку інновацій та макроекономічні флуктуації в новій економіці

Зрушення, які викликаються впровадженням нових підходів до бізнесу та виробництва на основі інформаційних технологій, можуть сприйматися подвійно. З одного боку, підвищення факторної продуктивності, внаслідок якої з'являються нові макроекономічні ефекти, може сприйматися як циклічне. Тобто зростання продуктивності факторів – це циклічний наслідок впровадження певного набору інновацій. З іншого боку, нова економіка може порівнюватись із наслідками впровадженнями парового двигуна, електрики, тобто тих змін, які були властиві економіці наприкінці XIX ст., і результати чого використовувалися практично впродовж першої половини XX ст. Однак виникає питання, чому така економіка нова. Специфікою є те, що сучасні цифрові та інформаційні технології можуть відображати глибші зміни в економічній структурі загалом, а також розвиватися за вегетативним принципом, коли прорив в одній сфері науки швидко тягне за собою прорив у сфері технологій та організації бізнесу. З цих міркувань поява нової економіки є не циклічним, а структурним феноменом, наслідки якого наразі неможливо прогнозувати.

Постійна “вегетація” інновацій внаслідок появи, розвитку та впровадження цифрових технологій створює ситуацію із постійним генеруванням попиту на нові й нові інвестиції, а впровадження останніх може суттєво впливати на зміни тенденцій щодо обсягів та структури споживання, зокрема, в напрямку підвищення ролі послуг. Однак проблема “вегетативного” ефекту інновацій залишається і полягає в тому, що ті чи інші наукові прориви у сфері технологій, які в часі не піддаються виміру з допомогою моночастотної функції, так само не гарантують моночастотного виведення на ринок інноваційних товарів чи поширення

інноваційних технологій у практиці бізнесу та конкуренції³⁶⁶. Природно, що це підвищує невизначеність із прогнозуванням динаміки потенційного ВВП та інтерпретації відхилень від нього вниз чи вгору³⁶⁷.

В новій економіці різко загострюється проблема конкуренції альтернативних технологічних рішень. Певною мірою, це посилює проблему невизначеності та відносності кожного з виборів, оскільки не відомо наперед, по якому з технологічних векторів відбудеться більший прогрес щодо створення та споживання інновацій, внаслідок застосування яких відбуватиметься довгострокове зростання продуктивності. Так само спостерігається звуження періоду виняткового володіння новими знаннями. Внаслідок цього посилюється конкуренція як у сфері нових розробок, так і в економіці загалом, що підвищує попит на інвестиції.

Генерування високого попиту на інвестиції в новій економіці, яке призводить до перманентного зростання пропозиції фінансових активів, обумовлено новими ефектами:

- ефект мережі. Згідно з ним колективне зростання продуктивності можливе тільки за умови, що впровадження цифрових та інформаційних технологій не буде одиничним, а буде колективним. Ланцюгова реакція щодо впровадження цього роду інновацій суттєво збільшує попит на інвестиції як у сфері впровадження технологій, так і у сфері їх виробництва;

- швидке моральне старіння інноваційної продукції. Внаслідок того, що кожне наступне покращення якості продукції інформаційно-технологічного характеру розширяє можливості подальшого зростання

³⁶⁶ Наприклад, А. Зуев та Л. Мяснікова констатують, що за винаходом персонального комп'ютера прогрес нової економіки та революційності інформаційних технологій суттєво сповільнився. Нова економіка перетворилась у мережу створення та продажу програмного забезпечення, інноваційний потенціал якого дедалі менш значимий, чому є підтвердженням розвиток аутсорсингу на зростання обсягів створення програмних продуктів у країнах Сходу. Див.: Зуев А., Мяснікова Л. Кризис информационной революции // МЭиМО. – 2005. – № 3. – С. 24–27. Втім, необхідно внести суттєве уточнення. Не можна ігнорувати, що тільки за останній час сектор високих технологій домігся суттєвого прогресу в аспектах стиснення пам'яті, швидкості процесорів, віртуалізації комунікацій. Якщо на сьогодні цей прогрес скоріше породжує кількісні наслідки, а не якісні, порівняно з винаходом мікропроцесорів та операційних систем як таких, то не відомо, як це позначиться на майбутньому застосуванні інформаційних технологій. Але вже зараз можна говорити про те, що, по-перше, ринок цифрових товарів постійно знаходиться в стані напруги через пропозицію нових і нових можливостей, по-друге, доступність високих технологій зростає за рахунок швидкого падіння цін на інформаційне обладнання та програмне забезпечення. Саме з цих міркувань стверджуємо, що якщо інформаційна революція і сповільнилась, то економіка все одно трансформується відповідно до наслідків такої революції. Останнє простежується у процесах децентралізації і деієрархізації бізнесу, появи сітьового підходу до його організації, удосконаленні технологій менеджменту та прийняття рішень. А це і є основою нової економіки, безвідносно до думки, чи мають місце прориви, співставні з винаходом комп'ютера, чи ні.

³⁶⁷ Про це див.: Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.; Cecchetti S. The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 8935. – P. 1–30.

продуктивності чи збільшення корисності, то формується постійне переключення на нові і нові можливості, яке породжує зсув у бік нового попиту на інвестиції як у тих, хто впроваджує нові технології, так і тих, хто їх розробляє;

- швидке падіння цін на інноваційну продукцію. Це явище є наслідком дії попереднього ефекту, але воно породжує нову проблему. Довжина періодів позитивного грошового потоку від продажу товарів, вже існуючих на ринку, скорочується мірою виведення на ринок інноваційних товарів, на які припадає значна частка спожитої інвестиційної вартості. Інакше інвестиції не встигнуть окупитися. Це ставить фірми перед потребою значної мобілізації коштів для підтримання позитивного вхідного грошового потоку від продажу граничної інноваційної продукції.

Наприклад, у США середнє зростання інвестицій у комп'ютерне обладнання за період 1991–1995 роки становило 29,0%, а за період 1996–2000 рр. – 45,9%. При цьому, ціни на цю продукцію знизились на 14,8% в першому періоді та на 23,4% – у другому³⁶⁸.

Виходячи з того, що феномен нової економіки має окремі специфічні прояви у сфері макроекономіки та у сфері фінансів, що певною мірою інтегрується в рамках експансії глобалізації, можна виділити два базових джерела ендогенних ризиків глобальної фінансової нестабільності. По-перше, це ендогенні макроекономічні передумови фінансової нестабільності, виражені проблемою короткострокових флуктуацій та ускладненням прогнозування динаміки фундаментальних макропоказників, а також нерівномірне зростання продуктивності факторів у часі та в розрізі країн. По-друге, це специфічні фінансові ризики.

Щодо проблеми короткострокових флуктуацій, то тут необхідно зауважити наступне. Традиційно нову економіку пов'язують із тенденцією до зниження циклічної активності. Це явище пояснюється: посиленням ролі послуг у структурі виробництва та споживання, тобто зниженням ролі значних та нерівномірних у часі капітальних витрат, що було основою нерівномірної динаміки споживання та заощаджень; покращенням управління запасами за рахунок інформатизації відповідних систем менеджменту, внаслідок чого економіка стає більш гнучкою; переходом від масового виробництва до виробництва відповідно до

³⁶⁸ Cecchetti S. The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 8935. – P. 8.

попиту чи потреби, що також суттєво підвищує гнучкість; зростанням факторної продуктивності та поглибленням капіталу тощо. Однак нову економіку можна розглядати і як тенденцію до посилення ендогенних флуктуацій, пов'язаних зі зростаючою роллю інформаційних технологій та інновацій.

Технологічний фактор циклічної активності дуже часто розглядався з позиції теорії довгих хвиль. Це давало можливість неокласикам сприймати діловий цикл у короткостроковому періоді як наслідок суттєвих шоків на стороні пропозиції, а кейсіанцям та монетаристам – шоків на стороні попиту. Дослідження Ф. Кідленда та Е. Прескотта показали, що цикл навіть у короткостроковому періоді може бути пояснений завдяки врахуванню змін у технологіях та інноваціях³⁶⁹. Започаткована у такий спосіб теорія реального бізнес-циклу пояснює, чому економічні коливання навіть у короткостроковому періоді є наслідком реальних, а не номінальних процесів, тобто не є відхиленням від природного рівня завантаження виробничих потужностей внаслідок дії факторів попиту чи певних шоків на стороні пропозиції.

Методологічно цей підхід становить принципову важливість для аналізу нової економіки. Оскільки сутнісні риси останньої пов'язані з перманентними інноваціями та інформаційними технологіями, то можна говорити, що нерівномірність їх запровадження є основою для короткострокових коливань. Така нерівномірність природна, незважаючи на те, що вони розвиваються вегетативно чи формують певний потік диференціацій та модифікацій базового принципу, перетворюючи нововведення на процес відносно неперервний. Однак така ситуація неповна, оскільки інновації та нові технології у ній сприймаються як щось належне, трансформуючи сферу пропозиції як таку.

Цей погляд не враховує той факт, що нова економіка суттєво загострює протистояння “рідкості” та “корисності”. Незважаючи на те, що економіка дедалі більше відходить від шаблонів масового виробництва, що можна вважати зміщенням у бік домінування “рідкості” блага суто з кількісної точки зору, необхідно визнати, що такий тренд є наслідком зміщення у бік домінування “корисності”. Інакше перехід до виробництва відповідно до попиту би не відбувся. Специфікою інформаційно-інноваційної економіки є те, що постійний потік нововведень радикалізує значення корисності, тобто посилює значення факторів попиту.

³⁶⁹ Kydland F., Prescott E. Time to Build and Aggregate Functions // *Econometrica*. – 1982. – Vol. 50. – P. 1345–1369.

Опосередкованим аргументом на користь цього слугує вищеаналізований ефект мережі, коли ефективність у сфері інформаційних технологій стає колективним надбанням. З іншого боку, фактор попиту відображає ставлення, тому в умовах економіки знань ймовірність поширення інновацій та діджиталізація стають залежними від того, наскільки вони можуть бути сприйняті та реалізовані. Це явище можна інтерпретувати суто з позиції якості людського капіталу, коли рівень такої якості повинен кореспондувати і з рівнем розвитку нової економіки. Однак емпірична картина такого розвитку демонструє, що головним тут є не стільки людський капітал, скільки схильність до інноваційної поведінки. Поєднання ж одного і другого дасть ще кращий результат.

Мікроекономічне зміщення у бік домінування принципу “попит-корисність” в умовах нової економіки має суттєві макроекономічні наслідки, зокрема у вигляді ендогенної схильності до короткострокових коливань та макрофінансової нестабільності.

Щоб це довести застосуємо схематичний поділ суспільства на три групи.

Група А. Хай ця група репрезентує індивідів схильних до інновацій та інноваційної поведінки. Їхніми якостями буде швидке оволодіння усіма новинками та їх застосування на практиці.

Група Б. У цю групу хай увійдуть індивіди з нейтральним ставленням до інновацій, або ж які з певним запізненням реагують на можливості їх застосування.

Група В. Консервативно налаштована частина індивідів буде представлена цією групою. Такі індивіди не схильні до інновацій або ж реагують на них із суттєвим запізненням, коли вони вже перестають, власне, ними бути, і перетворюються на більш просунутий варіант традиційних благ.

Потрібно врахувати, що представництво кожної з груп має значення як щодо запровадження інновацій у сфері технологій та виробництва, так і щодо споживання. Внаслідок цього, в першому випадку ступінь схильності до інноваційної поведінки буде мати не тільки короткострокові, але й довго- та середньострокові наслідки, оскільки від цього залежить формування передумов для структурного зсуву у бік швидшого зростання продуктивності факторів. У випадку споживання акцент робиться на короткостроковому періоді, але від нього залежить дуже багато інших змінних, які ув'язуються з прогресом у сфері застосування інновацій у виробництві. Наприклад, це сила прояву ефекту мережі, залежність між попитом на інноваційну продукцію та її пропозицією тощо. З цих міркувань можна побачити такі виміри ендогенної нестабільності.

По-перше. Взаємодія усіх трьох груп економічних агентів призводить до того, що поточна конфігурація коливань розпадається на дві частини: структурну, пов'язану з довго- та середньостроковими наслідками запровадження інновацій у сфері пропозиції; поточну, пов'язану з короткостроковими наслідками запровадження інновацій у сфері пропозиції. Обидва види поточних коливань підсилюються за рахунок фінансового фактора. Оскільки представники фінансового сектору також відносяться до групи А, Б, В, то накладання усіх можливих комбінацій, представлених тут, демонструє складну картину випадковості остаточного результату, виражену нелінійною взаємодією між реальним бізнес-циклом та його фінансовим еквівалентом. Відносно швидкий перехід від кожного з випадкових станів призводить до виникнення системної нестабільності. Окрема проблема тут криється у неможливості чіткої реакції з боку макроекономічних інструментів на інерційне відхилення сукупного попиту від сукупної пропозиції, яка схильна до природних короткострокових коливань по типу розвитку реального бізнес-циклу (рис. 5.2.).

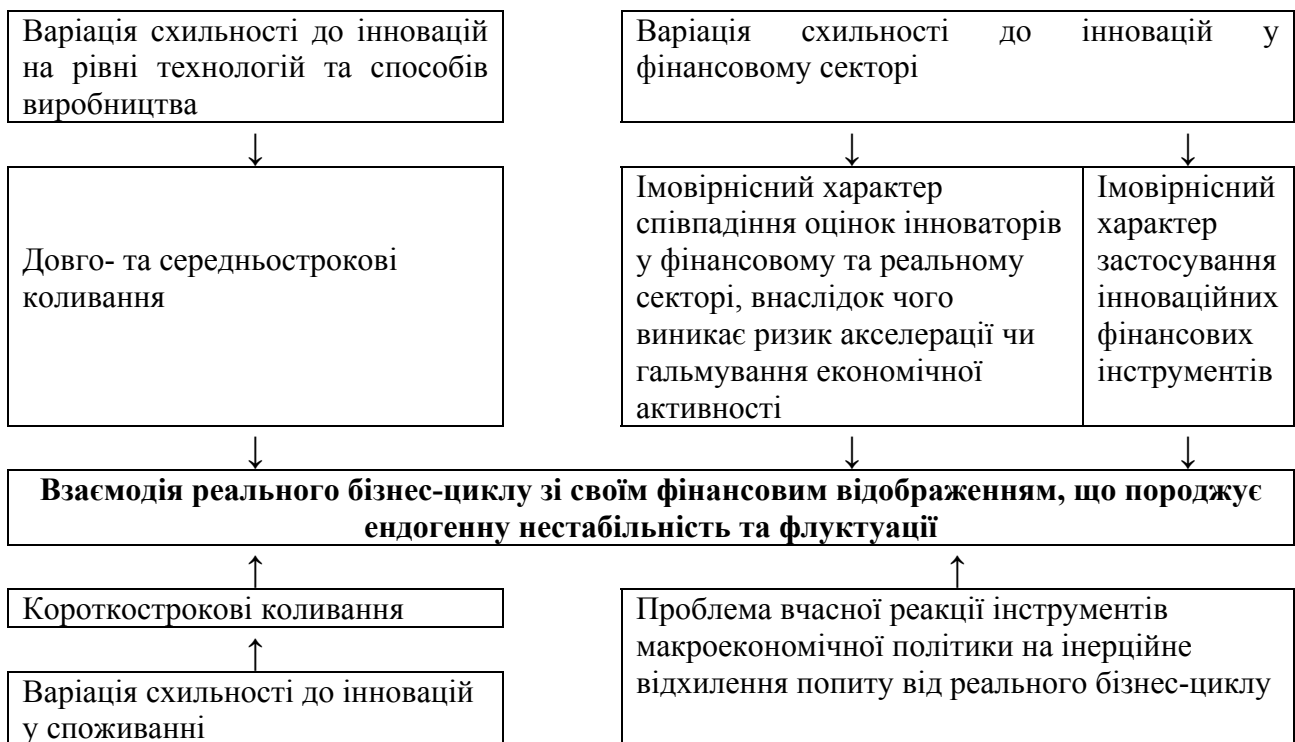


Рис. 5.2. Флуктуації та нестабільність як наслідок взаємодії економічних агентів, варіативних за схильністю до інновацій, у реальному та фінансовому секторі

По-друге. Потік інновацій не однорідний у часі, відповідно, неоднорідними будуть можливості максимізації корисності в розрізі груп А, Б, В даного суспільства. Втім, за такою можливістю криється схильність до актуалізації попиту. Комбінація варіативної в часі інтенсивності потоку інновацій з варіативними переходами економічних агентів між групами А, Б, В створює передумови для економічних коливань. Фінансовий фактор тут також значимий. Характер його дії буде розглянуто пізніше, але схематичність такої дії тут повністю відповідає попередньому випадку і для спрощення викладу на цьому не акцентується. В загальному, така ситуація означає, що утворення спонтанних комбінацій щільності інноваційного потоку з домінуючим ставленням до інновацій з боку економічних агентів у кожний окремий момент часу може мати відмінні наслідки для макроекономічних процесів у розумінні ділового циклу, та для фінансових – у розумінні поведінки індексів та капіталізації (табл. 5.7.).

Таблиця 5.7.

Варіанти поєднання схильності до інновацій у суспільстві та характеру потоку інновацій: наслідки для ділового циклу та економічних коливань

	Структура суспільства			
Варіанти структури суспільства	Домінування агентів, схильних до інновацій (група А в сукупності з групою Б становлять більшість)	Домінування агентів, схильних до інновацій (група А в сукупності з групою Б становлять більшість)	Домінування агентів, не схильних до інновацій (група В у сукупності з групою Б становлять більшість)	Домінування агентів, не схильних до інновацій (група В у сукупності з групою Б становлять більшість)
Наслідки для ділового циклу та економічних коливань	Схильність до рецесії (заощадження перевищують інвестиції)	Схильність до буму (інвестиції перевищують заощадження)	Схильність до нейтральних наслідків або ризику невизначеності (заощадження та інвестиції приблизно рівні)	Схильність до рецесії (інвестиції перевищують заощадження)
Характер активності у сфері інновацій	Слабкий	Інтенсивний	Слабкий	Інтенсивний
	Потік інновацій			

По-третє. Відмінності в потоках інновацій в умовах неоднорідної схильності суспільства до них породжує певні зовнішні наслідки, що впливає з потенційного розриву у показниках заощаджень та інвестицій, як це видно з табл. 5.7. В умовах закритої економіки така ситуація означала би глибокі макроекономічні дисбаланси та суттєві наслідки для макроекономічної рівноваги. В умовах глобалізації та відкритості економік ситуація може відрізнятись, що не робить її більш стабільною (табл. 5.8.).

Таблиця 5.8.

Зовнішні наслідки комбінації потоку інновацій та структури суспільства

Комбінація потоку інновацій та структури суспільства	Слабкий потік інновацій. Домінування схильних до інновацій	Інтенсивний потік інновацій. Домінування схильних до інновацій	Слабкий потік інновацій. Домінування не схильних до інновацій	Інтенсивний потік інновацій. Домінування не схильних до інновацій
Макроекономічні наслідки	Схильність до рецесії ($S > I$)	Схильність до буму ($I > S$)	Схильність до нейтральних наслідків або ризику невизначеності ($S \approx I$)	Схильність до рецесії ($I > S$)
Зовнішні наслідки	Вивіз капіталу, коли за кордоном протилежна ситуація	Приплив капіталу. Завищення валютного курсу. Дефіцит платіжного балансу	Відносний зовнішній баланс	Країна опиняється в стані надлишку нереалізованого попиту, що погіршує платіжний баланс
	Ефект $S > I$ може не актуалізуватись, при збільшенні попиту на імпортовані інноваційні продукти. Це призведе до погіршення платіжного балансу	Глибина дефіциту може варіювати в залежності від того, у якій інноваційній позиції перебуває закордон. Якщо там аналогічна ситуація, то глобальні процентні ставки зростають, платіжний баланс погіршується. Якщо у протилежній позиції, то процентні ставки зростають, а платіжний баланс погіршується незначно	В разі суттєвих змін у комбінації факторів інноваційного потоку та типу суспільства усередині чи закордоном, економіка може наразитися на ризик непристосованості до виходу платіжного балансу зі стану рівноваги	Таке погіршення не гарантує приплив капіталів ззовні внаслідок того, що економіка близька до рецесії, але і не виштовхує капітал закордон, оскільки він спожитий всередині країни. Лише у випадку інноваційного буму за кордоном країна покращує свої позиції за рахунок експорту інноваційної продукції

Співставлення теоретичних позицій, представлених у табл. 5.7.–5.8., та екстраполяція їх на функціонування полівалютної системи та мобільність капіталів одразу показує, що нова економіка в цьому глобальному оточенні скоріше призводитиме до підвищення фінансової нестабільності. Це обумовлено тим, що зміни в потоках капіталів та валютних курсів будуть визначатись характером взаємодії між країнами, які мають відмінні комбінації інтенсивності потоку інновацій та ставлення до них серед суспільства, а також тим, як ситуація буде змінюватись у самих країнах. З одного боку, це додає глобальній економіці динамізму, з іншого – у точках біфуркацій завжди зберігатиметься ризик нестабільності. Якби глобальна фінансова система з її ендогенною проциклічністю одразу коректувала платіжні позиції країн, що перебувають у відмінних позиціях, це ще не становило би такої загрози. Однак її спроможність фінансувати дефіцити та генерувати проциклічність створюють передумови для появи суттєвих напружень, коли бум заохочується поряд із погіршенням балансу платежів, а рецесія загострюється поряд із погіршенням доступу до капіталів³⁷⁰.

Така ситуація перетворює фінансову систему у своєрідний акселератор збільшення диференціалів зростання ВВП та факторної продуктивності. Це є принципово важливим моментом, який має емпіричне підтвердження. Рівень розвитку нової економіки, зростання факторної продуктивності та динаміка ВВП і ринкової капіталізації починають суттєво різнитись у розріз розвинутих країн³⁷¹, про що свідчить табл. 5.9.

³⁷⁰ Існує й інший погляд на зовнішні наслідки нової економіки. Суттєве зростання дефіциту поточного рахунка США після кризи ринку високотехнологічних компаній пов'язується із компенсуючим зростанням дефіцитів федерального бюджету, які отримали назву «дефіцити Буша». Див.: Kraay A., Ventura J. The Dot-Com Bubble the Bush Deficits, and the US Current Account // NBER Working Paper. – 2005. – № 11543 // www.nber.org.

³⁷¹ Це явище відмічається у багатьох дослідженнях. Наприклад, фахівці МВФ відзначають, що за приблизно однакового зростання номінальних інвестицій у комп'ютерне обладнання та приблизно однакового падіння цін на нього у розвинутих країн, останні суттєво відрізняються за ступенем розвитку нової економіки, де лідерство тримають англосаксонські країни, Нідерланди та Португалія. Див.: Masi De P., Esteveo M., Kodres L. Who Has a New Economy? // IMF. Finance and Development. – 2001. – Vol. 38. – № 2. – P. 2–10.

Подібної думки дотримуються і фахівці ОЕСР. Вони відзначають, що розрив у розвитку нової економіки дуже часто обумовлений відмінностями в ставленні до ризикового фінансування венчурних фірм, інновацій, зокрема це стосується розвитку електронної торгівлі, а також відмінним регуляторним тягарем, який накладається на підприємницьку діяльність. Вони констатують принципове значення стабільної макроекономічної ситуації для розвитку нової економіки, оскільки від цього залежить можливість реалізації інноваційних проєктів. Див.: The New Economy: Beyond the Hype. Final Report on the OECD Growth Project. Meeting of the OECD Council at Ministerial Level. – France: OECD, 2001. – P. 1–28.

Відповідно, чим більш гомогенної ставатиме макроекономічна ситуація у світі, тим більшого значення набувають суб'єктивно-психологічні та регуляторно-політичні фактори розвитку нової економіки, що є опосередкованим аргументом на користь методології нашої теоретичної схеми.

Таблиця 5.9.

Сектор інформаційних технологій у 10 розвинутих країнах

	Витрати на інформаційні технології, % ВВП	Додана вартість виробництва сектору інформаційних технологій як % доданої вартості бізнес-сектору	Інформаційні технології як частка торгівлі
Бельгія	5,6	5,8	7,1
Канада	7,5	6,5	9,8
Данія	5,2	6,1	9,8
Франція	5,8	5,3	10,2
Велика Британія	8,0	8,4	14,9
Італія	4,2	5,8	6,3
Японія	6,0	5,8	19,2
Нідерланди	6,7	5,1	15,6
Іспанія	8,2	9,3	14,6
США	8,0	8,7	15,9

Джерело: IT Innovations and Financial Patterns: Implications for Financial System. Report Prepared by Working Group of the Committee on the Global Financial System // BIS Committee on the Global Financial System. – 2002. – P. 5.

І тут потоки капіталу починають виконувати суперечливу місію. Вони дозволяють ще більше розігрівати кон'юнктуру у зростаючих країнах, заохочуючи тим самим прогрес у поширенні нової економіки, навіть якщо він починає межувати з химерністю, відсмоктуючи капітал з тих країн, які демонструють повільніше зростання ВВП та факторної продуктивності, а відтак мають менш привабливий фінансовий ринок. Це породжує фундаментальні перекося у валютних курсах, виправлення яких може бути дуже болісним і, що найголовніше, зумовленим змінами в комбінаціях потоку інновацій та структури суспільства. Цю закономірність демонструє рис. 5.3.

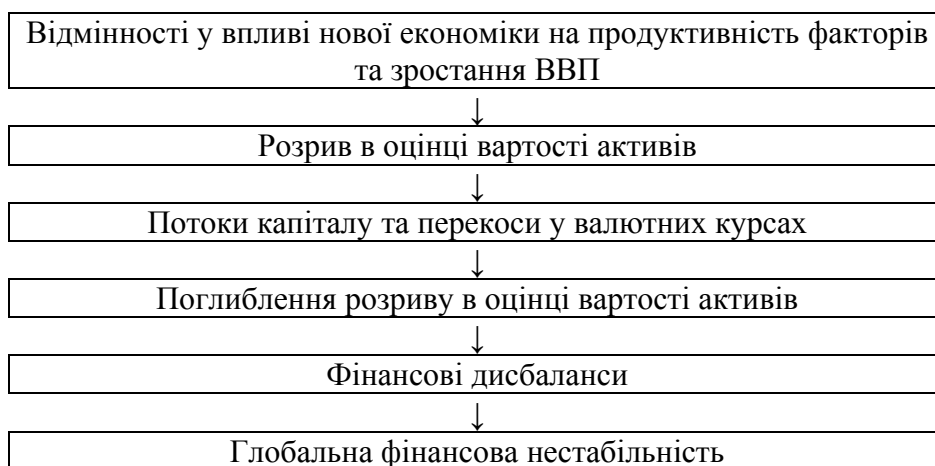


Рис. 5.3. Нова економіка, збільшення диференціалів зростання продуктивності та глобальна фінансова нестабільність: алгоритм зв'язку

По-четверте. Певним джерелом макроекономічних коливань може бути взаємодія між сектором нової та “старої” економіки в контексті поділу суспільства на три розглянутих групи. Так, будь-які міжгрупові зміщення одразу позначаються на зміні структури попиту, що може мати суттєві значення для обох умовних секторів. Наприклад, хай економіка перебуває в стані рівноваги за приблизно рівномірного поділу попиту на товари нової та старої економіки. Автономне збільшення кількості схильних до інновацій одразу позначатиметься на збільшенні попиту на інноваційну продукцію, зменшуючи попит на продукцію старої економіки. Протилежне теж актуально. Природно, що в короткостроковому періоді це одразу повинно викликати реакцію відносних цін, тягнучи за собою наслідки для реального ВВП та зайнятості. Зауважимо, що в теорії реального бізнес-циклу, саме канал зміни відносних цін при умові раціональності економічних агентів відповідальний за привнесення в економіку короткострокових флуктуацій.

З цих міркувань, міжгрупові зрушення в структурі суспільства, а також варіативні граничні схильності до споживання в розрізі кожної з груп призводять до ще більшого ускладнення ситуації, приймаючи до уваги неоднорідність потоку інновацій. Так, зрушення у бік групи А та Б за інтенсивного потоку інновацій матиме суттєві наслідки для попиту на продукцію старої економіки. Таке поєднання може суттєво змістити граничну схильність до споживання у бік кориснішої інноваційної продукції, порівняно з попитом на продукцію старої економіки. За слабого потоку інновацій ситуація не буде протилежною, а скоріше призведе до збільшення заощаджень і вищеописаних процесів. Зрушення у бік групи В та Б матимуть протилежний ефект, але з певним виправленням. Незалежно від інтенсивності інновацій попит на продукцію старої економіки може навіть зрости.

Зауважимо, що ця модель демонструє певний статичний ефект міжгрупових зміщень. Динамічні ефекти можуть суттєво відрізнятись і їх прямі наслідки важко описати з допомогою лінійної схеми. В динаміці стають актуальними зворотні зв'язки, взаємозв'язки між середньо- й довгостроковими наслідками розвитку нової економіки та структурою попиту на продукцію нової та старої економік. А) Швидке моральне старіння та падіння цін на інноваційну продукцію призводить до ситуації, коли у середньо- та довгостроковому періоді зміна відносних цін може не відбутись або відкоректуватись до попереднього рівноважного рівня. Це пов'язано з тим, що для агентів, схильних до інновацій, останні цінні тільки тоді, коли вони знаходяться на першій стадії життєвого циклу і

мають найвищу ціну. Тільки перманентний інтенсивний потік інновацій спроможний суттєво змінити структуру попиту на користь нової економіки в динаміці за домінування групи А та Б. Б) Однак розширення доступу до інноваційної продукції на її подальших стадіях життєвого циклу, а також позитивні наслідки для продуктивності праці призводять до збільшення реального добробуту, виміряного як в категоріях факторних винагород, так і в категоріях зростання фінансового багатства. Далі через ефект доходу можливе зростання попиту на блага довгострокового користування. Підвищення добробуту суспільства за рахунок експансії нової економіки підвищує попит на нерухомість та автомобілі, які наразі разом із суміжними галузями залишаються належними до сектору старої економіки. Як наслідок, в динаміці можливе вирівнювання відносних цін або навіть перекид на користь старої економіки, зважаючи на те, що вона оперує обмеженими ресурсами, на відміну від нової економіки, де обмеженість ресурсів умовна³⁷².

Врахування цих закономірностей дозволяє стверджувати, що статичні та динамічні впливи на відносні ціни можуть суттєво відрізнитися залежно від того, який спектр цін береться до уваги. Природно, що у випадку статичних ефектів найбільш мінливою є реакція відносних цін у вузькому розумінні, тобто тих, які вимірюються індексом споживчих цін. У випадку динамічних ефектів актуалізується значення цін загалом, які вимірюються дефлятором ВВП. У результаті відмінності між потоком інновацій та схильністю до них може призводити до парадоксальних комбінацій, коли високоінноваційна економіка може стикатись із дефляцією та уповільненням темпів зростання ВВП тільки тому, що акцент на інноваційній продукції, яка швидко дешевшає, демонструє, що факт корисності починає домінувати над фактом кількості. А це породжує відому статистичну дилему, коли швидке падіння цін на таку продукцію суттєво ускладнює об'єктивну оцінку вартості ВВП. З іншого боку, акцент на мінливій корисності, а не на

³⁷² Фахівець Інституту міжнародної економіки (Вашингтон) К. Манн наводить аргументи на користь того, що нова економіка здебільшого має дефляційні наслідки. Це пов'язано із традиційними аргументами щодо позитивного впливу поширення нових технологій на зростання продуктивності, а також із трансформацією системи торгівлі та аутсорсингом. Перетворення послуг у товар, що стає предметом міжнародної торгівлі, суттєво впливає на зниження їх вартості, що передається індексу споживчих цін. Так само нові інформаційні можливості розширюють спектр втягування економіки у процеси глобалізації з відповідними дефляційними наслідками. Див.: Mann C. Accelerating the Globalization of America: The Role for Information Technology. – Wash. (D.C.): IIE, 2006. – 256 p.

Однак тривале зростання вартості первинних ресурсів та посилення тиску підвищення цін на нафту і сільськогосподарську продукцію в напрямку прискоренні інфляції дозволяє висловити сумнів у підході, згідно з яким нова економіка впливає на рух цін тільки вниз. Вищепроведений теоретичний аналіз підтверджує правильність нашої позиції, яка не виключає, що більш обмежені інфляційні сплески внаслідок шоків на ринках первинних ресурсів можуть дійсно пов'язуватись із наслідками глобалізації та нової економіки.

відносно стаціонарній кількості може суттєво ірраціоналізувати сам показник ВВП як вимірник багатства країни. Протилежною є картина, коли країна, яка не інноваційна, динамічно зростає тільки тому, що вона є постачальником рідкісних благ для сектору старої економіки країни, де розвивається нова економіка, а зважаючи на те, що розвиток країн, де домінують менш схильні до інновацій індивіди, відносно завищує вартість рідкісних благ, що споживаються старою економікою, але наслідки чого впливають на добробут в усій глобальній економіці.

Фінансові аспекти системної нестабільності нової економіки

Стосовно специфічних фінансових аспектів нестабільності нової економіки, то перш за все необхідно звернути увагу на взаємозв'язок між проциклічністю фінансової системи, фондовими “бульбашками” та становленням інноваційної ери.

Так, період 1999–2001 рр. характеризується колосальним злетом та падінням вартості високотехнологічних компаній та індексу їхніх акцій (табл. 5.10.).

Таблиця 5.10.

Зростання та падіння фондових індикаторів нової економіки 1999–2001 рр.

	1998	1999	2000	2001
Глобальне зростання цін акцій нової економіки, 1998 р. = 100	100	200	350	98
Глобальне зростання ринку акцій за мінусом акцій нової економіки, 1998 р. = 100	100	110	112	100
Глобальні кумулятивні зміни вартості акцій нової економіки, трлн. дол. США	0,5	4,8	8,7	-7,5
Глобальні кумулятивні зміни вартості ринку акцій за мінусом акцій нової економіки, трлн. дол. США	2,7	5,2	5,4	-2,8
Глобальне зростання акцій фірм телеком-послуг, 1998 р. = 100	100	180	290	140
Глобальне зростання акцій фірм телеком-обладнання, 1998 р. = 100	100	250	470	200
Глобальне зростання акцій фірм виробників комп'ютерного обладнання, 1998 р. = 100	100	200	300	170
Глобальне зростання акцій фірм виробників програмного забезпечення, 1998 р. = 100	100	200	400	200
Глобальне зростання акцій Інтернет-компаній, 1998 р. = 100	100	600	1800	150

Джерело: IT Innovations and Financial Patterns: Implications for Financial System. Report Prepared by Working Group of the Committee on the Global Financial System // BIS Committee on the Global Financial System. – 2002. – P. 8.

З табл. 5.10. видно, що поведінка вартості акцій фірм нової економіки у 1999–2001 рр. нагадує функцію нормального розподілу. Іншими словами, вона також може бути ототожнена із класичною схемою Кіндлбергера щодо структурної схеми фінансової кризи. Прикметно, що в глобальних масштабах кумулятивне зростання вартості акцій нової економіки зумовило і кумулятивне зростання вартості акцій усього ринку. У 1999 р. останнє навіть випереджало акції нової економіки, притому, що відносне зростання абсолютно не відбулося такими швидкими темпами. На момент падіння ситуація помінялась місцями. Втрати у кумулятивній та відносній вартості фірм нової економіки в глобальних масштабах суттєво перевищили втрати решти ринку, але втрати останнього таки відбулися. Несиметричною була динаміка вартості акцій фірм нової економіки в розрізі субсекторів. Найбільшою мірою зросли акції Інтернет-компаній. І так само несиметричним було падіння. Тобто кореспонденцію між висотою зростання та глибиною падіння загалом можна побачити тільки умовно, хоча найбільшою мірою знецінились акції знову-таки Інтернет-компаній.

З цього можна було би зробити найпростіший висновок про те, що швидке зростання та падіння акцій нової економіки є класичним прикладом фінансової “бульбашки”. Однак довгострокова картина зростання капіталізації ринку акцій щодо ВВП у розрізі розвинутих країн (табл. 5.11.) вимагає уточнень.

Таблиця 5.11.

Капіталізація ринку акцій в окремих розвинутих країнах до та після злету вартості акцій фірм нової економіки, % ВВП

	1978	1983	1988	1993	1998	2000	2003
Франція	5	5	10	20	70	100	50
Італія	2,5	5	14	12	24	65	42
Німеччина	15	15	18	20	48	60	32
Японія	14	14	30	18	17	23	20
Велика Британія	25	25	74	78	150	180	100
США	25	25	42	50	100	150	80

Джерело: Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity // ECB Occasional Paper. – 2005. – № 29. – Р. 4.

Більш довгострокова картина зростання капіталізації ринку акцій щодо ВВП відображає, що різкий злет вартості компаній нової економіки відбувся на певному сприятливому підґрунті. З кінці 1980-х років спостерігається загальна тенденція до зростання фондових ринків практично в усіх розвинутих країнах, окрім Японії, в якій після

роздмухування “бульбашки” на ринку нерухомості всередині 1980-х і його обвалу фондовий ринок опинився в стані рецесії. Така тенденція пояснюється як лібералізацією фінансової діяльності, глобалізацією, так і технологічними змінами в економіці, які особливо почали яскраво простежуватись вже у 1990-х. Зміни технологічних укладів, інформатизація економіки та розвиток нових технологій почали сприйматися як локомотив загального економічного прогресу, що передавалося капіталізації ринків акцій загалом практично у більшості країн. Підвищення продуктивності факторів внаслідок розвитку нової економіки і зростання прибутковості провідних світових корпорацій на тлі сприятливої макроекономічної ситуації та зниження інфляції почало відігравати роль завищення очікувань щодо спроможності нової економіки трансформувати економічну систему загалом. Відповідно, позитивні сигнали про зростання дохідності вкладень у нові технологічні фірми, у повній відповідності з теоретичними підходами до аналізу фінансових криз та ендогенної нестабільності у сфері фінансів, виконали місію швидкого спекулятивного розігріву спеціалізованого сегмента ринку з подальшим його крахом.

Проте такий злет і невдача є окремим випадком більш загальної проблеми. Сьогодні швидкі інноваційні зрушення та потоковий характер виведення на ринок нових благ створюють ситуацію, коли сигнали про інноваційно-технологічні перспективи, а відтак і прибутковість, стають структурним фактором перманентних очікувань потенційного зростання вартості відповідних фірм. Їхнє зростання підтягує вгору ринок загалом, а у випадку включення елемента спекуляції та охолодження ринку внаслідок краху, фінансові ринки потрапляють у полон додатково привнесених коливань. Особливий акцент на проблемі високої ймовірності знецінення акцій окремих фірм нової економіки пов'язаний з тим, що невідомо наперед, якою буде ринкова життєздатність винаходів у сфері високих технологій, приймаючи до уваги короткий життєвий цикл інноваційної продукції та перспективну конкуренцію між альтернативними технологіями. При цьому, факт нових винаходів завжди буде сприйматися як позитивний сигнал, породжуючи спокусу зіграти на цьому. А якщо так, то в сукупності із середньостроковими позитивними зрушеннями у сфері продуктивності та покращення макросередовища завжди існуватиме ризик перетворення здорового підвищення курсів акцій відповідних фірм у “бульбашку” із втягуванням у такі тренди ринку загалом.

Зважаючи на наростаючу кореляцію ринків, що підтверджують дані табл. 5.11., нестабільність поведінки фінансових індикаторів нової

економіки стає глобальним феноменом. Фази зростання та спаду дуже швидко глобалізуються, тим самим формуючи передумови для зміни поведінки інших глобальних індикаторів, наприклад ВВП, споживання та інфляції. Оскільки поведінка фондового ринку під впливом різних структурних обставин відрізняється в розрізі країни, то одразу постає питання потоків капіталу та стану платіжних балансів. Як вже говорилося, країна із інтенсивним потоком інновацій та зростаючим фондовим ринком практично завжди опиняється в стані дефіциту поточного рахунку, на відміну від решти країн, де поширення нової економіки відстає. В такому разі природно було би припустити, що зміна глобальних номінальних змінних мала би бути щільно прив'язаною до реальних відповідно до ефекту доходу, однак найбільша проблема в тому, що цього може не відбутись. Поєднання проциклічності фінансової системи із адитивним характером платіжних контрпозицій призводить до нагромадження відкладеної глобальної інфляції. Протилежна ситуація, коли глобально корельовані фондові ринки обвалюються, призводить до глобальної рецесії.

Втім, це ще не означає, що вона буде супроводжуватись глобальною дефляцією. Це можна пояснити, виходячи зі своєрідної двофазової моделі поєднання розкрученої спіралі дисбалансів та монетарної реакції на неї. Перша фаза розпочинається із прискореного зростання фінансових індикаторів на тлі сприятливого монетарного підґрунтя, дуже швидко перекидаючись на інші сегменти глобального ринку. Формується суттєве примноження глобального сукупного попиту. З огляду на відставання реакції інфляції на збудники попиту внаслідок “парадоксу довіри” чи внаслідок дефляційного впливу глобалізації на ціни, диференціали платіжних балансів продовжують розширюватись, а розігріті фінансові ринки починають ставати більш чутливими до різного роду сигналів. Обвал на ринку в умовах стриманої інфляції дозволяє центральним банкам знову знизити ставки, і тоді нові імпульси попиту накладаються на старі, законсервовані у відкладеній глобальній інфляції, дестабілізуючи усю монетарну та фінансову систему світу. Парадокс ситуації може полягати у тому, що черговий позитивний сигнал про розвиток інновацій може швидко виправити ситуацію, або загальмувати погіршення негативної ситуації, віддаляючи і віддаляючи в часі фінальну корекцію. У випадку, коли цей алгоритм дозволить розвиватись n-фазній реакції, то примноження ризику дестабілізації зростатиме експоненціально при тому, що кожного разу існуватимуть у центральних банків сумніви в доцільності радикальних рішень.

Однією з причин, чому монетарні органи так не бажають боротися з “бульбашками” на стадії їх зародження та швидко пом’якшують умови ліквідності після обвалів – поєднання можливостей відкласти інфляцію зі зростаючим значенням фінансових активів для добробуту³⁷³. З одного боку, сприйняття нової економіки як джерела зростання без ризику інфляції спотворює розуміння необхідності гальмувати експансію попиту³⁷⁴. З іншого – на початок 2000-х років відбулися суттєві зрушення в структурі багатства домогосподарств у розвинутих країнах. Значення фінансових активів у структурі багатства зросло практично скрізь і починає домінувати над нерухомістю у Франції, Італії, Нідерландах, США та Великій Британії тощо із середнім співвідношенням 55%–75% проти 45%–35%. І тільки в Німеччині та Іспанії вартість нерухомого майна поки що переважає над вартістю фінансових активів, хоча в загальному його значення зменшується. Щодо структури фінансового багатства, то практично в усіх розвинутих країнах за цей період відбулося суттєве зростання значення акцій, внесків у взаємні, пенсійні та страхові фонди, а значення валюти та депозитів і цінних паперів, відмінних від акцій, знизилось суттєво³⁷⁵. Як наслідок, ефект доходу, пов’язаний зі змінами вартості багатства, стає дедалі важливішим фактором макроекономічних процесів. Його дієвість істотно перевищує інші відомі канали трансмісії фінансових процесів на макроекономічні, такі як q Тобіна чи канал статей балансу³⁷⁶.

Це свідчить про те, що в основі механізму взаємодії фінансового та реального секторів дедалі більшого значення набуває функція споживання, отже очікування та оцінки перманентного доходу. Розвиток нової економіки, трансформуючи ринкове середовище, підвищуючи продуктивність факторів та призводячи до підвищення реальних доходів (зокрема, з допомогою розширення доступу до дешевшого імпорту, експансія якого може бути підтримана без суттєвих змін у політиці стримування виходу зі стану рівноваги поточного рахунку, якщо врахувати, що він може бути покритий завдяки мобільності капіталів) перетворюється на природну детермінанту схильності завищувати перманентний дохід у разі позитивних сигналів про технологічні

³⁷³ Дискусію з приводу впливу ефекту доходу на функцію споживання та інвестицій внаслідок коливань ринку акцій нової та старої економіки див.: Edison H., Slok T. Wealth Effects and the New Economy // IMF Working paper. – 2001. – WP/01/77. // www.imf.org; Edison H., Slok T. New Economy Stock Valuations and Investment in the 1990s // IMF Working paper. – 2001. – WP/02/77. // www.imf.org.

³⁷⁴ Дискусія з приводу того, як сприйняття макроекономічних наслідків нової економіки впливала на монетарну політику ФРС, представлена у: Ball L., Tchaidze R. The Fed and the New Economy // NBER Working paper. – 2002. – № 8785. // www.nber.org.

³⁷⁵ Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity // ECB Occasional Paper. – 2005. – № 29. – P. 13–14.

³⁷⁶ Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity // ECB Occasional Paper. – 2005. – № 29. – P. 3–68.

зрушення та прогрес у сфері впровадження інновацій. По-суті, в новій економіці позитивні сигнали стають однаково значимими як для зростання на фінансовому ринку відповідно до спекулятивного чи фундаментального зростання вартості компаній, так і для оцінки перманентного доходу. Зворотні зв'язки між ними можуть дуже впливати на відхилення номінальних фінансових та макроекономічних змінних від реальних, роблячи свій внесок у системну нестабільність.

Окремий технічний аспект фінансових проблем нової економіки – питання, пов'язані з адекватністю ринкової оцінки вартості високотехнологічних компаній чи компаній Інтернет-економіки³⁷⁷. В умовах економіки знань, діджиталізації та швидкого падіння вартості інноваційної продукції (в цьому випадку як елементу основного капіталу) традиційний орієнтир відносного порівняння вартості фізичних активів з обсягами реалізації та фінансовою вартістю фірми втрачає актуальність. Зростання значення нематеріальних активів, покритих реальними фондovими активами, суттєво ірраціоналізує підходи до оцінки як в умовах злету ринку, так і в умовах його падіння. Якщо не відомо наперед, як правильно оцінити компанію, то також невідомо, до якої межі вона повинна знецінитись у разі обвалу ринку. Це саме стосується інших варіантів фінансування. Неможливість оцінити перспективу капіталізованого доходу, створюваного нематеріальними активами, ускладнює ранжування ризиковості процесу фінансування чи кредитування. Це знову-таки підвищує залежність прогресу в розвитку нової економіки від ставлення позикодавців та інвесторів до ризику, гальмуючи або прискорюючи перспективні тренди продуктивності виробничих факторів.

З розвитком нової економіки щільно пов'язані зрушення у бік більш ризикового фінансування.

А) Домінування в структурі фінансування цих фірм облігацій спостерігається практично в усіх розвинутих країнах. Частка акцій також суттєва, тоді як частка прямого кредитування суттєва тільки в окремих країнах, наприклад у Бельгії та Італії. Наприклад, питома вага облігацій у структурі фінансування фірм нової економіки у Великій Британії становить 65%, а США – 88%. Питома вага акцій найбільша в Канаді (78%), Італії (61%), Німеччині (49%) та Японії (42%)³⁷⁸.

³⁷⁷ Зокрема, див.: IT Innovations and Financial Patterns: Implications for Financial System. Report Prepared by Working Group of the Committee on the Global Financial System // BIS Committee on the Global Financial System. – 2002. – P. 4–9.

³⁷⁸ IT Innovations and Financial Patterns: Implications for Financial System. Report Prepared by Working Group of the Committee on the Global Financial System // BIS Committee on the Global Financial System. – 2002. – P. 12.

Така картина відображає, що перехід фінансової системи до ринкової моделі та послаблення ролі моделі, що базується на відносинах (банківської) і спирається на доступ до інсайдерської інформації, стає найважливішою складовою розвитку нової економіки. З одного боку, такий тренд можна пояснити намаганнями менеджменту інноваційних фірм послабити пряму фінансову відповідальність, вислизнути з-під більш щільного банківського контролю за своєю діяльністю і диверсифікувати ризики. З іншого боку, домінування непрямого фінансування через децентралізовану систему фінансових ринків призводить до руйнації чіткого зв'язку між фінансовими перспективами компаній нової економіки та ступенем ризику, який впливає із реалізації інноваційних проектів. По-суті, наслідком таких процесів є суттєве послаблення стримуючої ролі банків щодо доступу до ресурсів позичальників, які беруть на себе надмірний інноваційний ризик. Спроможність фінансової системи диверсифікувати ризики в цьому випадку обертається протилежною тенденцією: доступ до ресурсів полегшується, навіть якщо рівень інноваційного ризику є високий і загалом неприйнятний для фінансування при наявності індивідуальних відносин між позичальником та фінансовими установами.

Наявність кореспонденції між загальним трендом у бік ринкової трансформації фінансової системи та домінуванням фінансування фірм нової економіки через інститути фінансового ринку призводить до того, що на найбільш ризиковий сектор та сектор, що відтворює системну невизначеність, починає поширюватись такий фундаментальний недолік ринкової моделі фінансового ринку як проциклічність. Це явище якраз і показує, чому ймовірність переростання позитивних сигналів про нові перспективи у “бульбашку” велика.

Б) Специфіка та високий інноваційний ризик діяльності у новій економіці призводить до скорочення терміну життя інноваційних компаній. Наприклад, упродовж 1917–1976 рр. у США потрібно було 30 років для того, щоби було змінено половину зі 100 найбільших публічних компаній. Між 1977 та 1998 рр. для цього вже було потрібно 12 років. Упродовж 1980–2001 рр. в США чистий приріст робочих місць відбувався за рахунок фірм, які функціонували менше, ніж 5 років, тоді як фірми із тривалішим часом функціонування зменшували кількість зайнятих³⁷⁹. Така тенденція руйнує роль кредитних історій для оцінки ризиковості фінансування. Природно, що банки намагатимуться уникнути додаткових ризиків, пов'язаних із невизначеним статусом надійності позичальника.

³⁷⁹ Atkinson R., Correa D. The 2007 State New Economy Index. Benchmarking Economic Transformation in the States. – Kansas City: Kauffman Foundation, 2007. – P. 3–4.

Фінансові ринки, деконцентруючи та диверсифікуючи ризики, беруть цю місію на себе, але самої проблеми надійності позичальника це не знімає.

В) Зростає значення венчурного капіталу для фінансування фірм нової економіки. В цьому розумінні 1998 рік став своєрідним порогом, який демонструє, що обсяги такого фінансування зросли в Європі з 0,05% ВВП до 0,15 %, а в США – з 0,2% до 0,5% ВВП³⁸⁰. Хоча сам факт можливості полегшеного доступу до фінансування інноваційних фірм, які щойно засновуються, позитивний, оскільки додає економіці динамізму, але сам він опосередковано призводить до того, що кількість фірм з ризиковою інноваційною діяльністю зростає, мультиплікуючи нестабільність в економічній системі загалом.

Узагальнення цього дозволяє побачити наявність певного алгоритму відтворення ринкової невизначеності. Так, нова економіка вже на мікрорівні генерує потребу в ризиковому фінансуванні як з точки зору позичальників, так і з точки зору інвесторів, які намагаються диверсифікувати свої вкладення та деконцентрувати ризик. Відсутність адекватних інструментів оцінки вартості цих фірм спонукає до умовного визначення курсу акцій із зміщенням у бік посилення спекулятивної компоненти, внаслідок чого невизначеність стає перманентною рисою ринку. Невипадково, що акції фірм нової економіки більш волатильні. Наприклад, середній показник волатильності ринку за мінусом компаній нової економіки на передодні обвалу в США, зоні євро, Японії, Канаді, Великій Британії та Швеції становив 18,2, тоді як волатильність фірм сектору інформаційних технологій та телекомунікацій, відповідно – 26,0. Підчас обвалу волатильність останніх зросла набагато більше, порівняно з першими, становлячи, відповідно, 47, 4 та 21,5³⁸¹.

Перевагою домінування непрямих фінансових зв'язків у процесі доступу фірмам нової економіки до джерел капіталу виступило те, що під час кризи 2000–2001 рр. практично жодна з фінансових компаній не зазнала краху. Як не дивно, але така картина становить суттєву альтернативу подіям 2007–2008 рр., коли проблеми виникли, власне, у фінансовому секторі, переобтяженому поганими іпотечними боргами. Звичайно, це не означає, що на відміну від старої, корекція “бульбашки” нової економіки виявляється більш гнучкою. Навпаки, впевненість у тому, що це так насправді, може заохочувати до подальших перекручень у сприйнятті ризиків вкладання коштів у інноваційні проекти інформаційної ери.

³⁸⁰ The New Economy: Beyond the Hype. Final Report on the OECD Growth Project. Meeting of the OECD Council at Ministerial Level. – France: OECD, 2001. – P. 17.

³⁸¹ IT Innovations and Financial Patterns: Implications for Financial System. Report Prepared by Working Group of the Committee on the Global Financial System // BIS Committee on the Global Financial System. – 2002. – P. 19.

РОЗДІЛ 6

ФІНАНСОВІ ДИСБАЛАНСИ ТА МОНЕТАРНІ ПРОЦЕСИ ГЛОБАЛЬНОГО РІВНЯ

6.1. Нерівноважні платіжні позиції як домінанта Глобальних макрофінансових процесів

Платіжні дисбаланси з методологічної та історичної точки зору

Глобальна інтеграція різко змінює значення усіх нерівноважних процесів. Фінансові дисбаланси, під якими розуміється тривале відхилення фінансових агрегатів від довгострокової динаміки реальних макроекономічних змінних, у глобальних умовах доповнюються зовнішніми формами. Зміст останньої зводиться до того, що економіки починають взаємодіяти в умовах нагромадження вимог та зобов'язань, внаслідок чого виникають платіжні контрпозиції, або дефіцит чи профіцит платіжного балансу.

Виникнення платіжних дисбалансів відображає складне переплетіння різнорівневих тенденцій щодо взаємодії:

- валютних курсів та динаміки експорту й імпорту;
- валютних курсів та попиту на фінансові й реальні активи (валютно-курсіві детермінанти портфельної алокації потоків капіталу);
- споживання, заощаджень та інвестицій;
- макроекономічних політик у світі тощо.

Основна проблема тут полягає в тому, що, з одного боку, платіжні дефіцити є монетарним феноменом, тобто наслідком взаємодії між внутрішньою грошовою пропозицією та її впливом на реальні макропроцеси. З іншого – платіжні позиції є фінансовим феноменом, оскільки підтримання нерівноваги платіжного балансу вимагає руху капіталів, коливання процентних ставок, тобто функціонування фінансового ринку. Виникає питання, що в цьому випадку є первинним, а що похідним. У випадку відносно закритої економіки, монетарний фактор первісний, оскільки він є детермінантою поведінки макрозмінних, які у взаємодії із зовнішнім оточенням економіки призводять до тої чи іншої тенденції у сфері платіжного статусу країни. Фінансовий фактор тут буде похідним, оскільки він відобразатиме те, якою мірою фінансові ринки

уможливлуватимуть глибину дії монетарного фактора у його зовнішньому прояві, тобто у сфері платіжного балансу.

З цих міркувань одразу виникає питання про те, як повинні співвідноситись між собою монетарні та фінансові режими, щоб система загалом залишалась стабільною. Продовженням цього питання є те, яка відносна величина платіжних дисбалансів може вважатись прийнятною з точки зору макрофінансової стабільності.

У випадку аналізу співвідношення монетарних та фінансових режимів методологічний акцент робиться на проблемі «трилеми» суміщення цілей монетарної політики. Згідно з нею країна повинна робити вибір щодо пріоритету внутрішньої чи зовнішньої рівноваги в процесі реалізації монетарної політики, ступеня фіксації валютного курсу та мобільності капіталів. У кожному з випадків, суміщення одразу трьох варіантів неможливе, а емпіричні дослідження цього феномена показують, що механізм функціонування «трилеми» є подібним до економічного закону³⁸². Так само жодна з відомих історичних комбінацій монетарних та фінансових режимів не гарантувала безстрокової глобальної макрофінансової стабільності. Можна лише говорити про ступінь автоматизму у підтриманні такої стабільності та симетричності функціонування механізму корекції дисбалансів. З цих міркувань система міжнародного золотого стандарту мала яскраві переваги, порівняно з Бреттон-вудською системою. Так само в даних історичних випадках роль монетарного фактора виявлялась важливішою, ніж фінансового у генеруванні платіжних дисбалансів. Різниця у тому, що перша хвиля глобалізації та відповідна фінансова інтеграція у випадку золотого стандарту дозволяла підтримувати тривалі нерівноважні платіжні позиції, які свідчили про можливість переливів капіталу. Окремим випадком домінування фінансових факторів над монетарними були явища структурного характеру, які стосувалися дискретних у часі можливостей підтримання значного припливу капіталів у сектори із швидким розвитком. Наприклад, у випадку винаходу значних родовищ природних ресурсів.

Як видно з попереднього аналізу, сучасний стан розвитку глобалізації не виключає відносного гнучкого позиціонування монетарних

³⁸² Детальніший аналіз проблеми «трилеми» в контексті еволюції монетарної політики, міжнародної валютної системи та глобалізації ми здійснили у: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 23–83.

та фінансових факторів в ієрархії детермінант поведінки платіжних балансів. Це обумовлено як відсутністю глобального контролю за емісією хартальних грошей, так і суттєвим ускладненням самої фінансової системи, зокрема за рахунок інформаційних технологій та прогресуючої децентралізації ухвалення рішень щодо потоків капіталу. Однак спільне у поведінці платіжних дисбалансів за обох хвиль глобалізації те, що їх рівень вищий, порівняно з періодом 1940–1980-х років. Наприклад, якщо середній рівень співвідношення між поточним рахунком та ВВП за часів золотого стандарту коливався на рівні 4–6% і досягав маргінальних значень у 15–20%, то за часів Бретон-вудської системи він опустився до 1–3%. В сучасних умовах значення цього показника наближається до історично відомих позначок часів першої глобалізаційної хвилі³⁸³. Подібна інтерпретація декількох історичних епізодів щодо нагромадження рівня фінансових дисбалансів та їх виміру у платіжних позиціях країн. З поміж випадків першої хвилі глобалізації, міжвоєнного періоду, часів Бретон-вудської системи та доларової кризи 1977–1979 рр., сучасні процеси в аспекті рівня зовнішньої нерівноваги, механізму корекції та наслідків для глобальної економіки є аналогічними саме епосі золотого стандарту³⁸⁴.

Це суттєвий аргументом на користь ідеї, що можливості підтримувати платіжні дисбаланси – одна з переваг глобалізації, коли за рахунок мобільності капіталів та фінансової інтеграції відмінні траєкторії споживання, заощаджень та інвестицій не потребують різкої корекції за допомогою макроекономічних інструментів. Природно, що тенденція до підвищення рівня платіжних дефіцитів, безризикових для макрофінансової стабільності, є закономірним наслідком експансії глобалізації. Втім, саме це є найбільшою проблемою, оскільки на глобальний рівень виноситься відомий феномен, коли індикатори розвитку фінансової системи є, водночас, і індикаторами ймовірності настання фінансової кризи. Якщо сюди додати проблему подальшої трансформації фінансової системи та її схильність до проциклічності, то можливості підтримувати нерівноважні платіжні баланси можуть обернутися загостренням не тільки суто фінансових проблем, наприклад у вигляді корекції індексів фінансових ринків, втрати вартості активів, неплатоспроможності системних фінансових інституцій, але й монетарних. Стрибок глобальної інфляції у 2007 році та на початку 2008,

³⁸³ Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109–156.

³⁸⁴ Bordo M. Historical Perspective on Global Imbalances // NBER Working Paper. – 2005. – № 11383. // www.nber.org.

що відбувався за тривалим зростанням цін на нафту та інші первинні ресурси, є яскравим цьому свідченням.

Зазначимо, що проблема взаємодії між монетарними та фінансовими режимами в аспекті можливостей нагромаджувати та підтримувати дисбаланси багато в чому впливає з малопомітної закономірності – монетарної структури валютних резервів (табл. 6.1.).

Таблиця 6.1.

Структура глобальних валютних резервів в історичній перспективі, %

Тип системи	Золотий стандарт		Система фіксованих курсів з централізованою корекцією		Гнучкі курси та ринкові ціни на золото	
	1880	1913	1950	1970	1988	2006
Золото	90,7	81,1	70,2	40,1	48,6	9,8
Валюти	9,3	18,9	26,4	48,3	44,2	89,26
Позиція в МВФ	-	-	3,4	7,6	4,2	0,46
СДР	-	-	-	4,0	3,0	0,48

Джерело: Lindert P. International Economics. – 9th ed. – Irwin, 1991. – P. 505.; IMF Annual Report. 2007. – IMF: Wash. (D.C.), 2007. – Ap. Tabl. P. 2.

Демонетизація золота та релевантне радикальне зниження його частки в структурі валютних резервів повністю змінила цілу гаму глобальних монетарних процесів:

- по-перше, відносно стаціонарні запаси золота були природним фактором глобальних монетарних рестрикцій. Величина монетарного золота за період 1880–1913 рр. зросла з 150 до 220 млн. трійських унцій, але не настільки, щоби дестабілізувати глобальну грошову пропозицію, навіть попри незначне підвищення інфляційного фону з 1896 року³⁸⁵. Відхід від золота одразу означав, що глобальна інфляція визначатиметься тільки намірами провідних центральних банків щодо контролю за внутрішньою інфляцією;

- по-друге, зростання значення валют у структурі резервів демонструє, що передавання намірів щодо грошової пропозиції провідними центральними банками одразу ретранслюється на країни периферії. Нагромадження валюти в резервах є нічим іншим, як попитом на активи емітентів таких валют, що призводить до відносного завищення валютного курсу та схильності до дефіциту платіжного балансу. Але, з

³⁸⁵ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 113.

іншого боку, це означає можливість розширення грошової пропозиції і в периферії через механізм “імпорту інфляції” (запобігання підвищення курсу щодо валюти, емітент якої проводить експансивну політику). Зміна структури глобальних валютних резервів призводить до того, що монетарні експансії без належної гнучкості валютних курсів стають адитивними, а гнучкість валютних курсів не завжди активізується в умовах, коли дисбаланси фінансуються, а не коректуються. Як наслідок, тільки зміна цієї структури призводить до того, що поєднання монетарних та фінансових факторів перестає бути нейтральними щодо можливостей розкручування спіралі глобальних дисбалансів;

- по-третє, домінування валют у структурі валютних резервів призвело до різкого підвищення гнучкості в управлінні глобальною ліквідністю. Це є надзвичайно сприятливим фактором з точки зору можливостей реалізації стабілізаційної політики, а також з міркувань забезпечення нею міжнародних трансакцій країни. Якщо перший випадок розглядається як позитивний з традиційної кейнсіанської точки зору, то другий – є вагомим позитивом у розумінні розвитку глобальної економічної інтеграції як такої. Втім, в умовах триваючої трансформації фінансової системи гнучкість у сфері глобальної ліквідності одразу призводить до відносно швидкого переключення внутрішньої монетарної та фінансової експансії у зовнішню нерівновагу, а останньої – у передумови для розкручування спіралі зовнішніх активів та пасивів. Внаслідок цього закономірно підвищується волатильність потоків капіталу на тлі нерівноважних платіжних позицій;

- по-четверте, реструктуризація глобальних валютних резервів змінює механізми корекції платіжних дисбалансів і, що найголовніше, – симетричність цього процесу, викривляючи усю систему глобальної взаємозалежності. Емітенти резервних валют опиняються у більш привілейованому стані, тоді як інші країни не можуть суттєво скористатись з можливостей більш гнучкого управління міжнародною ліквідністю без ризику інфляційних втрат. В сукупності, це призводить до зміщення взаємозалежності з площини реальної економіки у площину монетарної політики. Як тільки система взаємозалежності відхиляється у бік домінування номінальних процесів над реальними, одразу запускається в дію процес активізації ендогенної фінансової нестабільності, що відомий з підходу Х. Мінскі до дворівневої оцінки

вартості. Єдина відмінність, що це екстраполюється на глобальний рівень мультивалютного світу;

- по-п'яте, якщо золото було універсальним резервним активом, не передбачаючи поділ світу на валютні блоки, то перехід до сучасної структури глобальних валютних резервів одразу активізував проблему належності країни до того чи іншого валютного блоку, тобто наскільки та чи інша країна прив'язується до центру емісії резервної валюти. Як наслідок, усі проблеми, пов'язані з ендогенною фінансовою нестабільністю, викликаною перекосом у бік домінування монетарної форми глобальної взаємозалежності, переносяться на ширший економічний ареал, ніж тільки країна-емітент резервної валюти.

У світлі вищесказаного, експансія фінансової глобалізації та трансформація фінансової системи, з одного боку, і реструктуризації системи глобальної ліквідності, з іншого, створюють сприятливе системне середовище для розвитку фінансових дисбалансів та їх перетікання у платіжні диспозиції окремих країн. Внаслідок цього, процеси довкола нерівноважності платіжних балансів, потоків капіталу та валютних резервів перетворюються на ендогенні системні елементи глобальних монетарних взаємин. Питання тільки в тому, до якої межі вони можуть бути консистентними із глобальною фінансовою стабільністю.

Емпірична картина платіжних дисбалансів

Практично увесь повоєнний період характеризувався тим, що платіжні позиції трьох геоекономічних центрів (США, Європи (Німеччини), Японії), здебільшого були взаємокомпенсуючими. Дефіцит США кореспондував з профіцитом поточного рахунку в Японії та Європі, перш за все Німеччині³⁸⁶. Така картина була наслідком неспівпадіння фаз ділового циклу, а в окремих випадках зміщенням валютних курсів, викликаючись монетарними факторами. Ропад Бреттон-вудської системи тільки посилив цю тенденцію, перетворюючи її на структурну закономірність розвитку міжнародної економіки. Відхилення від такої схеми були здебільшого нетривалими і викликалось певними екзогенними факторами на кшталт коливань цін на енергоносії чи різких змін умов торгівлі країн третього світу. Драматичні події довкола різких реверсів курсу долара впродовж 1980-х років, щодо яких вживались заходи з міжнародної координації монетарної політики, також не похитнули

³⁸⁶ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації / Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – 306 с.

відносну замкненість глобальних платіжних диспозицій у рамках тріадного поділу світу.

З середини 1990-х років ситуація почала кардинально змінюватись. Це обумовлено факторами, які відображають і процеси зміщення структури взаємовідносин всередині тріади, і процеси її послаблення як типу домінування у світі. Уявлення про це дають данні табл. 6.2.

Таблиця 6.2.

Поточний рахунок платіжного балансу в глобальній економіці

	1995	1997	1999	2000	2002	2003	2004	2006
Млрд. дол. США								
Розвинуті країни	49,4	88,7	-94,8	-234,5	-186,6	-245,2	-224,6	-602,7
США	-105,8	-128,4	-292,9	-410,3	-480,9	-553,3	-537,3	-864,2
Зона євро	50,9	98,2	29,0	-28,7	61,2	62,4	65,7	-23,8
Японія	111,4	96,6	114,5	119,6	112,7	121,1	120,1	145,1
Нові індустріальні країни Азії	2,7	8,5	60,1	43,5	68,0	76,0	81,0	88,6
Країни, що розвиваються	-97,2	-55,6	-9,6	67,8	74,0	65,7	28,0	486,7
% ВВП								
Розвинуті країни	0,2	0,4	-0,4	-0,9	-0,7	-0,9	-0,8	-1,7
США	-1,4	-1,5	-3,2	-4,2	-4,6	-5,1	-4,7	-6,5
Зона євро	0,7	1,5	0,4	-0,5	0,9	0,8	0,8	-0,2
Японія	2,1	2,2	2,6	2,5	2,8	2,9	2,9	3,2
Нові індустріальні країни Азії	0,3	0,8	6,4	4,2	6,8	7,2	7,3	5,7
Країни, що розвиваються	0,2	0,4	-0,4	-0,9	-0,7	-0,9	-0,8	-1,7

Джерело: World Economic Outlook. – IMF: Washington D.C., 2003. – P. 208, P.210.; World Economic Outlook. – IMF: Washington D.C., 2006. – P. 213, P. 215.

У ширшому контексті та в першому наближенні процеси трансформації сформованої схеми взаємних компенсацій платіжних позицій у рамках тріади обумовлюються такими закономірностями:

- перетворенням платіжного дефіциту США у хронічний із тенденцією до прогресії у номінальних та відносних значеннях, що ставить глобальну економіку перед потребою фінансувати американське споживання за рахунок збільшення частки американських пасивів у глобальному портфельному балансі, тим самим призводячи до нагнітання попиту та розкручування спіралі фінансових дисбалансів у глобальній економіці загалом;

- переходом Азійських економік як групи у провідні світові експортери, які після кризи 1997–1998 рр. підтримують високий рівень надлишку поточного рахунку платіжного балансу. Рецесія внутрішнього попиту в Японії та експортна орієнтація усіх країн регіону створила

потужні стимули для перетворення цих країн у структурний фактор глобальної платіжної кореспонденції;

- різким зростанням значення Китаю в системі глобальних платіжних позицій, що відповідає змінам у значеннях питомої ваги ВВП цієї країни в глобальному ВВП. Таке явище можна було би розглядати як окремий випадок попередньої закономірності, якби не та обставина, що зростання значення Китаю суттєво послаблює модель триадного поділу світу, а в перспективі експансія китайської економіки однозначно трансформує економічну географію. З цих міркувань, будь-які дисбаланси китайської економіки одразу набуватимуть глобального значення. Зважаючи на те, що профіцит платіжного рахунку Китаю є наслідком і внутрішніх процесів, наприклад, браку внутрішнього попиту, то, відповідно, структурні чинники макроекономічних змін всередині самого Китаю породжують далекосяжні зовнішні ефекти, без врахування яких аналіз глобальних платіжних позицій на сьогодні вже стає неповним;

- запровадження євро суттєво позначилось на тому, що платіжні позиції учасників ЄВС вже не мають принципового глобального значення. Це опосередковано вплинуло на послаблення німецького експортного фактора в процесах компенсування платіжних диспозицій гео економічних центрів. Приймаючи до уваги консервативну монетарну політику ЄЦБ та наявність фіскальних рестрикцій економіка ЄВС стає більш збалансованою загалом, внаслідок чого поточний рахунок не має чіткої тенденції до руху чи то в бік дефіциту, чи то в бік профіциту навіть у середньостроковій перспективі. За рахунок цього створюються передумови для того, що значення зони євро як домінуючої складової глобальної платіжної кореспонденції суттєво послаблюється;

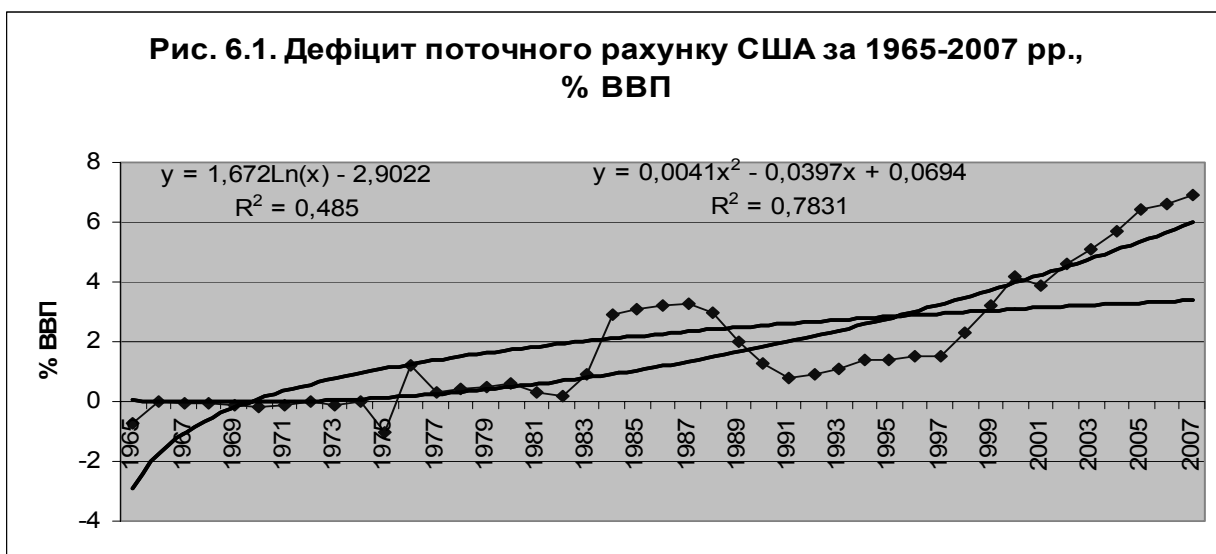
- різким зростанням цін на первинні ресурси, особливо на енергоносії, що перетворило відповідні країни в системні експортери капіталу за рахунок довготривалої тенденції до перевищення вартості сировинного експорту над імпортом. Якщо досвід 1980-х років показує, що вслід за різким зростанням профіциту платіжних балансів нафтоекспортерів внаслідок стрибків цін на нафту у 1970-х роках слідує поступова протилежна тенденція, викликана збільшенням інвестиційного та споживчого попиту, то сучасний стан зростання цін на енергоресурси демонструє іншу тенденцію. Процес реверсу платіжного балансу затримується внаслідок актуальності як внутрішніх факторів (небажання

ревальвувати валюти), так і зовнішніх (збереження значного дефіциту в інших регіонах світу);

- в сучасній економіці різко зросло значення великих країн з ринками, що виникають, – Китаю, Індії, Росії, Бразилії, Мексики тощо. Концентрований вираз їхніх платіжних позицій має глобальні наслідки безвідносно до того, чи підсумковий баланс нульовий, чи рухається в певному напрямку.

Проте найбільш суттєвою рисою сучасної моделі глобальних платіжних контрпозицій є те, що в сукупності платіжний дефіцит США не може бути компенсований профіцитом жодної країни чи групи країн окремо. Тільки розвинуті країни із рештою світу разом можуть перекрити дефіцит поточного рахунку США. Це породжує характерну рису функціонування сучасної глобальної економіки, коли найбільша її складова стає і найбільш нерівноважною.

Зовнішня нерівновага американської економіки саме в останнє десятиліття має яскраву тенденцію до посилення (рис. 6.1.).



Джерело: Salvatore D. International Economics. – New Jersey: Prentice Hall, 1998. – 766 p.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2007. – 270 p.

Так, упродовж 1965–1975 рр. поточний рахунок був близький до довгострокової рівноваги, а з моменту різкого зростання вартості долара на початку 1980-х, коли ФРС перейшла до жорсткої антиінфляційної політики, а рейганівські фіскальні дефіцити посилились, платіжний дефіцит США перетворився на хронічний. Його послаблення наприкінці 1980-х обумовлено протилежною динамікою курсу долара, що відображає домінування внутрішніх макроекономічних факторів у поведінці поточного рахунку. Однак вже після 1991 р. зовнішній дисбаланс починає

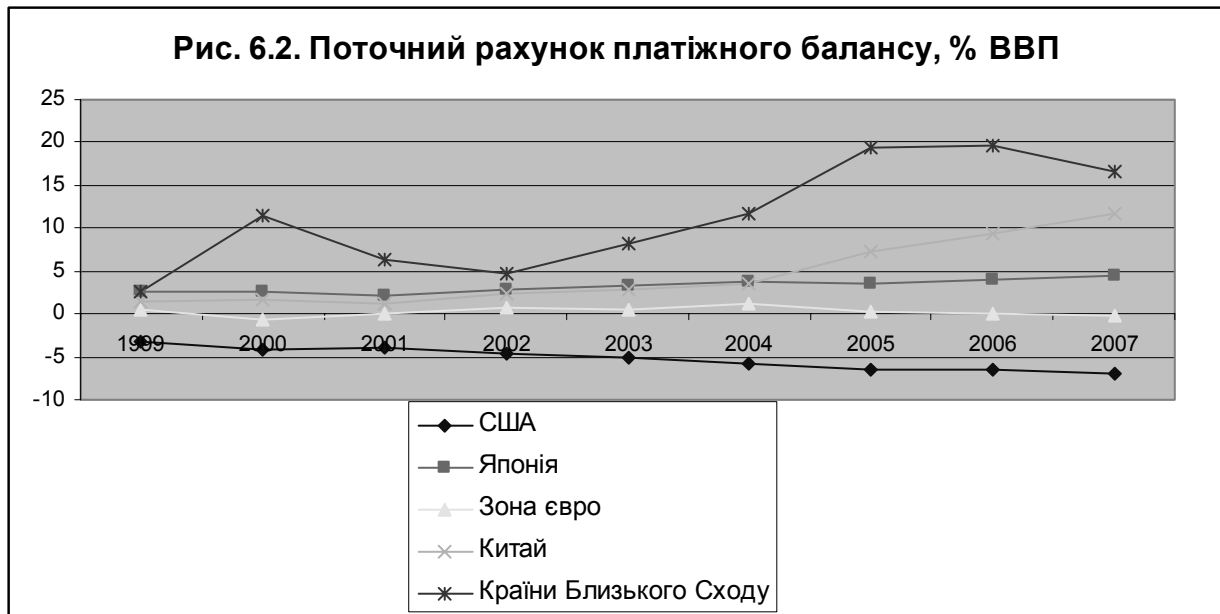
поступово посилюватись, а після азійської кризи – загострюватись, стрімко зростаючи у 2000-х роках.

Як видно з рис. 6.1., апроксимація довгострокової функції динаміки поточного рахунку до ВВП демонструє появу загрозливих тенденцій. Апроксимація з допомогою логарифмічної функції дозволяє побачити, як американський платіжний дефіцит породжує своєрідне «доларове нависання» в глобальній економіці, оскільки сам дефіцит покривається за рахунок збільшення доларових активів у глобальних портфелях, що так чи інакше підтягує за собою масштаби доларового обігу в готівковій чи безготівковій формі. При цьому посилення нерівноваги поточного рахунку припадає на період після азійської кризи, коли фактичні значення функції суттєво перевищують апроксимований довгостроковий тренд. Незважаючи на відносно невелике значення показника щільності зв'язку, ця функція згладжування чітко засвідчує, що траєкторія стану поточного рахунку структурна. Апроксимація з допомогою поліноміальної функції демонструє більш щільний зв'язок і дає можливість побачити іншу тенденцію. В довгостроковому періоді тренд близький до експоненціального. Принаймні він стає таким за період з кінця 1990-х років, при цьому фактичне значення тренду з 2002 року все одно перевищує згладжені довгострокові значення. Таке систематичне примноження нерівноважного стану платіжного балансу породжує якісно нові уявлення про характер та вимір глобальної фінансової стабільності.

В основі таких нових якостей перебуває еkleктична домінанта різнопланових детермінант, які набагато більше актуалізуються саме в новому глобальному макрофінансовому контексті, порівняно з тривалим повоєнним періодом, коли на першому плані були чинники макроекономічної політики і, відповідно, тенденції у сфері сукупного попиту. Зокрема те, що поглиблення зовнішнього дефіциту американської економіки відбувається безвідносно до внутрішнього циклу та характеру макроекономічної політики, демонструє процес виходу на передній план глобальних факторів його детермінації. Як наслідок, фактори макроекономічної політики, що діють у напрямку дисбалансу, скоріше уможливлуються завдяки глобальному оточенню, ніж відіграють самостійну роль. У цьому криється парадокс найбільшої економіки світу, коли її політика, навіть якщо вона і суперечить логіці збалансованого економічного зростання, знаходить сприятливе середовище для реалізації

завдяки широкому набору детермінант, пов'язаних із експлуатацією статусу долара та можливостей фінансового ринку в нових глобальних умовах.

Структурний характер платіжного дефіциту економіки США був би неможливий без генерування в глобальній економіці компенсуючої сили у вигляді нерівноваги платіжних балансів у бік надлишку. Це демонструють табл. 6.2.–6.3. та рис. 6.2.



Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2007. – 270 p.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – 230 p.

Рис. 6.2. свідчить про те, що глобальна економіка стає більше нерівноважною і це обумовлено найбільшою мірою станом платіжних балансів США, країн Азії та країн нафтоекспортерів. Зокрема, дефіцит США та профіцит Китаю є своєрідними відображеннями один одного, надлишок поточного рахунку Японії та країн експортерів нафти також загалом зростає, тоді як платіжна позиція Європи практично повністю випадає з глобальної кореспонденції завдяки відносній зовнішній збалансованості зони євро. Особливо потрібно наголосити на зростаючій ролі Китаю в системі глобальних фінансових дисбалансів. Наприклад, якщо платіжний профіцит Японії з 1995 р. по 2006 р. зріс з 111 млрд. дол. США до 170 млрд., то Китаю – з 2 млрд. до 239 млрд. Враховуючи майже дзеркальне відображення платіжних контрпозицій США та Китайської республіки, можна побачити, що частка профіциту другого як дефіциту перших постійно зростає, випереджаючи Японію, яка має відносно стаціонарні обсяги профіциту поточного рахунку. Так, у 1995 р.

платіжний профіцит Китаю як частка дефіциту США становив 1,8%, у 2000 – 5,1%, у 2002 – 7,4%, а у 2006 – 27,9%³⁸⁷.

Масштаби нерівноважності платіжних позицій у глобальній економіці продовжують прогресувати. Як видно з табл. 6.3., значення розбалансованості поточного рахунка найбільш суттєвих гравців в системі глобальної платіжної кореспонденції посилюється.

Таблиця 6.3.

Платіжні позиції як % глобального ВВП

	2001	2006
Дефіцит поточного рахунка США	1,24	1,68
Профіцит поточного рахунка Японії	0,39	0,35
Профіцит поточного рахунка Китаю	0,11	0,50
Профіцит поточного рахунка країн Азії (без Японії)	0,12	0,58
Профіцит поточного рахунка країн експортерів нафти	0,27	0,88

Обраховано за: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – 230 p.; Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – 350 p.; Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 21.

Співвідношення між зовнішнім дефіцитом США та глобальним ВВП на 2001 рік становило 1,24% і на 2006 р. збільшилось на 0,44%. При цьому, значення цього показника Китаю та країн Азії загалом зросло майже у 5 разів, а країн експортерів нафти – у майже 3 рази, і тільки Японії незначно зменшилось.

Це говорить про те, що платіжні позиції окремих країн чи їх груп, які перевищують або сягають 0,5–1% глобального ВВП, запускають в дію нові механізми функціонування глобальних макрофінансових процесів та підтримання глобальної фінансової стабільності, коли будь-які зрушення у цій сфері матимуть надзвичайно суттєві зовнішні наслідки. Важливою рисою цього явища є те, що кожна зі складових глобального врівноваження платіжних позицій дедалі більше починає виконувати роль самостійного елемента. Взаємодія з іншими елементами не зменшує значення кожного з них окремо, а, навпаки, підкреслює його значення. Як наслідок, зростає значимість певних унікальних рис кожного такого елемента. Якщо з такої точки зору подивитись на глобальну економіку, то можна побачити, що поточна конфігурація глобальних платіжних позицій визначається: роллю долара США як ключової валюти та привабливістю

³⁸⁷ Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 21.

американських активів; тривалим зростанням цін на нафту, що робить платіжні баланси нафтоекспортерів профіцитними; намаганнями країн з ринками, що виникають, підтримувати саме профіцитні платіжні баланси. В сукупності це породжує тенденцію структурної взаємообумовленості між винятковою позицією долара та фінансової системи США, з одного боку, та перетворенням більшості країн з ринками, що виникають, у експортерів капіталу, з іншого, коли курс долара не може виконати місію корекції дефіциту США через те, що вивезені капітали спрямовуються на розвинуті ринки, а надлишок платіжного балансу решти світу впливає з небажання підвищувати курс щодо долара. Ця ситуація потребує додаткового розгляду.

Ключові валюти і проблеми асиметричної конкуренції між долларом та євро

Розпад Бреттон-вудської системи перетворив сферу обігу валют на конкурентний плацдарм за виконання ролі ключових у світі. Такий монетарний лесеферизм сформувався саме з початку 1970-х років, коли плаваючі курси загострили значення якостей макроекономічної політики та структурних характеристик центрів емісії таких валют. Золота основа обігу суттєво звужувала набір можливих критеріїв конкуренції, ставлячи на перше місце надійність, глибину та ліквідність фінансового ринку. Те, що монетарна політика повинна була здійснюватись згідно з відповідними правилами гри, було само собою зрозумілим, що призвело до виникнення періоду домінування британського фунта з кінця XIX ст. до середини XX ст., на зміну якому прийшов долар США, значення якого було дещо послаблено німецькою маркою та японською єною³⁸⁸. Втім, існують певні передумови для того, що безвідносно до характеру грошового обігу монетарний лесеферизм розвиватиметься на об'єктивному підґрунті. По-перше, заміщення золота на авуари у валюті підвищує гнучкість в управлінні ліквідністю і, певною мірою, дозволяє зробити монетарну політику більш гнучкою. По-суті, збільшення значення авуарів у структурі резервів опосередковано дозволяло послаблювати жорсткі рамкові умови функціонування золотого стандарту. По-друге, авуари приносили процентні доходи. По-третє, розвиток міжнародних трансакцій актуалізує

³⁸⁸ Детальніше аналіз поняття монетарного лесеферизму та історичних аспектів еволюції світових валют див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – 512 с.

появу ефекту мережі. Цей аргумент особливо активно почав дебатуватись після Другої світової війни, коли конфлікт цілей між жорсткою монетарною політикою ФРС та експансією глобальної ліквідності міг спровокувати кризу в розвитку системи вільної торгівлі та поступового відновлення фінансової інтеграції. Зміст цього ефекту зводиться до того, що за зростаючого обсягу закордонних трансакцій використання певної валюти відносно загального еквівалента вигідніше, порівняно з постійним підтриманням мультивалютних залишків у кожного з учасників трансакцій для успішного міжнародного клірингу. Ринки валют відрізняються за ступенем глибини та ліквідності, а тому застосування усіх валют одразу в системі врегулювання зовнішніх вимог та зобов'язань призводить до прямих втрат добробуту³⁸⁹. Зміна структури валютних резервів, як це демонструє табл. 6.1., повністю доводить цю тезу, і, як зазначалось, стає відправним пунктом актуалізації конкуренції за виконання ролі ключової валюти.

Ускладнення структури світового господарства, процеси глобалізації та запровадження євро позначились на тому, що конкуренція за виконання ролі ключової валюти почала враховувати ширшу палітру критеріїв. Це позначилось і на ускладненні теоретичних поглядів на цю проблему. Зокрема, окрім традиційного аналізу з позиції функціонування міжнародної фінансової системи, додаються мікроекономічні підходи щодо фінансових аспектів ефективно портфельної диверсифікації, вибору валюти для торговельних трансакцій, а також більш загальні теоретизування проблеми визначення валюти, у якій здійснюється міжнародна торгівля та номінуються ціни на товари, якими торгують на світових ринках³⁹⁰. Втім, домінування долара та євро в структурі глобальних трансакцій залишається провідною причиною прискіпливої уваги саме щодо них (табл. 6.4.). Тут необхідно зазначити, що в глобальному обігу валютних ринків саме на долар/євро припадає близько 30%. Наприклад, у 1998 р. обсяг середньоденного обігу валютного ринку по парі долар/німецька марка/євро становив 290 млрд. дол. США, що становило 20% глобального обігу, у 2001 р., відповідно, 354 млрд. та 30%,

³⁸⁹ Як не дивно, але чи не вперше цей погляд був формально доведений японськими економістами набагато пізніше, ніж ця ідея знайшла практичне застосування. Див.: Kiyotaki N., Matsuyama K., Matsui A. *Toward a Theory of International Currency // Review of Economic Studies*. – 1992. – № 60. – P. 283–307.

³⁹⁰ Детальніше див.: Cohen B. *Currency Choice in International Bond Issuance // BIS Quarterly Review*. – 2005. – June. – P. 53–66.; Kamps A. *The Euro as Invoicing Currency in International Trade // ECB Working Paper*. – 2006. – № 665. – P. 3–57. Детальніший аналіз цих теоретичних підходів див.: 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.

у 2004 – 501 млрд. та 28%, у 2007 – 840 млрд. та 27%. При цьому, аналогічні дані щодо пари долар/єна становили, відповідно, 256 млрд. та 18%, 231 млрд. та 20%, 296 млрд. та 17%, 397 млрд. та 13%. Дещо нижче значення обсягів та питомої ваги операцій по парі долар/британський фунт, а ось значення долар щодо решти валют суттєво зросло і становило відповідно, 164 млрд. та 11%, 189 млрд. та 16%, 286 млрд. та 16%, 572 млрд. та 19%³⁹¹.

Таблиця 6.4.

Критерії світової валюти в екстраполяції на долар США та євро: антропний підхід

Економіст	Критерій	Характеристика
Фред Бергстен, Роберт Манделл	Значні масштаби економіки, довіра до валюти, політична стабільність	Економіки США та ЄВС співмірні 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 у напрямку від долара до євро.
Беррі Ейченгрін	Ефект диверсифікації	Висока волатильність долара відносно інших валют та флуктуації ділового циклу в США можуть спонукати інвесторів до перегляду своїх преференцій від долара до євро.
Пітер Кенен	Розвинутий фінансовий ринок та структура валютних операцій, ефекти мережі	Запровадження євро не змінює тенденцій до домінування долара, оскільки абсолютна більшість крос-курсів визначаються з його допомогою. “Вихід” з долара повною мірою не вигідний, оскільки обмежує операції з іншими валютами, наприклад, з тими, які прямо не котируються щодо євро
Річард Купер	Ліквідність фінансового ринку	Висока ліквідність фінансового ринку приваблива 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 мережі	Чим довше використовуються валюта за певний період часу та чим у ширшому колі транзакцій вона використовується, тим більшою мірою з’являються зовнішні ефекти мережі, які відображають стійкий попит на таку валюту. До зовнішніх ефектів мережі належать, 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.

³⁹¹ Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market. – BIS: 2007. – P. 8.

Продовження табл. 6.4.

Рональд МакКіннон	Інші ефекти мережі. Ефект номінального якоря	Світовою валютою є та, яка виконує роль номінального якоря для третіх країн, а в номінальний якір вона перетворюється, якщо в країні-емітенті підтримується стабільність цін. Використання валюти в якості інтервенційної та резервної автоматично означає набуття нею статусу номінального якоря. Це породжує два ефекти: А) через номінальний якір здійснюється ув'язка валютного курсу та внутрішніх цін; Б) 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. <i>conflicted virtue</i>)), позичатимуть у світовій валюті. Домінуюча роль долара тут обумовлена тим, що такими країнами є Японія та Китай, які позичаючи в доларах закордон, мають внутрішні зобов'язання у власній валюті, через що тяжіють до запобігання ревальвації щодо долара з метою уникнення погіршення стану у фінансовому секторі.
-------------------	--	--

Згруповано за: 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. – Р. 10–14.; Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293–328.; Cooper R. Key Currencies after the Euro. – 1997. // www.post.economics.harvard.edu; Eichengreen B. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect // IMF Working Paper. – 2000. – wp/00/131. // www.imf.org; McKinnon R. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? // www.stanford.edu.

Що ж до проблеми асиметричної конкуренції між долларом та євро, то можна побачити наступні явища.

Відмінність значень масштабів економіки та валютної структури глобальних трансакцій. Значення американського ВВП та експорту як частка глобального виробництва та експорту впродовж 2006 р. знижується, поступово тягнучи за собою навіть деяке зниження питомої ваги фінансового ринку та фінансових активів у глобальних обсягах. Однак значення останніх продовжує суттєво перевищувати попередні два індикатори. На відміну від цього, значення ЄС/ЄВС поступово зростає, співвідношення між часткою фізичної та фінансової економіки Європи у глобальних індикаторах приблизно однакове. Значення Японії також продовжує знижуватись. (табл. 6.5.).

Таблиця 6.5.

Масштаби провідних гео економічних центрів

	США	ЄС	Зона євро	Японія	Світ
2002 рік					
ВВП, млрд. дол. США	10446,3	8652,8	6672,9	3992,9	32163,7
ВВП, %	32,5	26,9	20,7	12,4	100

Продовження табл. 6.5.

Капіталізація ринку акцій, млрд. дол. США	11055,6	5524,0	3467,5	2069,3	22077,4
Капіталізація ринку акцій, %	50,1	25,0	15,7	9,4	100
Облігації, акції та банківські активи, млрд. дол. США	53199,4	52840,1	39438,2	24423,0	150437,5
Облігації, акції та банківські активи, %	35,4	35,1	26,2	16,2	100
Частка у світовому експорті, % (2003 р.)	11,1	-	32,0	5,7	100
2004 рік					
ВВП, млрд. дол. США	11734,3	12271,1	9550,1	4671,2	40890,5
ВВП, %	28,7	30,0	23,4	11,4	100
Капіталізація ринку акцій, млрд. дол. США	16323,5	9270,3	5873,0	5844,7	37168,4
Капіталізація ринку акцій, %	43,9	24,9	15,8	17,7	100
Облігації, акції та банківські активи, млрд. дол. США	46672,7	50678,0	37,978,8	22247,3	144708,5
Облігації, акції та банківські активи, %	32,6	35,0	26,2	15,7	100
Частка у світовому експорті, %	10,1	-	29,5	5,3	100
2006 рік					
ВВП, млрд. дол. США	13194,7	13644,4	10588,9	4366,2	48204,4
ВВП, %	27,3	28,3	21,96	9,1	100
Капіталізація ринку акцій, млрд. дол. США	19569,0	13068,8	8419,1	4795,8	50826,6
Капіталізація ринку акцій, %	38,5	25,7	16,6	9,4	100
Облігації, акції та банківські активи, млрд. дол. США	56509,4	72913,5	53268,8	19930,5	190421,5
Облігації, акції та банківські активи, %	29,7	38,3	27,97	10,6	100
Частка у світовому експорті, %	9,8	-	28,7	5,0	100

Джерело: Global Financial Stability Report. – IMF. – Washington D.C. – 2003. – P. 143.; Global Financial Stability Report. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 171.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2004. – P. 174.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2006. – P. 170.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P. 209.; Global Financial Stability Report. – IMF. – Washington D.C. – 2007. – P. 139.

Однак, якщо подивитись на структуру міжнародних трансакцій, то можна побачити невідповідне домінування долара над євро, навіть якщо значення останнього по окремих операціях зростає. З табл. 6.6. видно, що долар домінує: у структурі обігу валютного ринку, що відповідає такому критерію ключової валюти як ефект мережі; у структурі інвестиційних операцій, що впливає з домінування фінансового сектора США, який створює своєрідне гравітаційне поле для трансакцій, деномінованих у долари; у структурі деномінації валютних резервів. Останнє обумовлено такими факторами, як масштаби доларового блоку, глибина та ліквідність

американського ринку інструментів з фіксованим доходом, збереженням за долларом статусу валюти, в якій котируються первинні ресурси тощо. Євро ж починає домінувати як валюта формування пасивів, чому є інші підтвердження³⁹². Втім, можна побачити чітку картину: значення долара у валютній структурі глобальних трансакцій знижується незначно, порівняно з швидшим зниженням частки американської фізичної та фінансової економіки в глобальних масштабах, внаслідок чого відбувається відносно зростання значення долара; протилежно актуально для євро, коли частка євро у валютній структурі глобальних трансакцій здебільшого тільки наздоганяє питому вагу європейської фізичної та фінансової економіки в глобальних показниках, окрім випадку валюти запозичень.

Таблиця 6.6.

Валютна структура глобальних фінансових трансакцій, %

	1998	2000/2001	2004	2006/2007
Оборот на валютних ринках, разом 200%				
Долар США	87,3	90,3	88,7	86,3
DM/євро	30,1	37,6	37,2	37,0
Єна	20,2	22,7	20,3	16,5
Частка у приватних інвестиційних портфелях				
Долар США	47,0	45,8	45,5	-
DM/євро	28,0	29,0	31,0	-
Єна	9,0	16,3	15,5	-
Частка у глобальних облігаційних випусках				
Долар США	51,0	46,5	40,5	-
DM/євро	28,0	34,0	44,7	-
Єна	6,0	7,6	3,6	-
Частка в глобальних валютних резервах				
Долар США	69,4	71,5	65,8	64,7
DM/євро	13,8	19,2	24,9	25,8
Єна	6,2	5,1	3,9	3,2
Частка у валютних резервах розвинутих країн				
Долар США	67,6	72,7	71,5	71,9
DM/євро	13,4	17,9	20,8	20,4
Єна	6,9	5,5	3,6	3,5
Частка у валютних резервах країн решти світу				
Долар США	71,2	70,2	60,2	59,7
DM/євро	14,3	20,5	29,0	29,6
Єна	5,6	4,6	4,1	2,9

Джерело: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market. – BIS: 2007. – P. 7.; IMF Annual Report. 2007. – Wash., D.C.: IMF, 2007. – P. 3.; Олейнов А. Валютная структура международных экономических отношений в начале XXI века // Вопросы экономики. – 2005. – № 4. – С. 44–48.

³⁹² Cohen B. Currency Choice in International Bond Issuance // BIS Quarterly Review. – 2005. – June. – P. 53–66.

Функціональний поділ на валюту інвестицій та валюту запозичень³⁹³. Розрив у валютній структурі глобальних активних та пасивних операцій демонструє появу тенденції, коли відбувається функціональний поділ валют на ті, у яких фінансові агенти тяжіють обслуговувати глобальні інвестиції, та ті, в яких тяжіють формувати боргові зобов'язання. Це явище має монетарну природу, оскільки процентні диференціали утворюються відповідно до параметрів функції реакції центральних банків, внаслідок чого формуються ті чи інші очікування поведінки ставок грошового ринку та валютних курсів. На ринкові очікування, пов'язані з цим функціональним поділом, реалізується вплив через три канали.

Перший канал. В основу побудови цього 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 більш жваву 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 низькі, має нижчі процентні ставки, мляву капіталізацію ринків, що робить її валюту привабливою для формування пасивів. Екстраполяція цього на США та ЄВС підтверджує цю 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 цьому випадку хеджування забезпечує можливості для функціонального поділу ролей провідних валют, що в сукупності призводить до появи сприятливих алокаційних ефектів у глобальній економіці загалом. Висока інвестиційна активність в одному

³⁹³ Детальніше про це та про наслідки, які стосуються глобальної фінансової системи, див.: Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники і посібники, 2007. – С. 90–91. З початку наголос робився на циклічній асинхронності, однак необхідно наголосити не стільки на відмінних рівнях процентних ставок внаслідок відмінних фаз ділових циклів, скільки на характері реакції центробанків на макроекономічні процеси. Див.: 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.

геоекономічному центрі через торговельні та інвестиційні канали позитивно впливає на пожвавлення економічної ситуації в іншому, а це позитивно відображається на країнах периферії, оскільки розширюються ринки збуту їх продукції тощо. Ризиком цієї ситуації є консервація рецесії в центрі-емітенті валюти, що обслуговує формування пасивів, оскільки приплив капіталів скеровується до центру-емітента валюти, що обслуговує інвестиції. Саме тому ЄВС стикається з проблемами підвищення гнучкості економіки та конкурентійності, оскільки від цього залежать можливості розширення функціональних ролей євро у сфері глобальних фінансів.

Другий канал. Він враховує те, що функціональний поділ валют на ті, в 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 навпаки³⁹⁴. Відмінна реакція центробанків на коливання інфляції та ВВП (безробіття) та, відповідно, відмінні флуктуації ділових циклів створюють ситуацію, коли більш активістський 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 пожвавлення інвестицій. Тоді як більш консервативний центробанк опиняється у протилежній ситуації. Його більш жорстке 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

³⁹⁴ Ми доводимо це емпірично на прикладі аналізу варіативності інфляції та безробіття у США та зоні євро, коли вищий рівень варіації інфляції супроводжується і вищою варіацією безробіття, а не навпаки, як то передбачає неокейнсіанська монетарна теорія. З цього випливає, що більш м'яка монетарна політика не має суттєвих переваг перед більш жорсткою, навпаки, вона розхитує діловий цикл, що яскраво доводять дані по американській та європейській економіці. Див.: Козюк В. В. Політика Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку: порівняння з позиції сучасної монетарної теорії та проблем глобалізації // Економічна теорія. – 2007. – № 1. – С. 65–75.

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 флюктуюче зростання не сприймається як суттєвий ризик для інвестицій, і валюта країни з такою циклічною поведінкою стає валютою інвестицій. Наявність більш активістського та більш консервативного центральних банків серед провідних у глобальній економіці через систему сформованих очікувань економічних агентів перетворюється на структурний фактор розподілу ролей щодо валют, емітентами яких виступають такі монетарні органи. Отже, можна узагальнити, що валюта більш активістського центробанку тяжіє до того, щоби бути валютою інвестицій, а більш консервативного – валютою формування пасивів.

Третій канал. Його зміст у тому, що більш активістський центробанк, політика якого може розхитувати діловий цикл, у глобальному оточенні наражає економіку на вищий рівень зовнішньої нерівноваги, порівняно з більш консервативним центробанком. Така закономірність впливає і з більш нейтральної монетарної політики як такої, і з того, що в короткостроковому періоді відкрита економіка не може суттєво змінити величину природного рівня завантаження виробничих потужностей з огляду на рестрикції, які на неї накладаються спеціалізацією чи спеціалізацією країн-контрагентів. З цих міркувань, більш нерівноважна країна у першому випадку розглядатиметься з точки зору очікуваного процесу корекції зовнішньої нерівноваги, характер та масштаби чого важко передбачити. Це і спонукає до того, щоби звернути увагу на валюту більш збалансованої економіки, корекція якої не відбуватиметься в значних масштабах, що робить поведінку валютного курсу більш прогнозованою, отже більш прийнятною для формування пасивів.

Втім, з точки зору динаміки глобальних дисбалансів такий функціональний поділ досить ризиковий для глобальної фінансової стабільності, особливо тоді, коли активізується третій з розглянутих трьох каналів. Будь-які покращення кон'юнктури на фондовому ринку або сигнали щодо таких перспектив одразу призводять до зміщення у бік долара, внаслідок чого підвищується поточна курсова волатильність, а корекція платіжного балансу США відкладається у зв'язку з відновленням припливу капіталу чи зростанням попиту на активи, деноміновані в

доларах. Глобальні низькі процентні ставки не завжди розширюють перспективи євро, оскільки можуть послаблювати позитивні наслідки для формування запозичень у валюті, що емітується консервативним центральним банком. Так само важливе ставлення до ризику. У випадку схильності до нього, валюта інвестицій буде користуватися вищим попитом, заохочуючи розкручування спіралі дисбалансів, тоді як протилежне може призвести до завищеного короткострокового попиту на валюту більш консервативного центробанку, наражаючи його на проблему підтримання глобальної конкурентоспроможності своєї економіки.

Зовнішні наслідки ставлення до ризику можуть, однак, не до кінця активізувати процес корекції дисбалансів, зважаючи на те, що американська економіка як корпорація має відмінне домашнє зміщення щодо операцій з фіксованим доходом та операцій з корпоративними інструментами. За рахунок цього, запущений в дію валютно-курсний механізм корекції платіжного балансу буде пробуксовувати. Непересічна роль американської фінансової системи у сегментації глобального ринку дозволяє притягувати капітал, який потім інвестується по всьому світу. Через це транзитне інвестування в економіку США задля ефективнішої глобальної алокації ресурсів відповідно до різнопланових преференцій посилює статус долара як валюти інвестицій, завищуючи його курс та гальмуючи корекцію дефіциту поточного рахунку США.

Обмежений позитивний ефект диверсифікації у євро за рахунок домінування доларового блоку. Розширення палітри аналізу за рахунок деномінації валютних резервів, водночас, свідчить, що сфера глобальних фінансових операцій з функціональним поділом ролей між долларом та євро достатньо відмінна від сфери офіційних операцій, пов'язаних із формуванням зовнішніх активів центральних банків. Як свідчать дані табл. 6.6.–6.7., спостерігається яскраво виражене домінування долара у деномінації глобальних валютних резервів. Попри відчутний диверсифікаційний ефект у цій сфері на користь євро, частка доларів США у понад 60% у валютній структурі зовнішніх активів монетарних органів суттєво перевищує частку США у глобальному ВВП, експорті та фінансових активах.

Таблиця 6.7.

Диверсифікація валютної структури глобальних валютних резервів

	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
DM/Євро	13,8	18,4	23,9	25,0	24,4
Країни доларового блоку, за винятком 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
DM/Євро	6,7	13,7	17,8	18,3	17,7
Країни блоку євро, за винятком 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
DM/Євро	35,6	48,1	58,3	57,8	57,4

Джерело: 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. 17–19.

Аналізуючи дані у табл. 6.6.–6.7., можна побачити, позитивний диверсифікаційний ефект, що сприяє посиленню ролі євро у глобальних фінансових та монетарних процесах. Так, найбільшою мірою диверсифікуються валютні резерви країн, що розвиваються, – у них як в групі частка долара суттєво знижується, а євро зростає. Приймаючи до уваги, що саме для цих країн характерний винятковий внесок у зростання глобальних валютних резервів, обсяги зовнішніх активів центробанків, деномінованих у європейській валюті суттєво збільшились. Але потрібно визнати, що ефект диверсифікації на користь євро досить обмежений. По-перше, він стосується загального підвищення частки євро у деномінації валютних резервів у світі та в доларовому блоці зокрема, тоді як частка долара у відповідних показниках суттєво не зазнала змін, хоч зменшилась. По-друге, відносний масштаб доларового та євроблоків демонструє те, що яким би не був ефект диверсифікації (а він обмежений), фізичне домінування блоку долара призводить до суттєвого зростання ролі цієї валюти у формуванні глобальних зовнішніх активів центральних банків.

Проблема трансмісії шоків грошового ринку. З домінування долара у глобальних валютних резервах та панівного статусу фінансової системи США у глобальних фінансових процесах впливає і більш суттєве значення для глобальної економіки коливання доларових

процентних ставок, порівняно зі ставками по євро. Так, незважаючи не співмірні фізичні обсяги економік США та зони євро, залежність ставок по активах, деномінованих у єдину європейську валюту, від ставок по долару вища, ніж навпаки. Так само, ставки по євро істотніше реагують на сигнали, що пов'язані зі станом грошового ринку США, ніж ставки в останніх реагують на сигнали із євроленду³⁹⁵.

Більші масштаби доларового блоку відіграють тут суттєву гравітаційну роль, коли події на американському грошовому ринку в проекції на глобальний резонанс наче підсилюються завдяки тому, що до долара прив'язано набагато більше країн, ніж до євро. Саме тому, кореляції ставок країн з ринками, що виникають, більш щільні з долларом, ніж з євро, навіть незалежно від режиму валютного курсу³⁹⁶. Це є опосередкованим доказом того, що більшість країн, сповідуючи принципи “страху перед плаванням”, підтримують більш фіксовані курси щодо долара та імпортують коливання ставок по ньому, на відміну від ситуації, яка мала би впливати з офіційних гнучких курсових режимів. Відповідно складна система деривативів дає змогу прив'язувати ставки країн периферії до ключової світової валюти безвідносно до характеру режиму валютних курсів, що говорить про відносні вигоди плаваючих режимів з точки зору ізоляції від глобальних шоків грошового ринку³⁹⁷. В умовах, коли глобальні процентні ставки визначають вірогідність настання фінансових криз та швидкість відновлення після їх настання³⁹⁸, а також справляють більш істотний вплив на потоки капіталу та швидкість зростання ВВП, ніж міжнародна торгівля³⁹⁹, їх чутливість до політики ФРС створює передумови для невиправданого зміщення у бік монетарної взаємозалежності, порівняно з фізичною.

Глобальна чутливість до шоків грошового ринку США не ґрунтується на рівні двосторонньої економічної інтеграції з американською економікою, а обумовлюється ступенем інтеграції з

³⁹⁵ 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.

³⁹⁶ 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.

³⁹⁷ Fratzscher M. The Euro Bloc, The Dollar Bloc and The Yen Bloc: How Much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World // ECB Working Paper Series. – 2002. – № 154. – P. 5–43.

³⁹⁸ Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. – 2001. – № 8634. – P. 1–108.

³⁹⁹ Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. – NBER Working Papers. – 2001. – № 8535. – P. 1–52.

глобальною економікою загалом, як показують М. Ехрман та М. Фратзшер. Чим більш країна відкрита глобальним торговельним та фінансовим потокам, тим більше вона чутлива до наслідків політики ФРС. Вони констатують, що підвищення ФРС процентних ставок на 100 базисних пунктів в рамках реалізації більш жорсткої політики призводить до падіння доходів по акціях на 3,8% по глобальній економіці. Якщо ринки акцій Китаю, Індії та Малайзії майже не реагують на зміни ставок у США, то ринки акцій Гонконгу, Індонезії, Кореї, Туреччини, Австралії, Канади, Фінляндії та Швеції реагують більш як 10% змінами в доходностях відповідно до указаних змін ставки ФРС. Щодо секторної варіативності в реакціях на політику ФРС, то найменше на це реагують доходності у секторі послуг, а найбільшою мірою секторах, пов'язаних з інформаційними технологіями⁴⁰⁰. Якщо двосторонні зв'язки не є визначальними факторами, то це говорить про наявність якісно відмінного механізму глобальної трансмісії шоків. Те, що тут набагато більшого значення набуває ступінь інтеграції з глобальною економікою загалом, впливає з синергічного ефекту, який породжується сукупностями окремих прив'язок значної кількості країн до долара та його домінування в структурі глобальних валютних резервів, а в ширшому розумінні – посиленням глобально-центричних макрофінансових процесів.

Платіжний дефіцит США та попит на американські активи

Посилення зовнішнього дисбалансу американської економіки супроводжується зростаючим значенням цінних паперів, емітованих у США, в глобальних портфелях. З теоретичної точки зору, країна, в якій є дефіцит поточного рахунка зіткнеться з проблемою його фінансування, внаслідок чого зростання попиту на її активи повинно обмежитись. Втім, дані по припливу капіталів до США демонструють протилежну картину. За останні 15 років у загальному спостерігається перевищення обсягів припливу капіталу над величиною дефіциту платіжного балансу. Так, у 1991 р. воно становило 1,7% американського ВВП, у 1992 – 1%, у 1993 – 1,2%, у 1994 – 1,8%, у 1995 – 1,5%, у 1996 – 2,1%, у 1997 – 0,8%, у 2000 – 1%, у 2001 – 0,1%, у 2002 – 0,9%, у 2003 – 1,5%, у 2004 – 0,3%, у 2005 – 0,5%, і тільки у 1998 р. величина дефіциту перевищувала обсяги припливу капіталів на 0,7% американського ВВП та у 1999 р. – на 0,4%⁴⁰¹.

⁴⁰⁰ Ehrmen M., Fratzscher M. Global Financial Transmissions of Monetary Policy Shocks // ECB Working Papers. — 2006. — № 616. — P. 5–53.

⁴⁰¹ Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/160. — P. 4.

Зростаючі обсяги припливу закордонного капіталу призводять до суттєвого збільшення частки американських активів, що належать закордону. Як видно з табл. 6.8., зростання фізичних обсягів фінансових активів США усіх категорій, що перебувають в обігу за останні 20 років, супроводжується збільшенням частки їхнього закордонного володіння.

Таблиця 6.8.

Експансія фінансових активів США та закордонне володіння ними

	1984	1989	1994	2000	2002	2004	2006
Акції, млрд. дол. США							
Випуск	2131	4638	7767	24703	17904	20779	22041
Закордонне володіння	105	275	398	1709	1395	1564	2144
%	4,9	5,9	5,1	6,9	7,8	9,3	9,7
Боргові папери казначейства, млрд. дол. США							
Випуск	873	1515	2392	2508	2230	2809	3093
Закордонне володіння	118	333	464	884	908	1116	1599
%	13,5	22,0	19,4	35,2	40,7	45,5	51,7
Цінні папери агентств уряду США, млрд. дол. США							
Випуск	507	1167	1982	3575	4830	5527	5591
Закордонне володіння	13	48	107	261	492	619	791
%	2,6	4,1	5,4	7,3	10,2	11,2	14,1
Корпоративні та інші борги, млрд. дол. США							
Випуск	1305	2599	3556	5713	7205	8384	8858
Закордонне володіння	32	191	276	703	1130	1455	1729
%	2,5	7,3	7,8	12,3	15,7	17,6	19,5
Разом, млрд. дол. США							
Випуск	4682	9904	15700	36583	32169	37499	39583
Закордонне володіння	268	847	1244	3558	3926	5431	6262
%	5,7	8,6	7,9	9,7	12,2	14,5	15,8

Джерело: Bergsten F., Truman E. Why Deficits Matter: The International Dimension // IIE Speeches, Testimony, Paper. – 2007. Testimony Before the Budget Committee of the House of Representatives, Jan. 23, 2007. – P. 10–11.

Зростаючі обсяги емісії фінансових активів США, на загал, відображають більш загальний процес трансформації фінансової системи. Однак те, що такі зростаючі обсяги дедалі більше перетікають у закордонне володіння демонструє, що успіхи кожного наступного розміщення фінансових активів визначатимуться пред'явленим закордонним попитом на них. З одного боку, загальне послаблення ефекту домашнього зміщення також демонструє процеси трансформації глобальної фінансової системи, внаслідок чого зростає значення зовнішнього попиту на американські

фінансові активи не повинно викликати здивування. Окремі емпіричні дослідження підтверджують те, що послаблення цього ефекту суттєво сприяє реалізації кожних наступних емісій, внаслідок чого можливості фінансування всезростаючого дефіциту поточного рахунку США розширюються⁴⁰². З іншого боку, поєднання зростаючого дефіциту платіжного балансу із зростаючими обсягами попиту на фінансові активи практично усіх без винятку категорій є відображенням глибших трансформацій глобальних макрофінансових процесів.

До таких тенденцій потрібно віднести те, що зв'язок між валютним курсом, статусом платіжного балансу та володінням американськими активами стає дедалі більш відносним. Так само це стосується бюджетного дефіциту. Наприклад, упродовж 1980-х років були реверсні тенденції валютного курсу та платіжного балансу за зростаючих бюджетних дефіцитів. Упродовж 1990-х років на тлі бюджетної консолідації спостерігалось підвищення курсу долара та нарощування платіжного дефіциту. Для 2000–2003 рр. характерне погіршення платіжного та бюджетного балансів разом зі зростанням курсу долара, а з 2004 р. таке погіршення супроводжується послабленням його курсу. Єдиною спільною тенденцією є те, що частка закордонного володіння американськими активами усіх категорій зростає. Така картина може формуватись тільки внаслідок певної глобальної тенденції щодо зростання попиту на американські активи, внаслідок чого коливання валютного курсу більше відображають результат змін у ставленні до ризику в поєднанні з переключенням у попиті з одного класу активів на інший відповідно до тих чи інших внутрішніх змін в американській економіці. Наприклад, упродовж 1990-х років основу припливу капіталів становили інвестиції в акції американських компаній. Після кризи ринку нової економіки ситуація змінилась. Основу припливу капіталу забезпечував ринок казначейських інструментів⁴⁰³.

Однак, якщо таку основу формують боргові інструменти уряду, то чому валютний курс долара настільки чутливий до сигналів про стан американської економіки та, відповідно, кон'юнктуру корпоративного ринку? Як видно з табл. 6.8., в доларовому виразі за зовнішнім володінням

⁴⁰² Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 1–39.

⁴⁰³ Детальніше про ці зміни див.: Lane Ph., Milesi-Ferretti G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/69. – P. 1–55.

ринок облігацій казначейства домінував над корпоративним ринком. При цьому, до 2002 р. частка зовнішнього володіння фінансовими активами США в розрізі класів активів зростала приблизно однаково із певним відривом ринку федерального боргу. В подальшому ситуація змінилась. Спостерігається суттєве збільшення інтернаціоналізації ринку казначейських паперів, однак у фізичному вимірі частка закордонного володіння ними починає суттєво відставати від обсягів нерезидентського володіння акціями американських корпорацій. Враховуючи це та зміни в структурі фінансування дефіциту платіжного балансу, можна сказати, що відбувається розщеплення детермінант поведінки курсу. Формується базовий зв'язок між припливом капіталу та тим чи іншим ринком і флуктуаціями в потоках капіталу відповідно до кон'юнктури певного сегмента фінансової системи. В цьому випадку базовий приплив для фінансування дефіциту забезпечує ринок урядових боргових інструментів, що і відображає тенденцію до прискореної інтернаціоналізації володіння ними, а поточна курсова волатильність визначається рішеннями щодо володіння корпоративними активами. Те, що така волатильність може бути суттєвою, не співпадаючи із тенденціями у сфері платіжного дефіциту, впливає з фізичного обсягу американського корпоративного ринку та частки закордонної присутності на ньому, навіть якщо відносний показник цього суттєво поступається випадку з ринком казначейських боргових паперів. Попри це спільний вектор динаміки зовнішнього попиту на американські фінансові активи в умовах затяжної зовнішньої нерівноваги американської економіки демонструє те, що уся глобальна економіка опинилась у стані розкручування спіралі дисбалансів, іншим (стосовно американського дефіциту) боком чого є платіжні профіцити та експорт капіталів.

Вивіз капіталів, попит на активи та платіжні профіцити

Експансія платіжного дефіциту США не могла би бути настільки затяжною без відповідних екзогенних змін у сфері глобальної економіки загалом. В основі таких змін можна побачити докорінну трансформацію місця та ролі країн з ринками, що виникають, та, що розвиваються, в системі потоків капіталу. Завдяки тому, що практично більшість країн світу, що не належать до групи розвинутих, намагаються підтримувати профіцит платіжного балансу відбулися зрушення у глобальній платіжній позиції світу. Так, глобальний дефіцит платіжного балансу становив 0,9%

глобального ВВП у 1999 році, 1,1% у 2000–2001 рр., знизився до 0,8% та 0,3% у 2002–2003 рр., а з 2005 р. перетворився на профіцит, який за період 2006–2008 рр. коливається на рівні 0,2–0,3% глобального ВВП⁴⁰⁴.

Така трансформація передбачає, що більшість країн світу починають тяжіти до підтримання платіжних профіцитів, тим самим перетворюючись на експортерів капіталу. З точки зору компенсації платіжного дефіциту США і відповідного підтримання глобальної фінансової стабільності ця тенденцію можна вважати позитивною, однак її поява демонструє виникнення нових питань про характер функціонування глобальних макрофінансових процесів, коли арифметичний баланс, або рівновага в першому наближенні втрачають свій евристичний потенціал.

Перетворення країн з нижчими доходами, ніж у розвинутих країнах, на експортерів капіталу відображає потрійний процес:

- змінюються рамкові умови підтримання економічного зростання в глобальному контексті;
- відбуваються структурні зрушення, які призводять до того, що вивіз капіталу стає ендогенною рисою сучасної економіки;
- схильність до платіжних профіцитів стає і формою, і інструментом адаптації до нових глобальних макрофінансових ризиків, що природно вимагає функціонування складових глобальної економіки у нерівноважному стані.

У випадку проблем із забезпеченням економічного зростання потрібно констатувати, що схильність до платіжних профіцитів є відображенням перемоги експортоорієнтованої моделі над іншими, зокрема, дівелопменталістськими варіантами збільшення обсягів виробництва та суспільного капіталу. Як показують Е. Прасад, Р. Райан та Е. Субраманіан, процеси глобалізації зумовлюють поглиблення розриву між країнами, що пов'язують свій розвиток із експортною присутністю на глобальному ринку, та країнами, що зберігають традиційні форми економічної активності з акцентом на національний ринок⁴⁰⁵. Саме глобалізація дає змогу перевести експортоорієнтовану модель у нову якість, коли поєднання зростання доступу до ринків із торговельною лібералізацією породжує величезні алокаційні стимули для розвитку тих виробництв, на яких країна спеціалізується найкраще. Однак, оскільки ця

⁴⁰⁴ World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P. 232.

⁴⁰⁵ Prasad E., Rajan R., Subramanian A. The Paradox of Capital // IMF Finance and Development. – 2007. – Mar. – Vol. 44. – № 1. – P. 1–10.

тенденція властива для усіх одразу, то вона і загострює проблему глобальної конкуренції, коли здобуті вигоди потребують постійного підтримання та нових і нових інвестицій, або ж переорієнтації на дешевший фактор праці. Створення макроекономічних стимулів для забезпечення профіциту платіжного балансу є важливою компонентою для посилення акцентів в експортній орієнтації країни, що дозволяє опосередковано вирішувати проблему індивідуальної глобальної конкурентоспроможності. Невипадково, що чим більшою мірою країна схильна до профіциту поточного рахунку у процентах ВВП, тим швидше у неї зростає дохід на душу населення, тим більшою мірою це дозволяє заохотити приплив іноземних інвестицій і, як не дивно, тим більшою мірою країна перетворюється на експортера капіталів⁴⁰⁶.

Зміна вектору в русі капіталу з теоретичної та історичної точки зору залишається парадоксом. Так, в першу хвилю глобалізації та в подальшому рух капіталу мав яскраво виражену відповідність вектору “Північ-Південь”, або від багатих до бідніших країн. Саме такий варіант у напрямку руху капіталу природний з неокласичної точки зору. Пізніше, і теорема Столпера-Самуельсона, і моделі відносних переваг та міжчасової торгівлі підкреслюють, що більш капіталозабезпечені країни Півночі, які мають відносно дорогий фактор праці, спрямовують капітали до країн Півдня, які мають брак капіталу, але кращу забезпеченість фактором праці. Рух капіталу повинен вирівняти віддачу на фактори, забезпеченість якими відрізняється в розрізі заможних та бідніших країн. Дещо інші підходи до обґрунтування потоків капіталу містяться в працях кейнсіанців, які основну увагу приділяли, з одного боку, розбіжностям у сукупному попиті внаслідок відмінної поведінки заощаджень та інвестицій, а з іншого – акцентували на необхідності залучення значних капіталів задля подолання так званого “зачарованого кола бідності, відсталості” тощо. Приплив капіталів у бідні країни повинен виступити фактором забезпечення економічного зростання “за двох дефіцитів”, що відображало збільшення інвестиційного імпорту як основи підвищення забезпеченості капіталом⁴⁰⁷.

⁴⁰⁶ Ibid. – Р. 4–6.

⁴⁰⁷ Детальніше аналіз цих теорій див.: Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 238 с.; История экономических учений: (современный этап) / Под общ. ред. А. Г. Худокормова. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 733 с.; Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. – М.: Экономика, 2000. – 324 с.

Перегляд цих традиційних уявлень датується 1990-м роком. Р. Лукас виявив, що незважаючи на більшу віддачу на капітал у країнах, які погано забезпечені цим фактором, формується тенденція до того, що він все ж таки рухається у протилежному напрямку. Цей феномен отримав назву «парадоксу руху капіталу між багатими та бідними країнами»⁴⁰⁸. Р. Лукас основний акцент зробив на людському капіталі, маючи на увазі, що краща озброєність країн таким фактором як людський капітал дозволяє створювати більше доданої вартості, що і приваблює приплив капіталів. К. Рейнхарт та К. Рогофф констатують, що ще до Р. Лукаса проблеми із переливами капіталів у бідні країни пов'язувались із імперфекціями ринків капіталу, слабкими інститутами, борговими проблемами тощо. Теоретичні підходи до врегулювання проблем із заборгованістю також базуються на методології імперфекцій у сфері фінансової системи⁴⁰⁹. Ця лінія аргументів проводить чітку паралель між якостями країни як позичальника та можливостями країни залучати капітал ззовні. Попри те, що такі погляди ідуть врозріз з підходом Р. Лукаса, вони відображають довготривалу тенденцію збереження поганої платоспроможності багатьох суверенних позичальників з країн третього світу. Більше того, існує чітка обернена залежність між рівнем ВВП на душу населення та часткою років, упродовж яких країна перебуває в стані дефолту. Звідси, на думку К. Рейнхарт та К. Рогоффа, і впливає фундаментальна передумова для пояснення “парадоксу” руху капіталу⁴¹⁰.

Незважаючи на цілковиту валідність цих припущень, вони залишаються актуальними здебільшого для найбідніших країн світу. Суттєвий прогрес у сфері глобальної фінансової інтеграції, трансформації фінансових систем та підвищення їх прозорості після Азійської кризи

⁴⁰⁸ Lucas R. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? // *American Economic Review*. – 1990. – Vol. 80. – P. 92–96.

⁴⁰⁹ Такі інструменти аналізу, як “боргова крива Лаффера” демонструють, що ризик неповернення нових запозичень суттєво зменшує ринкову вартість вже існуючих. Орієнтація країни на викуп своїх боргів на відповідному ринку означає, що вона не схильна підтримувати жорстку платіжну дисципліну, отже не може претендувати на залучення міжнародного капіталу. Ці теоретичні позиції суттєво вплинули на формування зв'язку між борговим іміджем країни та потоками капіталу. Природно, що саме звідси впливає апологетика підтримання високого іміджу платоспроможного партнера навіть всупереч національним макроекономічним та соціальним цілям. Якщо сюди додати теоретичні викладки доктрини динамічної інконсистентності, то «парадокс» руху капіталу стає насправді природною складовою функціонування міжнародних фінансових ринків. Див.: Bulow J., Rogoff K. A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt // *Journal of Political Economy*. – 1989. – 97(1). – P. 155–178.; Eaton J., Gersovitz M. Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis // *Review of Economic Studies*. – 1981. – 48(2). – P. 289–309.; Getler M., Rogoff K. North-South Lending and Endogenous Domestic Capital Market Inefficiencies. – 1990. – 26(2). – P. 245–266.

⁴¹⁰ Reinhart C., Rogoff K. Serial Default and the “Paradox” of Rich-to-Poor Capital Flows // *American Economic Review*. – 2004. – № 94(2). – P. 53–58.

говорить про те, що проблеми із суверенною платоспроможністю вже не можуть розглядатись як панівні детермінанти руху капіталу від бідних до заможних націй. Основна причина, окрім вищерозглянутої проблеми із забезпеченням глобальної конкурентоспроможності в умовах експортної орієнтації, полягає у намаганнях багатьох країн створити джерела для відсічі негативних наслідків волатильних потоків капіталу при умові, що вивіз капіталу стає природним наслідком попиту на фінансові активи в умовах трансформації фінансових систем та зростання добробуту (рис. 6.3.).



Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P.215–239.

З рис. 6.3. видно, що поточний рахунок має чітку тенденцію слідувати за процесами вивозу капіталу та економічним зростанням. Однак є певна специфіка зв'язку між цими трьома показниками. Економічне зростання визначається експортним потенціалом, внаслідок чого профіцит поточного рахунку чітко ув'язується з цим параметром. Але вивіз капіталу асиметрично реагує на економічні коливання. Експорт капіталу синхронно зменшується в умовах уповільнення зростання ВВП. Дані підтверджують, що здебільшого це є моменти потужних зовнішніх шоків, як то Азійська криза, події в Нью-Йорку у 2001 р., та криза на глобальному фінансовому ринку 2007–2008 р. Але в умовах зростання ВВП вивіз капіталу з цих країн дещо відстає. Така закономірність обумовлена тим, що попит на закордонні активи стає функцією підвищення багатства, тобто експорт капіталу потребує певного лагу після того, як відбулося підвищення багатства, виміряного позитивною динамікою ВВП.

Наявність такої форми зв'язку між економічним зростанням, профіцитом поточного рахунку та вивозом капіталу говорить про утворення бінарного набору ланок. Вони відображають взаємодію між цими параметрами, але демонструють два аспекти актуалізації такої взаємодії в умовах глобалізації, коли і адаптивна форма до імперфекцій глобальних ринків, і форма перетворення зростання у добробут із відповідним попитом на активи об'єднують набір параметрів, але в каузальному контексті розташування таких параметрів у ланці може змінюватись. Така каузальність має скоріше формально-логічний характер, ніж емпіричний, саме тому, що економічні процеси, виражені цими показниками, представляють певну структурну цілісність. Ланки можна представити таким чином:

- економічне зростання / профіцит поточного рахунку → вивіз капіталу, що відображає аспект зв'язку між зростанням добробуту та попитом на активи;

- економічне зростання / вивіз капіталу → профіцит поточного рахунку, що відображає аспект адаптації макроекономічної політики до ризиків, пов'язаних з волатильністю потоків капіталу, шляхом забезпечення джерел ресурсів для протистояння актуалізації цих ризиків.

Останній випадок, по-суті, це ситуація, коли вивіз капіталу сприймається як природний і неминучий процес, а притік капіталів – як процес стохастичний, навіть якщо фізично він перевищує перший, до чого прагне більшість країн. В таких умовах орієнтація на профіцит поточного рахунку є найпростішим способом стабільної акумуляції валютних резервів, які і починають виконувати місію страхування від ризику валютно-фінансових дестабілізацій (детальніше про це див. нижче).

Доларизація активів та пасивів стає каталізатором виконання профіцитом платіжного балансу місії страхування від макрофінансових стресів. Вразливість доларизованої країни до зміни валютних курсів та впливу капіталів спонукає до збільшення обсягів валютних резервів, які, в цьому випадку, будуть покривати і внутрішню втечу капіталів, деномінованих у національній валюті. Потенційно значний внутрішній попит на іноземну валюту відповідно до шокової ситуації потребує додаткової порції гарантій, джерелом отримання яких є профіцит платіжного балансу. Звичайно, подібні випадки відображають брак довіри до центрального банку та загальну інституціональну слабкість монетарної політики, але вони не виключають, що процеси доларизації в умовах

зростаючої міжнародної діяльності забезпечують кращі можливості у сфері ліквідності та виміру вартості. З цих міркувань вивіз капіталу може демонструвати процеси конверсії внутрішніх доларизованих активів у більш ліквідну міжнародну форму і навпаки.

Детальніший аналіз процесів вивозу капіталу дозволяє виділити дві складових. Перша з них, – це випадок, коли рух капіталу згідно з вектором “Південь-Північ” показує зрушення у сприйнятті ризику. Такий випадок є відображенням доволі щільної інтеграції країн з ринками, що виникають, з глобальним фінансовим сектором, внаслідок чого ставлення до ризику може перетворитись на критеріальну ознаку взаємозамінності фінансових активів. В таких умовах тенденція до суб’єктивізації ухвалення портфельних рішень, що є наслідком фінансової децентралізації та трансформації глобальної фінансової системи, забезпечує можливість вивозу капіталу з “Півдня” до “Півночі” тільки завдяки автономним змінам у ставленні до ризику. Зміни у ставленні до ризику, як наслідок шоків та криз, доповнюють цю картину. З критичної точки зору, таку картину можна розглядати як уникнення спрямування капіталів з “Півночі” до “Півдня” і їх зосередження в країнах з вищим доходом і нижчим ризиком. Однак не можна бути впевненим, що вища ризиковість бізнесу (реального чи фінансового) із вищою віддачею на капітал у країнах з нижчим доходом гарантують, що зміни у ставленні до ризику не призведуть до відпливу капіталів в умовах поглиблення фінансової інтеграції. Сам факт поєднання вищої ризиковості бізнесу із вищою віддачею на капітал може розглядатись як інституціональна проблема, тобто сприйматись як наявність суттєвих ринкових імперфекцій та інституціональної слабкості в країнах з нижчим доходом. Та це не має принципового значення з точки зору, що фінансова система відповідно до змін у ставленні до ризику уможливорює відплив капіталів відповідно до суб’єктивних преференцій.

Друга складова – це ситуація, коли вивіз капіталу стає ендогенним, тобто коли рух капіталу за вектором “Південь-Північ”, а не навпаки, стає структурним елементом сучасної глобальної економіки. Тут можна виділити такі фундаментальні явища:

- по-перше, мірою економічного зростання та підвищення добробуту відбувається зміна мотивів заощаджень. В умовах домінування частки населення з низькими доходами заощадження є незначними та обумовленими мотивом згладжування споживання. Коли структура

населення починає трансформуватись у напрямку зростання частки середнього та вищого середнього класу окрім мотиву, пов'язаного із тимчасовим згладжуванням так званих касових розривів, з'являється мотив примноження багатства. На нього може поширюватись принцип міжгенераційної корисності, що ще більше заохочує до розміщення заощаджень у довгострокових активах. Завдяки таким змінам відбувається трансформація щільності розподілу заощаджень за мотивами. Зростання значення заощаджень з мотивом примноження багатства забезпечує попит на активи, який в умовах глобальної фінансової інтеграції підштовхує капітал до вивезення з міркувань диверсифікації чи з міркувань оптимізації структури багатства;

- по-друге, сучасна трансформація фінансових систем відбувається в напрямку розширення можливостей інвестицій в активи. Відповідно, це призводить до ситуації, коли зростання добробуту стає ендогенною функцією попиту на активи. Тобто чим більшою мірою зростає добробут, тим більшою мірою зростає попит на ті варіанти інвестицій, які привабливіші, ніж традиційне розміщення коштів на банківських депозитах. Хода пліч-о-пліч такої трансформації зі змінами щільності розподілу заощаджень за мотивами стає фундаментальною причиною розкручування спіралі попиту і пропозиції активів, доступних до інвестування в глобальних масштабах, іншим боком чого є вивіз капіталу;

- по-третє, на сьогодні формується інституціональний розрив між фінансовими системами країн, які здійснили глибоку модернізацію останніх, і які такої модернізації не здійснили (детальніше про це див. вище). Внаслідок цього, можна виділити: країни, фінансові системи яких генерують активи, а останні обслуговують реальні та суто фінансові процеси (США, Велика Британія, Нідерланди, Канада, Австралія тощо); країни, які відстають за швидкістю модернізації фінансової системи, але в яких роль фінансових посередників виконують банки, спроможні певною мірою згладжувати попит на альтернативні варіанти розміщення коштів; і країни, фінансові системи яких не генерують високоякісні активи, придатні для інвестування широкого кола економічних агентів (країни з ринками, що виникають, та решта країн світу). У поєднанні з попередніми явищами інституціональний розрив у можливостях фінансових систем сам по собі заохочує капітал до руху, оскільки привносить елемент системної конкуренції (в цьому випадку конкуренції фінансових систем) у транскордонні процеси врівноваження попиту на активи і їх пропозиції;

• по-четверте, одним із суттєвих аспектів інституціонального розриву між фінансовими системами є те, що останні мають відмінну спроможність пропонувати високоякісні активи та здійснювати сегментацію ринку інвестицій, наприклад, за критерієм ставлення до ризику. Тобто, фінансова глобалізація за рахунок інтеграції окремих фінансових ринків та примноження кількості доступних фінансових інструментів дає можливості для такої сегментації, але кожна окремо взята національна фінансова система має диференційовані можливості щодо сегментування глобального фінансового ринку. Найбільш модернізовані фінансові системи спроможні це зробити, а менш модернізовані – ні. Це створює передумови для того, що рух капіталу за вектором “Південь-Північ” є відображенням своєрідного аутсорсингу, коли більш розвинута фінансова система певної країни забезпечує глобальну алокацію ресурсів (і в розумінні доступу до високоякісних активів, і в розумінні формування оптимального портфеля, і в розумінні сегментації ринку), а менш розвинута фінансова система стає постачальником ресурсів для цього, перетворюючи національні заощадження у джерела глобального попиту на активи.

В рамках глобальної економіки загалом відмінності у характері фінансових систем стають важливим елементом взаємодії платіжного балансу, потоків капіталу та монетарної політики в розрізі країн з відмінним рівнем розвитку. Такі відмінності демонструє табл. 6.9.

Таблиця 6.9.

Посднання характеру фінансових систем з потоками капіталу, платіжним балансом та монетарною політикою в розрізі країн з відмінним рівнем доходів

Рівень доходу країни	Низький (країни, що розвиваються)	Середній (країни з ринками, що виникають)	Високий (розвинуті країни)	Високий (розвинуті країни)
Характер попиту на активи	Розшарований у зв'язку з поляризацією розподілу доходів	Високий та зростає з огляду на зміни щільності розподілу заощаджень в розрізі мотивів та трансформацію фінансової системи	Високий у зв'язку з трансформацією фінансових систем, але може обмежуватись загальними макроекономічними умовами сукупного попиту	Високий у зв'язку з трансформацією фінансових систем, але може обмежуватись загальними макроекономічними умовами сукупного попиту

Продовження табл. 6.9.

Характер фінансової системи	Слабо розвинута, не глибокі фінансові ринки, не відбувається генерування активів	Швидко розвивається, але можливості генерувати високоякісні активи та сегментувати ринок досі обмежені	Розвинута та модернізована (типу <i>arm's length</i>)	Розвинута (типу <i>relation based</i>)
Потоки капіталу	Приплив капіталу з огляду на значну віддачу на ризикові інвестиції. Вивіз капіталу з метою зниження ризику завдяки вкладенням у високоякісні активи	Приплив капіталу з огляду на інвестиції на швидкозростаючих ринках. Вивіз капіталу з метою зниження ризику завдяки вкладенням у високоякісні активи та диверсифікацію вкладень	Приплив капіталу у високоякісні активи за низькими ставками. Вивіз капіталу здійснюється в розрізі сегментації ринку та допускає вкладення у високо ризикові активи з високою доходністю	Процеси як у попередньому випадку, але вони менш виражені кількісно, що накладає відбиток на якісному аспекті
Наслідки для поточного рахунку	Профіцит поточного рахунку. Він є проявом зростання внутрішніх доходів в умовах експортної орієнтації та способом покриття рівноважного вивозу капіталу	Профіцит поточного рахунку. Він є проявом зростання внутрішніх доходів в умовах експортної орієнтації та способом покриття рівноважного вивозу капіталу	Дефіцитний внаслідок того, що: фінансова система дозволяє згладжувати споживання; завищений попит на активи призводить до завищення валютного курсу; корекція поточного рахунку уповільнюється завдяки екзогенним факторам	Економіка тяжіє до зовнішнього балансу завдяки тому, що фінансова система меншою мірою згладжує споживання, а зовнішній попит на активи не є критичний з точки зору завищення курсу валюти
Монетарна політика	Схильна до обмеження коливань валютного курсу та його підтримки на заниженому рівні	Схильна до обмеження коливань валютного курсу та його підтримки на заниженому рівні, але зростає значення підтримки цінової стабільності	Зорієнтована на цінову стабільність. Плаваючий курс. Шоки компенсуються завдяки фінансовому сектору, що знижує роль валютного курсу як інструмента макроекономічної корекції	Зорієнтована на цінову стабільність. Плаваючий курс. Завдяки частковій компенсації шоків з допомогою фінансового сектору валютний курс може виконувати роль корекції макропроцесів

В умовах, коли зростають можливості рівноважного вивозу капіталу з країн з низьким доходом, великого значення набуває характер розподілу доходів та слабкості інститутів. У випадку значного розшарування доходів та різного роду олігархічних суспільств спостерігається комбінація значних можливостей у сфері віддачі капіталу та вивозу капіталу в активи, які можна вважати і менш ризиковими порівняно з характером бізнесу всередині країни, і менш доступними для національних регулюючих та контрольних органів. Проблема тут у тому, що такий вивіз капіталу не пов'язаний з характером зростання доходів на душу населення в країні та фазою ділового циклу, що вимагає суттєвого перестраховування від валютно-фінансових дестабілізацій шляхом покриття втечі капіталу з допомогою забезпечення профіциту платіжного балансу. У випадку збалансованого розподілу доходів рівноважний вивіз капіталу є наслідком диверсифікації активів та зростаючого попиту на них внаслідок змін у щільності розподілу заощаджень у розрізі мотивів. Відмінність із попереднім випадком у тому, що тут рівноважний вивіз капіталу істотно обумовлений зростанням добробуту в країні та фазою ділового циклу (табл. 6.10.).

Таблиця 6.10.

Залежність вивозу капіталу та попиту на активи від економічного зростання та характеру розподілу доходів: наслідки для платіжних балансів та монетарної політики

Економічне зростання та платіжний баланс	Характер розподілу доходів	
	Нерівномірний (поляризований)	Рівномірний
Рецесія / низьке зростання	Вивіз капіталу має перманентний характер. Попит на активи має характер втечі капіталу, вкладень у менш ризикові активи та менш підконтрольні регулюючим органам	Вивіз капіталу обмежений, оскільки попит на активи щільно прив'язаний до зростання добробуту
Платіжний баланс та монетарна реакція	Вивіз капіталу не залежить від стану платіжного балансу, тому монетарна політика стикається з ризиком підтримання валютно-фінансової стабільності, на що часто реагує заниженням валютного курсу безвідносно до внутрішніх інфляційних наслідків	Вивіз капіталу прив'язаний до платіжного балансу. Монетарна політика заохочує профіцит поточного рахунку, внаслідок чого центробанк схильний запобігати підвищенню курсу. Можливості цього існують завдяки низькому інфляційному тиску всередині країни
Високе економічне зростання	Суміщення мотивів вивозу капіталу. Можливості олігархічного вивозу капіталу зростають завдяки зростанню внутрішньої бізнесової прибутковості. Попит часто фокусується на елітних активах. Попит на активи внаслідок зміни щільності заощаджень у розрізі мотивів доповнює рівноважний вивіз капіталів	Вивіз капіталу зростає завдяки зміні щільності розподілу заощаджень у розрізі мотивів

Продовження табл. 6.10.

Платіжний баланс та монетарна реакція	Профіцитний платіжний баланс підтримується навіть всупереч прискоренню внутрішньої інфляції. Слабкість центробанку опосередковано субсидує вивіз капіталу	В умовах профіцитного платіжного балансу монетарна політика стикається з проблемою підтримки стабільності цін. Намагання обмежувати зростання валютного курсу заохочують стерилізаційні операції
---------------------------------------	---	--

У глобальній перспективі це також суттєво, оскільки завжди існуватиме певний автономний попит на активи (внаслідок вивозу капіталу з країн із нерівномірним розподілом доходів), який не залежить від динаміки глобального ВВП, та індукований, який частково пов'язаний із глобальною кон'юнктурою. Завдяки цьому попит на активи та платіжна нерівновага в глобальній економіці можуть суттєво відхилятися від стану ділового циклу в країнах, фінансові системи яких такі активи генерують, що ускладнює корекцію їхніх дефіцитних платіжних позицій та примножує глобальний ризик розриву між станом економіки та фінансовою оцінкою вартості завдяки зростаючим потокам капіталів.

Емпірична оцінка зв'язку між вивозом капіталу та поточним рахунком відповідає теоретичним припущенням. Як видно з рис. 6.4., вивіз капіталу в розрізі регіональних груп світу знаходиться в прямому зв'язку з профіцитом поточного рахунку платіжного балансу. Рис. 6.5. демонструє інший підхід, коли з профіцитом поточного рахунку чисті приватні потоки капіталу перебувають в оберненій залежності.



Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P.215–239.



Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P.215–239.

Відмінність між обома випадками полягає не тільки у статистичній значимості результатів, а, насамперед, у проявах двох аспектів взаємодії поточного рахунку та вивозу капіталу в сучасних умовах. Прямий зв'язок між поточним рахунком та вивозом капіталу (рис. 6.4.) демонструє аспект зростаючого попиту на закордонні активи внаслідок підвищення добробуту завдяки експортній орієнтації економічного зростання. Обернений зв'язок між поточним рахунком та чистими приватними потоками (рис. 6.5.) є проявом адаптивного аспекту. Країни намагаються підтримувати профіцит поточного рахунку, коли їхні чисті приватні потоки капіталу прямують до від'ємного значення. Відмінності у щільності зв'язку найімовірніше засвідчують, що перший аспект є більш істотний, ніж другий. Аналіз в розрізі регіонів дозволяє суттєво уточнити виявлену тенденцію (табл. 6.11.).

Таблиця 6.11.

Зв'язок між поточним рахунком та показниками експорту капіталу в розрізі регіонів світу, 1998–2008 рр.

	Поточний рахунок / вивіз капіталу	Поточний рахунок / чисті приватні потоки капіталу
Африка	$Y = 0,8038x - 0,296; R^2 = 0,41$	$Y = 1,1709x - 10,924; R^2 = 0,44$
ЦСЄ	$Y = -2,0356x - 22,273; R^2 = 0,46$	$Y = -0,6723x - 3,7254; R^2 = 0,83$
СНД	$Y = 0,5228x + 27,89; R^2 = 0,73$	$Y = 0,3793x + 52,974; R^2 = 0,03$
Азія	$Y = 0,6916x - 8,2597; R^2 = 0,94$	$Y = 0,7315x + 62,377; R^2 = 0,44$
Близький Схід	$Y = 1,7338x + 13,652; R^2 = 0,91$	$Y = -5,2287x + 123,02; R^2 = 0,24$
Латинська Америка	$Y = 0,8904x - 46,751; R^2 = 0,43$	$Y = -1,2692x + 19,301; R^2 = 0,44$

Обраховано на основі дизагрегації даних рис. 6.4. – 6.5.

Статистичний аналіз зв'язків між цими параметрами (табл. 6.11.) дозволяє побачити, що навіть у розрізі регіонів вони загалом відповідають теоретичним припущенням за винятком країн Центрально-Східної

Європи. Вони є єдиним яскраво вираженим прикладом, коли вихідні потоки капіталу знаходяться в оберненому зв'язку з поточним рахунком.

З огляду на те, що це єдиний регіон, де є систематичний дефіцит платіжного балансу, така закономірність є свідченням того, що збільшення добробуту, яке впливає на попит на активи, кореспондує з платіжним дефіцитом. Більше того, чим вищий такий дефіцит, тим більшою мірою ці країни експортують капітал. Це підтверджують обидва варіанти кореспонденції статусу платіжного балансу з індикаторами впливу капіталу. З цього можна зробити висновок, що зовнішній дефіцит в даній групі країн є безпосереднім наслідком швидкого економічного зростання та експансії споживання, які є наслідками масштабного припливу ПП, інвестиційного імпорту та прогресом ринкового реформування економік⁴¹¹.

Щодо решти регіонів, то у випадку зв'язку між поточним рахунком та вивозом капіталу простежується однозначна картина із його позитивним характером, який у випадку Азії, СНД та Близького Сходу – найбільш профіцитних регіонів – має істотний рівень статистичної значимості. У світлі того, що перші мають найбільш занижені курси, а другі є експортерами первинних ресурсів, на які суттєво зростали ціни тривалий час, то перетворення цих регіонів у постачальників капіталу цілком природне. Характерне підвищення добробуту робить їхній попит на активи рівноважним. Випадок Африки та Латинської Америки демонструє суттєво нижчу щільність зв'язку, що говорить про низький потенціал конверсії економічного зростання у попит на активи. У випадку кореспонденції між поточним рахунком та чистими потоками приватних капіталів ситуація не є такою однозначною. Країни Азії демонструють, що збільшення доходу у них є не тільки причиною вивозу капіталу внаслідок попиту на активи, але й фактором додаткового припливу капіталів внаслідок зростання добробуту. У випадку Африки поточний рахунок не реагує на перетворення чистого припливу капіталів на від'ємне значення. І тільки для Близького Сходу, СНД та Латинської Америки характерний

⁴¹¹ Винятковість позиції країн Центрально-Східної Європи як таких, що більшою мірою залучають капітал, ніж вивозять, підтверджується і з інших джерел. Див.: Abiad A., Leigh D., Mody A. *International Finance and Income Convergence: Europe is Different* // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/64. – P. 1–36.; Pipat L., Schandler S. *Do Economists' and Financial Markets' Perspectives on the New Members of the EU Differ?* // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/65. – P. 1–31.

У свою чергу, специфічна роль дефіциту платіжного балансу постсоціалістичних країн Європи в системі економічного зростання показана, зокрема, у: Шевчук В. *Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України*. – Львів: Каменяр, 2001. – 495 с.

обернений зв'язок. Перші та другі, як вже зазначалось, є експортерами первинних ресурсів, а другі та треті – найбільш слабкі в інституціональному плані з характерною нерівномірністю в розподілі доходів. З цих міркувань платіжні баланси в цих регіонах тяжіють до перестрашування від валютно-фінансових проблем в умовах автономного вивозу капіталу.

Отже, сформувалась фундаментальна тенденція, коли країни-експортери капіталу та країни, фінансові системи яких забезпечують глобальну алокацію ресурсів, представляючи ринку власні зобов'язання, опиняються у платіжних контрпозиціях. Платіжні дисбаланси стають структурним елементом, який ув'язує економічне зростання, підвищення добробуту, попит на активи та адаптацію до ендогенного вивозу капіталу шляхом забезпечення платіжних профіцитів.

6.2. Валютні резерви та суверенний попит на активи в системі глобальних фінансових дисбалансів

Еволюція міжнародної валютної системи крізь призму попиту на валютні резерви

Тенденція до зростання валютних резервів започаткувалась ще за часів формування системи міжнародного золотого стандарту. Здебільшого вона відображала намагання країни розширити в разі потреби пропозицію паперової ліквідності, покритої золотом, або ж забезпечити довгострокове зростання попиту на гроші. Проблеми міжвоєнного періоду яскраво продемонстрували, що забезпеченість монетарним золотом у взаємозв'язку з валютним паритетом можуть виступати фундаментальною причиною розривів у швидкості економічного зростання та інфляції. Втім, на той час автономне збільшення зовнішніх активів центробанків у формі монетарного золота та, зрештою, у формі авуарів, було обмежене. Зростання резервів чітко прив'язувалось до стану платіжного балансу і усереднювало попит у країнах з відмінними платіжними позиціями. Переорієнтація на авуари, яка розпочалась у країнах периферії з кінця XIX ст., посилилась у міжвоєнний період загалом у світі (табл. 6.1.), однак вона набагато більше стосувалась підвищення гнучкості управління ліквідністю в процесі взаємодії змінних внутрішньої грошової пропозиції і змінних платіжного балансу, ніж спроби адаптуватись до умов зростання обсягу міжнародних трансакцій.

Ситуація змінилась після Другої світової війни в процесі трансформації міжнародної валютної системи. З одного боку, сформувалась залежність усієї системи міжнародної ліквідності від макрополітики США та монетарного курсу останніх від попиту решти світу на резервні активи. З іншого боку, така залежність опинилась у новому системному ракурсі, коли стрімкий розвиток міжнародної торгівлі, відновлення мобільності капіталів потребували міжнародного ліквідного покриття, а макроекономічна політика потребувала достатньої гнучкості для різного роду кейнсіанських маневрів задля досягнення цілей із підтримання внутрішньої рівноваги та циклічного згладжування. На другому аспекті потрібно особливо наголосити, оскільки ступінь розвитку міжнародних трансакцій за часів золотого стандарту був вищий⁴¹². У сукупності такі зміни породили проблему двох стадій розвитку інфляційної ситуації за часів Бреттон-вудської системи (дефляційний період: 1944–1962 рр.; інфляційний: 1962–1970 рр.), які співпадають у часі з характером монетарної політики та загального вектора макроекономічного курсу США і зростанням обсягів міжнародних трансакцій.

В останньому випадку, відновлення конвертованості валют у 1958 р. в Європі та створення ринку євродоларів на початку 1960-х років зіграло дуже суттєву роль у загостренні конфлікту між системними вимогами міжнародного валютного устрою та можливостями фінансування платіжних дисбалансів. Теоретично, функціонування МВФ та централізована процедура зміни валютних паритетів не повинні були би передбачати суттєвого зростання офіційного попиту на валютні резерви з міркувань згладжування флуктуацій платіжного балансу. Потреба в експансії міжнародної ліквідності мала би пристосовуватись до ринкових потреб і концентруватись на мікрорівні. Однак зростаюче втягнення економічних одиниць у міжнародні платіжні процеси починає впливати на характер зв'язку між станом балансу банківської системи та балансом центрального банку, а останній через динаміку зовнішніх активів почав інтенсивніше ув'язуватись зі станом платіжного балансу⁴¹³.

⁴¹² Детальніше аналіз цього представлений у: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 45–83.

⁴¹³ Опосередкованим аргументом на користь цього є дослідження Р. МакКіннона, який показав, що нестабільність зовнішнього попиту на доларові активи може дестабілізувати навіть внутрішню грошову пропозиції ФРС. Див.: McKinnon R., An International Standard for Monetary Stabilization. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.

Така закономірність виглядає цілком природною з огляду на фіксовані валютні курси. В цьому розумінні потреби у внутрішньому маневрі щодо обсягів грошової пропозиції починають тиснути у бік зростаючого попиту на резерви. Операційні процедури того часу, основою яких було згладжування процентних ставок грошового ринку, також опосередковано заохочували зростання попиту на резерви. У свою чергу, зростаючі можливості фінансових ринків (у тому числі завдяки новим можливостям, які дав ринок євровалют) дозволяли дедалі більше фінансувати платіжні баланси без застосування внутрішньої корекції чи централізованої зміни валютних паритетів та запозичень у МВФ. Досвід валютної інтеграції в Європі також демонструє намагання обмежити залежність від централізованих процедур та забезпечити стабільність валютних курсів навіть тоді, коли уся міжнародна валютна система це передбачала за визначенням. Одним з аспектів цього була запроваджена практика валютних свопів між центральними банками країн Західної Європи. Валютні свопи дозволяли здійснювати взаємне кредитування тимчасових потреб у інвалютній ліквідності для згладжування тиску на валютні курси. Дещо відмінною була ситуація в країнах третього світу. Дівелопменталістські стратегії передбачали застосування апарату фінансової репресії, а залежність макроекономічної стабільності від жорсткості фіксації курсів штовхала до зростаючого попиту на валютні резерви.

Як наслідок, на противагу системним вимогам бретон-вудського устрою сформувалась глобальна тенденція до децентралізації управління міжнародною ліквідністю з посиленням зацікавленості центробанків у володінні зовнішніми активами. В світлі того, що це могло відбуватись здебільшого шляхом нагромадження вимог до США, не конвертованих вчасно у золото, виникла фундаментальна розбіжність між необхідністю проводити жорстку монетарну політику з боку ФРС задля підтримання платіжного балансу в рівноважному стані та зростаючою світовою потребою у міжнародній ліквідності, яка ґрунтувалась на необхідності покриття наростаючих обсягів міжнародних трансакцій та поступовій децентралізації в управлінні міжнародними резервними активами. Одним з перших звернув на це увагу Р. Триффін, який показав, що можливості США підтримувати розмінність долара на золото дедалі звужуються мірою зростання закордонного володіння доларовими активами⁴¹⁴.

⁴¹⁴ Triffin R. Gold and Dollar Crisis. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. – 246 p.

Зрушення у кожен бік мають свої негативні наслідки (“дилема Триффіна”): якщо світ зменшуватиме доларові активи, а ФРС проводитиме політику підтримання платіжної рівноваги завдяки усуненню монетарних передумов надмірного розширення попиту, то це викличе проблему втрати міжнародної ліквідності з ризиком депресії міжнародних трансакцій та глобальної рецесії; якщо світ не зменшить попиту на доларові активи, а ФРС здійснюватиме політику безвідносно до стану платіжного балансу, то виникне проблема неможливості підтримувати розмінність долара на золото, що означатиме колапс чинної міжнародної валютної системи. Іншим наслідком цього є прискорення глобальної інфляції. Боротьба з останньою у розвинутих країнах тривала понад десятиліття, а в решті світу ще довше. Розвиток подій відбувся за другим сценарієм, що призвело до формування у 1972–1976 рр. системи плаваючих валютних курсів. Зміни моделі побудови міжнародної ліквідності у 1969 р. шляхом запровадження СДР залишились формальними. Процесу децентралізації в управлінні міжнародною ліквідністю не могли завадити будь-які суттєві кроки із реформування міжнародного валютного устрою. Централізовані важелі послаблення залежності від доларових активів не змогли подолати зростаючий попит центробанків на валютні резерви.

Перехід на плаваючі курси парадоксальним чином не призвів до зменшення попиту на валютні резерви. Як видно з рис. 6.6., чи не перший суттєвий підвищувальний злам у довгостроковій траєкторії поведінки глобальних валютних резервів припав саме на період розпаду Бреттон-вудської системи.



Побудовано за: IMF Annual Report. 2004. – Wash., D.C.: IMF, 2004. – P. 102-103.; IMF Annual Report. 2006. – Wash., D.C.: IMF, 2006. – P. 129.

Теоретично, у системі з плаваючими валютними курсами попит на зовнішні активи центробанків повинен бути зведений до мінімуму. Курсові коливання повинні повністю абсорбувати зовнішні та внутрішні шоки, а інфляційні диференціали мають визначити напрямок поведінки курсів валют. Те, що так не сталось насправді, свідчить про виникнення нової якості монетарної політики у 1970–1980-х рр. Остаточний відрив від екзогенних рестрикцій на монетарну експансію, тобто втрата золотом монетарної ролі, ознаменувала, що грошова стабільність тепер визначається поведінкою центрального банку в чистому вигляді і не обмежується зовнішніми системними вимогами. Відмінності у базових засадах протидії інфляції в розвинутих країнах та решті світу призвели до кардинального розриву у функціональній ролі резервів у макроекономічній політиці. Для перших реальне плавання та орієнтація на внутрішню рівновагу суттєво знизили попит на резерви (окрім, певною мірою, Європи, де інтеграційні процеси опосередковано вимагали їх значну роль у централізованій інтеграційній системі обмеження курсових коливань). У країнах, що розвиваються, резерви почали розглядатись як єдино можливий ефективний варіант покриття грошової бази, який би унеможлиблював суттєвий зовнішній та внутрішній тиск на валютний курс і, відповідно, інфляцію, викликану девальвацією. Це і загостило потребу у валютних резервах як реальному важелю забезпечення антиінфляційної політики. Як не дивно, але нова місія МВФ у світі з плаваючими курсами повністю співпала з модернізацією ролі валютних резервів у глобальній економіці. Будь-яка програма макроекономічної стабілізації спиралась (і певною мірою спирається досі) на кількісні параметри: обсягу зовнішніх активів; покриття грошової бази резервами; впливу зміни в обсягах внутрішніх активів центробанку на стан покриття резервами грошової бази та її ув'язку через грошовий мультиплікатор із грошовою масою⁴¹⁵. Така ситуація поєднала тенденцію до децентралізації в управлінні міжнародною ліквідністю, вираженою попитом на резерви, із зростаючим їх значенням у забезпеченні внутрішньої макрофінансової стабільності, зокрема із врахуванням діяльності міжнародних інституцій. Тут потрібно відмітити, що довгостроковий зв'язок між прискоренням глобальної інфляції та експансією резервів (тим більше, що попит на них зріс), опинився у своєрідному затьмареному стані. Причина цього

⁴¹⁵ Детальніше аналіз розвитку функціонування МВФ в світлі трансформації глобальних монетарних умов зроблений нами у: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 333–362.

криється у тривалій боротьбі з внутрішньою інфляцією в розрізі багатьох країн та фактично двадцятиліттям реалізації стабілізаційних програм із боротьби з гіперінфляцією у країнах третього світу. Ринкова трансформація постсоціалістичних економік тільки посилила ці процеси, оскільки зона боротьби з гіперінфляцією та зростання ролі валютних резервів у підтриманні макростабільності розширилась за рахунок країн колишнього радянського блоку.

Розвиток процесів глобалізації загострив суперечність між тенденцією до зростання ролі плаваючих курсів як варіанта адаптації до мобільності капіталів із посиленням акцентом на резервах. Основна причина цього полягає в тому, що факт забезпеченості країни резервами та покриття ними певного набору змінних, які описують ступінь відкритості економіки, дуже швидко переріс в космополітичний та універсальний індикатор оцінки платоспроможності країни та ступеня її фінансової стабільності. Валютні резерви стали ледь не ключовим параметром прогнозування та попередження валютно-фінансових криз. Теоретичні моделі валютних криз також цьому сприяли. Зокрема, модель Флуда-Гарбера робить акцент на монетарних аспектах канонічної моделі валютної кризи Кругмана. Вірогідність валютної кризи є похідною ступеня покриття грошової бази резервами⁴¹⁶.

З іншого боку, у 1990-х роках розвиток приватних ринків капіталу та розширення доступу до нього суверенних та приватних позичальників з країн, що розвиваються, одразу поставив питання про критеріальні значення їх надійності. Визначення та поведінка спредів повинні ув'язуватись з такою оцінкою. З цих міркувань ступінь забезпеченості країни резервами та покриття ними таких параметрів як грошова база, тижні імпорту, короткострокова заборгованість тощо одразу перетворились в складову системи рейтингової оцінки країни. А реальні наслідки рейтингу для величини спредів та можливостей доступу до приватних потоків капіталу перетворили зовнішні активи центробанків ледь не на ключовий інструмент забезпечення внутрішньої та глобальної макрофінансової стабільності.

Альтернативними причинами зростаючого попиту на резерви виступили феномен “страху перед плаванням” та доларизація. Згладжування коливань курсів з антиінфляційною метою та з метою перестрашування від проблем у фінансовому секторі, викликаних

⁴¹⁶ Flood R., Garber P. Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples // Journal of International Economy. – 1984. – № 17. – P. 1–13.

розривами у валютній структурі активів та пасивів, потребували додаткових засобів, якими, природно, стали валютні активи монетарних органів. Коливання процентних ставок у країнах периферії відобразили бажання запобігати втраті резервів, що є альтернативним проявом форми попиту на них.

Вищеописані явища узагальнює табл. 6.12.

Таблиця 6.12.

Значення та попит на валютні резерви в розрізі еволюції міжнародного валютного устрою

	Міжнародний золотий стандарт	Міжвоєнний період	Бреттон-вудська система	Ямайська система плаваючих курсів
Значення резервів відповідно до системних вимог	Теоретично обсяги монетарного золота не можуть впливати на реальні змінні. Автоматична корекція платіжного балансу та внутрішньої грошової пропозиції через механізм переливів золота усуває попит на резерви як такий, однак не виключає його з огляду на прив'язку паперової та фідучіарної емісії до обсягу монетарного золота	Так само, як у попередньому випадку, однак спорадичні відходи від системи золотого стандарту знижували значення монетарного золота в монетарній політиці, а намагання повернутись до нього – підвищували.	Теоретично найбільше значення мав обсяг резервів у США. Обсяг резервів у решти світу мав значення з огляду на можливість невдаватись до корекції платіжного дефіциту задля досягнення внутрішніх цілей політики. Наявність системи централізованого міжнародного врегулювання платіжних дисбалансів мала би мінімізувати зацікавленість країн у резервних активах	Теоретично плаваючі курси зводять до мінімуму значення валютних резервів у міжнародній та внутрішній монетарній політиці
Динаміка	В довгостроковому періоді визначалась автономними змінами глобальних запасів монетарного золота	Так само, але зростаюча зацікавленість в авуарах прискорювала зростання обсягів резервів	Зростаюча. Визначалась характером макropolітики США та попитом на резервні активи, включно із альтернативами золоту	Зростаюча всупереч системним вимогам

Продовження табл. 6.12.

Розподіл резервів	Визначався статусом платіжного балансу і був щільно прив'язаний до фундаментальних факторів. Короткострокові відмінні платіжні позиції покривались через кредит та потоки капіталу, часто не впливаючи на обсяг резервів у розрізі країн	Додаються фактори відмінності між довгостроковими паритетами банкнот щодо золота. Внаслідок цього занижені курси сприяли концентрації резервів, а завищені їх відтоку	Повоєнна концентрація запасів монетарного золота у США поступово танула завдяки тому, що небажання останніх системно підтримувати зовнішню рівновагу збільшувало вплив золота до решти світу. Нагромадження доларових вимог закордоном поглибило цю тенденцію	Визначається як реальними, так і номінальними факторами. На перших стадіях розподіл резервів визначався відповідністю між платіжним балансом, монетарною політикою та стратегією економічного зростання. Пізніше зросло значення потоків капіталу
Відхилення фактичного попиту від системних вимог	Часто додатковий попит на резерви та їх заміщення на авуари визначались намаганнями послабити жорсткі умови золотого стандарту та зробити внутрішню грошову пропозицію більш гнучкою	Впливало із ступеня прихильності до золотого стандарту, однак концентрація резервів дозволяла робити монетарну політику більш гнучкою, чому сприяли обмеження мобільності капіталів	Впливало зі небажання: підтримувати збалансовані платіжні позиції та коректувати їх з допомогою пристосування внутрішніх змінних попиту; застосовувати міжнародну систему пропозиції ліквідності; підвищувати залежність від міжнародних фінансових ринків. Однак загальний кумулятивний приріст резервів обмежувався взаємодією між платіжними балансами США та контрагентів	Відбулось практично одразу і здебільшого не стосується розвинутих країн. По-суті, визначається тим, наскільки країна насправді має режим гнучкого валютного курсу та тим, яку місію покладено на резерви з міркувань підтримання внутрішньої макрофінансової стабільності (покриття грошової бази, імпорту, короткострокових зовнішніх боргів тощо). Посилення глобальної фінансової інтеграції підвищило роль резервів з міркувань доступу до ринків капіталу
Домінанта відхилення	Гнучкість внутрішньої грошової пропозиції	Гнучкість внутрішньої грошової пропозиції	Можливості реалізації макрополітики з орієнтацію на внутрішню рівновагу та децентралізація управління міжнародною ліквідністю	Підтримка валютних курсів та макрофінансової стабільності з міркувань боротьби з інфляцією та інтеграції з глобальними ринками капіталів
Суттєвість розриву між системними вимогами та фактом	Ні	Ні	Так/Ні	Так

Урахування даних по динаміці платіжних позицій у світі (див. вище) дозволяє побачити, що в умовах, коли елементи глобальної економіки функціонують у режимі наближення до циклічного зовнішнього балансу бажання збільшити обсяги валютних резервів можуть суттєво розходитись із можливостями. Не випадково, що період 1980-х років, позначений досвідом боротьби з гіперінфляціями, характеризується найнижчими темпами приросту резервів. Відносна стабільність та швидке світове економічне зростання середини 1990-х років характеризується аналогічними тенденціями, але вже з міркувань виходу на траєкторію підтримання внутрішнього балансу (рис. 6.7.). Якщо ж подивитись на темпи приросту резервів у більш довгостроковій перспективі, то можна побачити параболічну закономірність: найбільші темпи приросту резервів спостерігались у період нафтових криз та виходу з офіційної системи фіксованих валютних курсів, тобто у першій половині 1970-х, а також після азійської кризи та після 2001 року.



Побудовано за: IMF Annual Report. 2004. – Wash., D.C.: IMF, 2004. – P. 102-103.; IMF Annual Report. 2006. – Wash., D.C.: IMF, 2006. – P. 129.

Проте з огляду на значні флуктуації цієї функції навіть у періоди незначного зростання глобальних валютних резервів цю закономірність варто уточнити в такий спосіб:

- резерви зростають не стільки в момент криз, скільки в моменти прирощення нестабільності. Тут найбільш характерним прикладом є нафтові шоки та глобальна фінансова нестабільність 1970-х, коли перехід на плаваючі курси разом з високою інфляцією породив значну невизначеність щодо магістральних напрямків розвитку глобальних макроекономічних процесів. Саме на цей період припадають найбільші

темпи зростання резервів, які, попри вихід з офіційної системи фіксованих курсів, ознаменували перехід на монетарну модель із превалюючим значенням резервів для підтримання стабільності. В подальшому (до початку 2000-х років) можна простежити, що стрибок темпів зростання зовнішніх активів центробанків або слідує за епізодами глобальних фінансових потрясінь: борговою кризою третього світу (початок 1980-х), врегулюванням проблеми платіжного дисбалансу США та мексиканською кризою (середина 1980-х), кризою Європейської валютної системи (початок 1990-х), Мексиканською кризою (середина 1990-х), Азійською кризою (кінець 1990-х), подіями в Нью-Йорку (2001 рік) тощо; або співпадає в часі з ескалацією кризи, засвідчуючи реакцію на нестабільність та невизначеність: обвал Нью-Йоркської біржі (1987 рік) тощо;

- резерви практично не зростають у пікові моменти криз, особливо тих, які щільно пов'язані з колапсом фінансових ринків та потоків капіталу. Ця закономірність особливо яскраво простежується під час нафтових шоків, кризи зовнішнього боргу третього світу та кризи міжнародної ліквідності, мексиканської кризи середини 1980-х, кризи Європейської валютної системи та Азійської кризи. Різкі обмеження в доступі до капіталу вимагають жорсткого пристосування до нових зовнішніх рівноважних умов. Через це більшість глобальних фінансових стресів з кінця 1980-х років, опосередкованим наслідком яких була втрата багатьма країнами доступу до приватних ринків капіталів, мали надзвичайно серйозні внутрішні наслідки.

Обидва випадки репрезентують ситуацію, коли зростання ролі валютних резервів дуже важко пояснити тільки міркуваннями підтримання внутрішньої грошової стабільності. Рис. 6.8. дозволяє побачити, що приріст в обсягах глобальних валютних резервів здебільшого співпадає з поведінкою припливу капіталів як % ВВП.

Часте співпадіння нижніх та верхніх екстремумів функцій приросту глобальних валютних резервів та потоків капіталу демонструє, що вони не можуть виконати комплементарної ролі у підтриманні стабільності платіжного балансу, як в розумінні доступу до джерел фінансування, так і в розумінні підтримання на цій основі внутрішньої макрофінансової стабільності. З цих міркувань орієнтація на резерви, а не на потоки капіталу опиняється в ролі провідного орієнтира адаптації до нових глобальних умов. Рис. 6.8. чітко свідчить, що впродовж 1980–2000-них років

прискорення в зростанні резервів стає своєрідним відгуком на падіння обсягів припливу капіталу. Незважаючи на поєднання в часі процесів падіння в обсягах припливу капіталів та уповільнення їх зростання (це може свідчити про фундаментальне значення, яке здобуває ув'язка між глобальними макропроцесами, платіжними позиціями, потоками капіталу та валютними резервами для усієї картини зв'язків між економічним зростанням у глобальних умовах і глобальною фінансовою стабільністю, що стає антиподом спрощеному розумінню зростання резервних активів як наслідку відсутності стерилізації припливу капіталів), за кожним таким падінням спостерігається стрімкий приріст резервів.



Побудовано за: IMF Annual Report. 2004. – Wash., D.C.: IMF, 2004. – P. 102–103.; IMF Annual Report. 2006. – Wash., D.C.: IMF, 2006. – P. 129.; Pazarbasioglu C., Goswami M., Ree J. The Changing Face of Investors // IMF Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 1.

Саме мотив функціоналізації резервів як інструмента протидії невизначеності та ризикам глобальних дестабілізацій стає домінуючим фактором зростаючого попиту на них. Тут варто наголосити, що найімовірніше сприйняття дестабілізаційних моментів наприкінці 1980-х і впродовж 1990-х розглядалось у контексті рестрикцій щодо залучення капіталів через приватні ринки, що суттєво контрастує з досвідом 2000-х.

Ця картина збігається з проаналізованими вище процесами трансформації фінансових систем. Високі світові процентні ставки

(глобальний ефект витіснення⁴¹⁷, рестриктивні ухили монетарних політик розвинутих країн тощо), домашнє зміщення, значні ризики інвестицій в активи країн, що розвиваються, слабкі центральні банки та непрозорі фінансові системи створювали підґрунтя для того, щоб обмеження доступу до зовнішнього фінансування в системі підтримання національної макрофінансової стабільності визначалось якщо не як ключове, то надзвичайно важливе. Висока конкуренція за приплив капіталів, зокрема короткострокових, зумовлювала завищення сприйняття значення валютних резервів як фактора граничного залучення зовнішнього фінансування. Тому попит на резерви у цей період суттєво відрізняється від ситуації, яка склалась після Азійської кризи, та в умовах прогресуючої фінансової інтеграції, виникнення нових домінуючих рис у глобальних монетарних взаєминах. Глобальні платіжні позиції під впливом наростаючої мобільності капіталів тільки почали виходити з обмежень, які накладали коливання умов торгівлі (в розрізі стосунків “Північ-Південь”) та сформовані ще з повоєнного періоду циклічні контрпозиції в рамках тріади, тим самим формуючи обмежені джерела для експансії резервів. Цей феномен є природним наслідком того, що факт зростання обсягів резервних активів, тобто реалізації попиту на них, уможлиблюється тільки в контексті того, якими є глобальні тенденції у сфері формування платіжних контрпозицій та мобільності капіталів. Усвідомлення того, що різкі обмеження в доступі до ринку капіталів та труднощі із підтриманням профіцитних платіжних балансів в умовах зовнішніх шоків, які мають реальні наслідки для глобального попиту, спонукає до підсилення попиту на резерви з метою перестрашування. Тобто усвідомлення ймовірності настання ситуації, яка описується тут як другий випадок, каталізує процес, позначений першим випадком. З цих міркувань система плаваючих валютних курсів порівняно з іншими міжнародними монетарними режимами (табл. 6.12.) не спроможна забезпечити відповідність між теоретичною та практичною роллю резервних активів, опосередковано підштовхуючи країни до системного перебування у нерівноважних платіжних позиціях як передумов акумуляції резервів.

⁴¹⁷ Наприклад, досвід суттєвої обумовленості високих глобальних процентних ставок значними фіскальними дефіцитами початку 1990-х років становить істотний контраст із випадком низьких ставок та високих дефіцитів у 2000-х. Саме від характеру глобальних монетарних взаємин залежить те, чи спрацюватиме механізм глобального ефекту витіснення, а від так і можливості щодо доступу до зовнішнього фінансування. Відмінності в позиціях можна побачити з джерел за відповідні періоди. Для порівняння див.: Haunter D., Kumar M. Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The “New Economy”? // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/112. – P. 1 – 32. та Ford R., Laxton D. World Public Debt and Real Interest Rates // IMF Working Paper. – 1995. – WP/95/30. // www.imf.org, Лэкстон Д. Внешние последствия государственного долга. Специальный выпуск Научно-исследовательского управления МВФ. – Б.м. – 1996. – 16 с.

Цікаво те, що функція поведінки резервів у часі не однорідна. До 2000-х років спостерігаються значні, але фрикційні амплітуди цієї функції, і тільки в сучасному періоді темп зростання стає більш рівномірний та моноректорний. Така картина репрезентує певну трансформацію глобальних процесів у сфері платіжних балансів, коли нерівноважні платіжні позиції стають хронічними саме за останній час, і, найголовніше, дедалі більше обумовлюються характером монетарних взаємин між США та провідними азійськими експортерами. По-суті, нерівномірне формування платіжних позицій у часі в повоєнний період спиралось на: циклічні асиметрії в рамках тріади; зрушення в умовах торгівлі. Зростання резервів більш флюктуючого характеру відображало короткострокові можливості поєднання сприятливих екзогенних та внутрішніх макроекономічних передумов для реалізації попиту на них як спроби знизити вразливість від внутрішньої та зовнішньої нестабільності. І тільки перетворення платіжних дисбалансів на структурну рису глобальної економіки змінило такі можливості з несистематичних на системні. У поєднанні зі зростанням абсолютних значень глобальних валютних резервів (рис. 6.6.) їх стабільний приріст за останній період (рис. 6.7.) повністю змінив глобальну взаємозалежність та монетарної карти світу, спонукавши до реінтерпретації характерних рис глобальної фінансової стабільності.

Експансія глобальних валютних резервів у 2000-ні роки

Кризові потрясіння кінця 1990-х років тільки з аргентинським дефолтом 2001 року спонукали до подальшого перегляду ролі валютних резервів у монетарній політиці та в розумінні фінансової стабільності. Разом із глибокими девальваціями багатьох валют посткризовий період охарактеризувався швидкою акумуляцією резервів завдяки здобутим експортним стимулам. Запити щодо збільшення резервів, уможливлуючись завдяки реструктуризації глобальних платіжних позицій, отримали нові імпульси. Така картина стала результатом таких базових тенденцій:

- посткризова риторика щодо посилення глобальної фінансової архітектури акцентувала увагу на провідному значенні валютних резервів як способу протидії реверсам потоків спекулятивних капіталів. Досягнення резервними активами належного рівня почало розглядатись як провідний елемент підвищення глобальної та національної фінансової стабільності. Брак в оперативності МВФ та відсутність у Фонду на той час

кредитних ліній екстреного надання ліквідності для запобігання макрофінансовим втратам внаслідок раптових відпливів капіталів розглядались як один з аспектів необхідності посилення “озброєності” країн валютними резервами⁴¹⁸;

- на рівні країн з ринками, що виникають, швидко змінилось уявлення про значення резервів у системі інтеграції із волатильними ринками капіталу. Така тенденція похідна від вищевказаної. Різниця тут полягає у рівнях погляду на проблему. У випадку формування “нової” глобальної фінансової архітектури йдеться про адекватність резервів як елемента допустимої децентралізації у протистоянні кризам та способу запобігання їх поширенню по глобальній економіці внаслідок усунення індивідуальної вразливості. У випадку окремої країни основний фокус наводиться на питання підвищення фінансової стійкості та автономії від глобальних стресів. Якщо впродовж 1990-х резерви розглядались як фактор рейтингу, що полегшує доступ до ринку капіталів та полегшує фінансування платіжного балансу, то в посткризовий період основний акцент робився на іншому. Перехід на профіцит платіжного балансу в системі підтримання експортоорієнтованого зростання майже нівелював проблему фінансування поточного рахунку. А посткризовий досвід активізував мотив страхування від реверсів у потоках капіталу. Самострахування завдяки резервам опинилось у статусі наріжного каменя, зумовлюючи прискорення акумуляції зовнішніх активів на зламі тисячоліть⁴¹⁹;

- розуміння адекватності резервів почало змінюватись мірою зростання обсягів самих резервів, однак відобразило глибші процеси. По-перше, глобалізація розширює канали взаємодії країни із зовнішніми змінними. Акцент на покритті імпорту став недостатнім індикатором. По-друге, розширення критеріальних ознак адекватності стало наслідком зростаючої ролі потоків капіталу. По-третє, ускладнення взаємодії національної монетарної системи із глобальними фінансовими процесами вимагали врахування одразу змінних внутрішнього порядку, таких,

⁴¹⁸ Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 1–16.; Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. – Wash. D.C.: Institute for International Economy, 1999. – 216 p.; Kenen P. The International Financial Architecture: What,s New? What,s Missing? – Wash. D.C.: Institute for International Economics, 2001. – 192 p.

⁴¹⁹ Наприклад, попит на валютні резерви є дуже чутливий до ймовірності настання криз по типу “раптова зупинка”. Однак, мірою того, як глобальна стабільність позитивно вплинула на зниження ймовірності таких криз, знову таки завдяки нагромадженим резервам, країни Азії та Росія за окремими підрахунками на кінець 2006 року виявились власниками монетарних активів понад оптимальний рівень на суму 1 трлн. дол. США. Див.: Kim J. Sudden Stops and Optimal Self-Insurance // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/144. – P. 1–34.

наприклад, як покриття грошової бази, та зовнішніх – покриття імпорту та короткострокових боргів, винятково з індикаторами режиму валютного курсу та вразливості до стресів тощо (еволюцію поглядів на критерії достатності резервів демонструє табл. 6.13.). Кожний наступний перегляд критеріїв адекватності резервів, швидко стереотипізуючись в очах глобальних гравців та органів макроекономічної політики, спонукав до розкручування попиту на них.

Таблиця 6.14.

**Еволюція погляду та зміст критеріїв адекватності
обсягу валютних резервів**

Критерій	Авторство (час виникнення)	Характеристика
Покриття імпорту	Конвенціональне визначення, сформоване у 1970-х роках	Адекватність резервів визначається у тижнях або місяцях імпорту. Як правило, резерви вважають адекватними, якщо вони покривають три місяці імпорту. Застосування цього критерію виправдане в умовах обмеженої мобільності капіталів, коли основним фактором формування зовнішніх активів центробанків була динаміка сальдо експорту/імпорту
Критерій Редді	Я. Редді (1997 р.)	Резерви адекватні, якщо покривають мінімально допустимий імпорт та платежі в рахунок обслуговування зовнішнього боргу. Цей критерій розширює попередній завдяки врахуванню боргової складової економіки, демонструючи те, що зовнішні запозичення та їх обслуговування перетворюються на вагомий фактор макрофінансової стабільності
Критерій Гвідотті	П. Гвідотті (1999 р.)	Адекватність резервів визначається можливостями країни обходитись без зовнішніх запозичень упродовж року. Арифметично це обраховується як сумування платежів у рахунок обслуговування зовнішнього боргу та від'ємного значення сальдо поточного рахунку. Виникнення цього критерію демонструє врахування проблеми доступу країни до міжнародних ринків капіталу. Оскільки такий доступ може виявитись обмеженим (внутрішні причини: дефолт, вкрай низький рейтинг; зовнішні причини: глобальна криза, екзогенні шоки, зміна ставлення до ризику), країна не повинна зазнати макрофінансової дестабілізації через це
Критерій Грінспена	А. Грінспен (2000 р.)	Валютні резерви будуть адекватні тоді, коли покриватимуть усі платежі по короткострокових зовнішніх запозиченнях або величину короткострокового припливу капіталу в країну. Основна перевага цього критерію в тому, що він акцентує увагу на вразливості країни до реверсних потоків капіталу та спекулятивних флуктуацій на глобальних ринках капіталу. Втім, він не враховує традиційні проблеми, які стосуються поточного рахунку платіжного балансу, який не обов'язково повинен покриватись за рахунок переливів короткострокових капіталів

Продовження табл. 6.14.

Критерій Де Б'юфорта Війнхольда та Кептейна	О. Де Б'юфорт Війнхольд та Е. Кептейн (2001 р.)	Резерви будуть адекватними тоді, коли вони покривають короткостроковий зовнішній борг та частку грошової бази, яка визначається режимом валютного курсу, а також враховують передбачений ризик країни. В умовах керованого плавання враховується покриття 10–20 % грошової бази для страхування від внутрішнього відпливу капіталів, в умовах гнучкого курсу – 50%. Однак на показник покраїнного ризику припадає 5–20% усієї величини адекватності, а сам такий ризик враховує 77 різних показників вразливості. Цей підхід враховує проблему реалізацію монетарної політики в умовах мобільності капіталів та вразливості країни до різного роду стресових ситуацій. Прийняття до уваги грошової бази – важливий елемент розгляду резервів з позиції важеля підтримання внутрішньої макрофінансової стабільності
Критерій, що враховує втрати від кризи та втрати від володіння	Центральний банк Колумбії (2003 р.)	Адекватними будуть ті резерви, які становлять позитивну різницю між величиною, що обраховується як ймовірність кризи помножена на величину втрат від кризи, та величиною, що обраховується як добуток величини резервів на коефіцієнт альтернативних витрат від володіння резервами та на різницю між одиницею та ймовірністю настання кризи. Перевагою є те, що методологічно показник враховує принципи аналізу втрат та вигод. Однак найбільша проблема в тому, що визначити показник ймовірності настання кризи та втрат від її настання дуже важко. Тим більше, що обидва показники приймають до уваги індикатори, які враховуються іншими критеріями адекватності резервів
Існує ще цілий набір критеріїв визначення адекватності резервів (наприклад, МВФ (2006 р.)). Основний акцент робиться на спробі ув'язати зміну ймовірності кризи із величиною резервів. Проблема в тому, що більшість складних підходів, які спираються на показники ймовірності та експортні оцінки, дуже складні у застосуванні, завдяки чому втрачають операбельність. З іншого боку, якщо цілями володіння резервами є інші, ніж страхування на випадок криз, раціональність таких підходів ставиться під сумнів. Однак за будь-яких обставин розвиток досліджень адекватності резервів основний акцент робить саме на тому, чи достатньо буде резервів в умовах нестабільних фінансових ринків та мігруючих криз, які можуть мати глобальних резонанс.		

Зростанню попиту на резерви як відображення слідуванню адекватності за набором критеріїв, як це видно з табл. 6.14., властива проблема ендогенності. Мірою глобальної інтеграції процес нарощування торговельної та фінансової відкритості стає постійним⁴²⁰. Так само розвиток та ускладнення фінансових ринків ставатимуть передумовою постійного підвищення показника вірогідності потрясіння. Це саме стосується ситуації, коли можливості фінансувати платіжні дисбаланси завдяки переливам капіталів, ставатимуть критеріальними факторами

⁴²⁰ Так, попит на резерви як природний наслідок торговельної та фінансової інтеграції в умовах глобалізації на сьогодні вже розглядається як аксіоматичний. Попри те, що в цих роботах не вказується на ендогенний вплив глобалізації на зростання резервів, ідея має ознаки спільності. Див.: Durdu С.В., Mendoza Е., Terrones М. Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Merchantilism // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/146. – Р. 1–54.; Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – Р. 3–19.

підвищення вразливості країни до шоків⁴²¹. Доларизація тут може виступати як один з аспектів ендogenous розкручування спіралі попиту на резерви⁴²². Фінансова глобалізація стає консистентною з процесом доларизації пасивів. Ризик цього явища спонукає країни додатково перестраховуватись на випадок негативного впливу зміни курсу на фінансово-банківський сектор. З іншого боку, наздоганяючий розвиток спонукає до підвищення реального обмінного курсу. Сприйняття в таких умовах номінальної корекції курсу вверх як рівноважної тільки заохочуватиме доларизацію пасивів, знову-таки штовхаючи до додаткового попиту на резерви.

Оскільки критерії відкритості чи ймовірності настання криз прямо чи опосередковано стають критеріями адекватності, то формуються внутрішні передумови для розкручування спіралі попиту на резерви, що тягне за собою необхідність підтримання нерівноважної профіцитної позиції поточного рахунку, що, агрегуючись на глобальному рівні, породжує фундаментальний тренд у бік примноження глобальних фінансових дисбалансів. Виникнення останніх якісно змінює монетарну карту світу, розширюючи запити на резерви та руйнуючи семантику зв'язків між станом системи, в рамках якої відбувся поштовх до зростання резервів, з наступним станом, у якому експансія зовнішніх активів центробанків змінює саму систему.

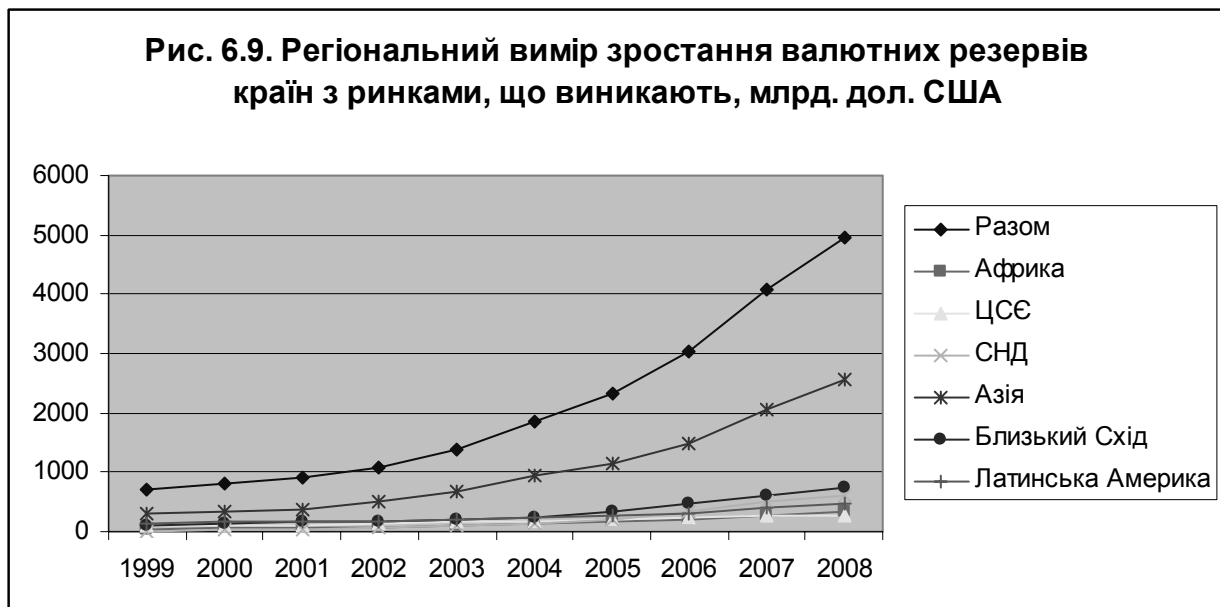
Так, як видно з рис. 6.6., зростання резервів описується експоненціальним трендом, підтверджуючи, що примноження резервних активів у глобальній економіці відбувається гіпершвидкими темпами. Саме період після 2001 р. характеризується чітким злом просто зростаючого тренду на зростання за експонентною. Фахівці ЄЦБ у цьому розумінні конкретніші, констатуючи, що “загадка” надшвидкого зростання резервів датується 2002 роком і має наступні характерні ознаки: зростання резервів у декілька разів було вищим, ніж за попередній період (1999–2001 рр.), коли матеріалізувалась реакція на азійську кризу; на азійських експортерів, перш за все Японію та Китай, припадає найбільша питома вага глобальної акумуляції резервних активів; зростання цін на

⁴²¹ Існують дослідження, які чітко вказують на те, як фінансова глобалізація вплинула на еволюцію поглядів щодо побудови критеріїв адекватності резервів. Див.: Jeanne O., Ranciere R. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/229. – P. 1–33.

⁴²² Про те, що доларизовані економіки повинні мати вищу забезпеченість резервами див.: Goncalves F. The Optimal Level of Foreign Reserves in Financially Dollarized Economies: The Case of Uruguay // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/265. – P. 1–24.

нафту приєднало до загального процесу експансії резервів їх акумуляцію експортерами енергоресурсів⁴²³.

Регіональна специфіка зростання резервів (рис. 6.9.) дає можливість чітко побачити, що, з одного боку, акумуляція зовнішніх активів центробанками властива усім географічним групам країн, тобто демонструє глобальну загальність цього феномена. З іншого боку, Азійські країни, не набагато відрізняючись за масштабами резервів у посткризовий період від решти світу, починають радикально випереджати за даними темпами усі регіони світу. На другому місці опиняються країни Близького Сходу, а завдяки зростанню резервів Банку Росії країни СНД як група зайняли третю позицію. В цьому випадку, вони випередили як колишні постсоціалістичні країни, де швидкі темпи примноження валютних резервів є наслідком значного припливу ПІІ, так і регіон Західної Півкулі, де рівень резервів історично хоч і був незначним, але процес їх мобілізації все ж таки має тривалу історію. Процес швидкого нагромадження валютних резервів актуальний і для Африки – континенту, який увесь повоєнний період посідав найслабші позиції у сфері вразливості до зовнішніх шоків, але за останнє десятиліття випередив країни Центрально-Східної Європи за цим показником.



Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P. 240.

Нагромадження резервів у розрізі країн частково відповідає регіональним трендам. Суттєвою відмінністю є те, що серед держав, в активах монетарних органів яких перебувають найбільші обсяги валютних

⁴²³ The Accumulation of Foreign Reserves // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – P. 7–9.

резервів, опиняються дві розвинуті країни – Японія та Південна Корея. Завдяки ним значення Азії як регіону загалом у сфері розподілу глобальних резервів стає очевидним ще більше (табл. 6.15.). Проте лідерами у володінні резервами стали Японія та Китай, на долю яких за останній час припадало найбільше значення глобального приросту зовнішніх монетарних активів. Наприклад, за 1995–1996 рр. на Японію припадало 26,1% зростання глобальних резервів, на Китай – 14,%, Тайвань – -1,5%, Росію – 2,6%, Корею – 2,2%, Індію – 0,0%, Малайзію – 0,4%, Сінгапур – 5,2%, Алжир – 0,5%, Бразилію – 6,2%. Однокова спрямованість руху резервів у розрізі цих країн під час кризи в Азії та Росії змінилась і становила за 1997–1998 рр., відповідно, 47,8%, -5,2%, 2,6%, -2,8%, 27,7%, 9,4%, -1,8%, -3,4%, 2,6%, -19,0%. Однак у наступні періоди вона вирівнялась, висуваючи на перші місця Японію та Китай. За 1999–2001 рр. значення цього показника, відповідно, становило 14,7%, 39,0%, 6,7%, 5,6%, 10,8%, 3,9%, 0,7%, 0,3%, 2,5%, 0,3%, а за 2002–2005 – 29,0%, 24,0%, 7,1%, 6,1%, 5,5%, 5,0%, 2,7%, 2,2%, 1,8%, 1,0%⁴²⁴. Якщо подивитись на дані табл. 6.15., то можна переконатись, що завдяки таким стабільним темпам зростання резервів як частки їх глобальної динаміки Китай та Японія опинились у статусі абсолютних домінант у сфері глобальних монетарних процесів.

Таблиця 6.15.

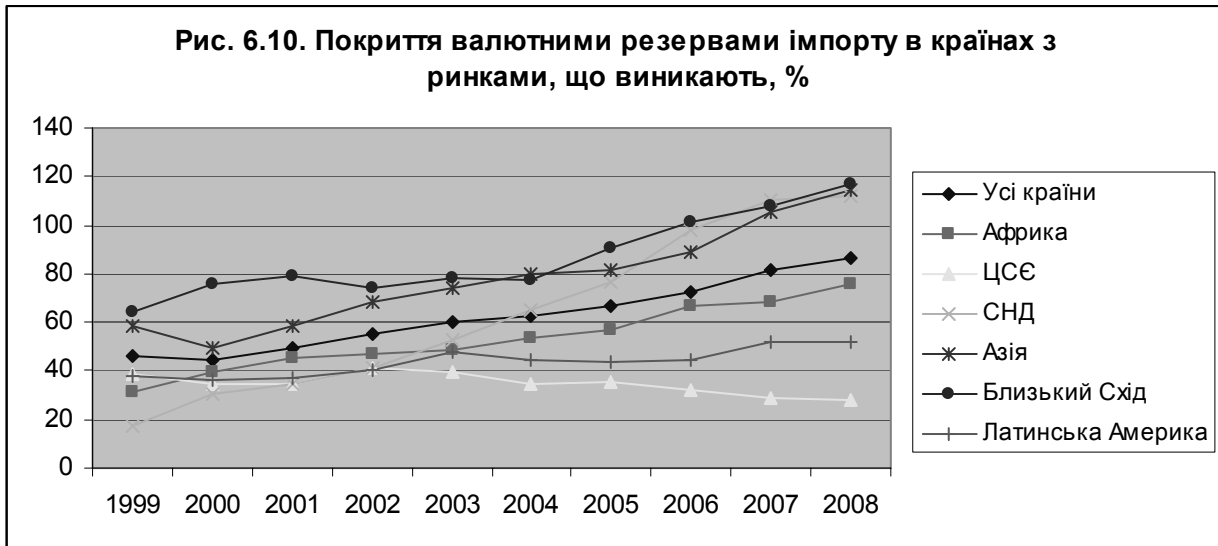
**Валютні резерви в країнах з найбільшим володінням ними,
млрд. дол. США**

	1995	2000	2005	2007
Японія	172,4	347,2	823,1	1243,5
Китай	73,6	165,6	769,0	1559,5
Тайвань	90,3	106,7	253,7	-
Південна Корея	-	96,2	205,9	225,6
Росія	14,4	24,3	155,7	419,5
Індія	-	36,8	136,9	201,7
Гонконг	55,4	107,6	122,0	130,2
Сінгапур	68,8	80,4	115,5	-
Малайзія	22,9	28,6	75,8	79,2
Мексика	15,7	36,2	68,6	80,3
Бразилія	51,8	33,0	54,8	175,1
Алжир	2,0	11,9	51,7	-
Таїланд	-	32,5	48,3	60,0
Норвегія	21,1	26,7	42,7	-
Туреччина	-	19,6	41,7	58,6

Джерело: The Accumulation of Foreign Reserves // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – P. 11.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P. 240.; Wijnholds O., Sondergaard L. Reserve Accumulation: Objective or By-product? // ECB Occasional Paper. – 2007. – № 73 – P. 13.

⁴²⁴ The Accumulation of Foreign Reserves // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – P. 9.

Таке гіпершвидке нагромадження резервів позначилось на тому, що їх обсяг перевищив будь-які уявні критерії адекватності. Наприклад, за найбільш поширеним конвенціональним критерієм покриття резервами імпорту в окремих випадках вимірюється не тижнями чи місяцями, а роками (рис. 6.10.).



Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P. 241.

Покриття резервами 3 місяців імпорту означає, що співвідношення між цими параметрами повинно становити 25%. Вже на 1999 р. невідповідність цьому критерію стосувалась тільки країн СНД, а через 10 років воно було перевищено у кілька разів усіма регіонами, окрім країн Центрально-Східної Європи (рис. 6.10.). В результаті в усіх країн, що не належать до розвинутих, обсяги резервів майже зрівнялися з обсягами імпорту, а співвідношення між ними подвоїлось. Рекордсменами виявились азійські країни та експортери енергоресурсів, внаслідок чого у них резерви перевищили імпорт. Якщо порівняти дані з рис. 6.9. та 6.10., то можна побачити: перевищення обсягами резервів конвенціонального критерію адекватності в розрізі регіонів більш однорідне, ніж у випадку динаміки у абсолютній величині. Це засвідчує глобальну тенденцію зростання попиту на них та генерує дисбаланси такого масштабу, коли така тенденція спроможна реалізуватись одразу в усьому світі.

Аналогічна картина стосується й інших критеріїв достатності. Так, якщо на середину 1990-х покриття резервів короткострокових боргів у Китаї становило 3,6, Гонконгу – 0,5, Індії – 0,4, Індонезії – 0,6, Південній Кореї – 0,5, Малайзії – 2, 5, Філіппінах – 1,1, Сінгапурі – 0,4, Тайвані – 4,2, Таїланді – 1,0, то через десять років воно вже становило, відповідно, 14; 2;

5; 2; 3,8; 4; 2; 2; 6; 5. Аналогічна тенденція спостерігається і щодо покриття резервами грошової бази. Якщо в середньому для вказаних країн цей показник на початок періоду не перевищував 20–30% (окрім Сінгапуру, де він становив 90%), то через десять років він зріс у 1,5–2 рази, відображаючи суттєве покращення ситуації щодо ризику внутрішнього відпливу капіталу та погіршення умов формування валютного курсу. Як наслідок, відбулося зростання частки зовнішніх активів центробанків у балансі. Наприклад, в Китаї воно збільшилось з 41% у 1999 р. до 59% у 2005 р., у Гонконгу, відповідно, з 69% до 85%, Тайвані – з 84% до 90%, Індії – з 43% до 89%, Південній Кореї – з 60% до 82%, і тільки в Японії воно зменшилось з низьких 4% до 2%⁴²⁵. Це саме стосується перевищення обсягами резервів межі їхньої адекватності за критерієм Де Б'юфорта Війнхольда та Кептейна (пояснення див. у табл. 6.14.). У посткризовий 1999 рік розподіл 24 країн з ринками, що виникають, за ступенем адекватності резервів за даним критерієм склався на рівні 50 на 50, а вже на 2006 р., резерви нижчі, ніж критеріально адекватні, виявились тільки в Туреччині, Угорщині та Чехії⁴²⁶.

Як не дивно, але розуміння того, що у світі спостерігається надмірне нагромадження резервів, проявилось ще на досить ранньому етапі⁴²⁷. Також, емпіричний аналіз підтвердив, що обсяги нагромаджених валютних резервів вже на 2003 рік не відповідають ув'язці з жодним показником фундаментальних макроекономічних процесів як на глобальному, так і на національному рівнях⁴²⁸. Незважаючи на чіткі свідчення розуміння проблеми надмірного зростання резервів, їх експансія продовжилась і в майбутньому. Спадаючий тренд курсу долара тільки підсилив цей процес. Більшість центробанків започаткували практику запобігання підвищенню курсу долара щодо власних валют, тим самим запобігаючи корекції платіжного дефіциту США. Всезростаюче офіційне володіння американськими активами підтверджує виникнення феномена запобігання окресленню ринковій траєкторії курсу американської валюти

⁴²⁵ The Accumulation of Foreign Reserves // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – P. 30, P. 32, P. 41.

⁴²⁶ Wijnholds O., Sondergaard L. Reserve Accumulation: Objective or By-product? // ECB Occasional Paper. – 2007. – № 73 – P. 11–12.

⁴²⁷ Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. – 2004. – P. 1–31.

⁴²⁸ Disyatat P. Rationalizing Asia's Foreign Reserves Build-up // Bank of Thailand Economic Monitor. – 2003. – Dec. – P. 1–8.; Gosselin M.-A., Parent N. An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia // Bank of Canada Working Paper. – 2005. – 2005-38. – P. 1–40.

завдяки підтриманню платіжних профіцитів, які і уможливають відрив обсягів валютних резервів від усіх мислимих критеріїв достатності.

Завдяки втраті зв'язку резервів з критеріями адекватності глобальні монетарні процеси зазнають радикального викривлення. По-перше, процес перетворення резервів на домінуючий фактор балансу центральних банків в умовах їх швидкої акумуляції засвідчує глибокий перекид на користь посилення глобальних факторів внутрішньої грошової пропозиції цілих регіонів світу. Якщо прийняти до уваги, що аналогічна картина спостерігається скрізь, за виключенням розвинутих країн (окрім Норвегії), то глобальні дисбаланси починають визначати базову модель експансії зовнішньої та внутрішньої ліквідності. Приймаючи до уваги те, що в країнах з найбільшим володінням резервами – Китаї та Японії – їх частка в балансі центробанків не є критичною, так само не покриваючи значної частини грошової бази, перспективи подальшої експансії резервних активів зберігаються в цілому по світу з міркувань конкурентного запобігання ревальвації, але обмежуватимуться зростанням ризику прискорення інфляції. По-друге, забезпечуване нагромадженням резервів форсоване економічне зростання змінює щільність розподілу доходів практично в усіх країнах з ринками, що виникають, особливо в Китаї та Індії, внаслідок чого формуються фундаментальні зрушення у відносних цінах та сильні секторні виклики, обумовлені стрибком світових цін на енергоносії, продовольство та метали, які загрожують глобальній інфляційній стабільності. По-третє, швидка акумуляція резервів знижує глобальні процентні ставки та стимулює подальше посилення нерівноваги платіжних позицій в світі. Наприклад, дослідження, здійснювані багатьма центробанками та аналітичними агентствами, прямо вказують, що масове розміщення зростаючих резервів призводить до зниження доходності боргових інструментів Казначейства США від 20 до 200 базисних пункти⁴²⁹. По-четверте, експансія резервів призводить до формування м'якого глобального монетарного клімату, внаслідок чого статус поточного рахунку починає доповнюватись потоками капіталу, що разом сприяє прискореній мобілізації зовнішніх активів практично усіма центробанками країн з ринками, що виникають.

⁴²⁹ Узагальнено 12 емпіричних досліджень впливу глобальних факторів на дохідність боргових паперів уряду США: *The Accumulation of Foreign Reserves* // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – Р. 24. Внаслідок цього вплив на глобальні процентні ставки з боку значних бюджетних дефіцитів розвинутих країн знизився в ієрархії, порівняно із значимістю факторів глобальних монетарних взаємин. Див.: Haunter D., Kumar M. *Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The “New Economy”?* // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/112. – Р. 1–32.

Останній випадок потребує певних уточнень. Якщо одразу після Азійської кризи поєднання занижених після обвалу курсів валют із профіцитним платіжним балансом сприймалось як визначальний фактор глобальної експансії резервів⁴³⁰, то нові можливості, які дає м'який глобальний монетарний клімат, демонструють, що взаємодія поточного рахунку та потоків капіталу перериває однорідність даної тенденції. Починає окреслюватись поділ країн на три базові групи, де валютні резерви зростають: внаслідок профіциту поточного рахунку (більшість експортерів енергоресурсів та окремі країни Азії); профіциту поточного рахунку і припливу капіталів (Китай, Індія, Південна Корея, більшість країн Латинської Америки; дефіциту поточного рахунку і припливу капіталів (постсоціалістичні країни)⁴³¹. Таке поєднання є наслідком монетарних та фінансових вимірів взаємодії між платіжними позиціями та потоками капіталу, які призводять до виникнення надмірно ліквідного глобального макрофінансового середовища (рис. 6.11.).



Рис. 6.11. Валютні резерви в системі формування надмірно ліквідного глобального макрофінансового середовища

⁴³⁰ Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches – 2002. // www.bis.org.; Knight M. Challenges to Financial Stability in the Current Global Macroeconomic Environment // BIS Speeches. – 2005. // www.bis.org.

⁴³¹ The Accumulation of Foreign Reserves // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – P. 14.; Wijnholds O., Sondergaard L. Reserve Accumulation: Objective or By-product? // ECB Occasional Paper. – 2007. – № 73 – P. 36.

З цього випливає, що будь-який сильний глобальний стрес, який обмежує можливості гіпертрофувати резерви, одразу руйнує базу глобальної грошової пропозиції тим самим наражаючи весь світ на кризу ліквідності і, відповідно, колапс економічного зростання та підвищення фінансового добробуту в умовах різкого стискання ринків капіталу та глобального попиту. Незважаючи на формально-логічну структурованість розглянутого надмірно ліквідного глобального макрофінансового середовища, масштаби експансії валютних резервів, відірвані від розуміння меж адекватності, вимагають з'ясування концептуальних причин виникнення ситуації.

Концептуальні позиції з приводу експансії глобальних валютних резервів

Виникнення нових теоретичних підходів до обґрунтування надшвидкого нагромадження резервних активів у країнах з ринками, що виникають, і перш за все в Азії, відштовхується від позицій, актуальних у період до та одразу після Азійської кризи:

- режим валютного курсу та конвертованості валют є безпосередніми визначниками вибору щодо забезпеченості країни резервними активами. Чим гнучкіший валютний курс, тим менші резерви потрібні. Чим більш ліберальний режим регулювання потоків капіталу, тим вищі резерви потрібні. Цей погляд можна назвати хрестоматійним⁴³²;

- від обсягу резервів залежить рейтинг країни як суверенного позичальника, відповідно – спред – отже доходність фінансових інструментів на міжнародних ринках;

- резерви розглядаються як один з параметрів платоспроможності країни, тобто опосередковано чи прямо визначають ступінь доступу країни до міжнародних ринків капіталу та можливостей фінансувати платіжний баланс з приватних джерел;

- підвищення волатильності капіталів та валютних курсів вимагає посилення “озброєння” країни резервними активами задля мінімізації ризику спекулятивних дестабілізацій;

- формування нової глобальної фінансової архітектури передбачає зростання ролі валютних резервів як на національному, так і глобальному рівні, як важелів протистояння глобальним валютно-фінансовим дестабілізаціям (детальніше див. вище).

⁴³² Див. наприклад: Карбау Р. Міжнародна економіка / Пер. з англ. – Суми: Козацький вал. – 2004. – С. 611–617.

Такі позиції спиралися на доволі поширене уявлення про природу функціонування міжнародної валютної системи, коли межею можливого зростання резервів є внутрішня інфляція, а невідповідність внутрішніх та зовнішніх цілей монетарної політики призводить до значних втрат від стерилізації резервів, або ж факт стерилізації викликає сумніви в адекватності політики, заохочуючи спекулятивні настрої. Однак дефляційні наслідки глобалізації та спадаючий тренд інфляції у світі (до 2008 року) суттєво послабили пильність щодо інфляційних пересторог відносно експансії резервів. Завдяки цьому сприятливе глобальне інфляційне підґрунтя змінило рамкові умови нагромадження резервів. З іншого боку, ще на початку 2000-х років виявлення відриву зв'язку обсягів резервів від критеріїв адекватності (які також еволюціонують у бік обґрунтування їх більшого обсягу та багатофункціонального застосування) та перетворення їх на складовий елемент системи розкручування глобальних фінансових дисбалансів спонукало до концептуального перегляду місця та ролі зовнішніх активів центробанків у сучасних глобальних умовах.

Сьогодні сформувалися нові теоретичні підходи, в рамках яких робиться спроба пояснити поточну ситуацію. Вони не заперечують у чистому вигляді вихідні позиції аналізу резервів у категоріях попиту та пропозиції, однак констатують, що в сучасних умовах зростає інструментальна роль резервів у більш далекосяжній стратегії пристосування до актуальних глобальних викликів та загроз, що постійно оновлюються. Завдяки цьому, монетарний вимір нагромадження резервів розширюється і переноситься на більш широку концептуальну палітру. До таких нових поглядів можна віднести:

- нагромадження резервів як відкладання структурних реформ;
- запобігання ревальвації в умовах припливу капіталів;
- монетарний меркантилізм;
- фінансовий меркантилізм;
- Бретон Вудс 2;
- самострахування, або попереджувальний попит;
- згладжування шоків (фінансових, продуктивності, умов торгівлі);
- конкурентне нагромадження з метою збереження конкурентних переваг (дане бачення в англійській літературі розглядається як конкурентне відгороджування з допомогою резервів (від англ. *competitive hoarding*)).

Зростання резервів та відкладання структурних реформ.

Практично усі кризи періоду розвитку процесів глобалізації продемонстрували, що обвал валюти та глибокі проблеми у фінансово-банківському секторі є наслідком структурних перекосів. Експансивна макроекономічна політика є намаганням забезпечити економічне зростання чи перерозподільчий статус кво в умовах, коли глобальна конкуренція вимагає структурної та інституціональної трансформації. Це повною мірою стосується як реального, так і фінансового сектору. Переоцінка валют та переобтяженість зовнішніми боргами в умовах високої мобільності капіталів стають причинами виникнення кризи. Обвал валют після криз та сприятливе зовнішнє оточення дозволяють мобілізувати резерви завдяки стимулам для експортного зростання, що формує певну видимість покращення ситуації в довгостроковому періоді. Так, практично усі країни, які постраждали під час потрясінь кінця 1990-х років, зіткнулися з поєднанням швидкого економічного відновлення на тлі занижених валютних курсів. Підтримання їх на заниженому рівні дозволяє швидко нагромадити резерви⁴³³. У такий спосіб послаблюється залежність від міжнародних потоків капіталу, тиску з боку МВФ, а також запобігається суттєвому підвищенню реального обмінного валютного курсу, приймаючи до уваги, що це мало би відбуватись за умов збереження суттєвого інфляційного фону внаслідок відкладання реформ⁴³⁴.

Існує й складніший підхід. У його рамках пояснюється ув'язка між структурною слабкістю економіки і попитом на резерви, відштовхуючись від того, що останні слугують своєрідною страховкою для країн, які здійснюють дорогі зовнішні запозичення. Причина, яка до цього їх підштовхує, – значні політико-економічні втрати при стягненні податків та нерозвинутий внутрішній фінансовий ринок. У такій ситуації зростання валютних резервів розв'язує принаймні декілька фіскальних проблем: уможлиблює вихід на зовнішні ринки капіталів; завдяки монетизації економіки послаблює фіскальний тягар. Це створює ситуацію, коли основним завданням макроекономічної політики є створення можливостей

⁴³³ Rato de R. The IMF's Medium-Term Strategy: New Priorities, New Directions. Remarks by R. de Rato Managing Director, International Monetary Fund At the Aspen Institute, Rome, Italy, February 9, 2006 // IMF Speeches. – 2006. // www.imf.org.

⁴³⁴ Про те, що вибір стосовно швидкості структурних реформ є такою ж самою дилемою для оптимізаційної монетарної політики як вибір між інфляцією та безробіттям, є невід'ємним аспектом елементом макрополітики в умовах глобалізації див.: Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.

для нагромадження резервів, наприклад через занижений валютний курс, що, по-перше, опосередковано забезпечує циклічне згладжування податкових недонадходжень, а по-друге, – заміщає податковий тиск на збільшення боргового тягара, покритого резервами⁴³⁵.

Незважаючи на першоджерело структурної слабкості, можливості підтримання економічного зростання завдяки заниженому курсу та зростанню резервів дозволяє уникати перерозподільчих конфліктів, які є природним наслідком структурних та інституціональних змін. В аспекті реального сектору експортери отримують можливість нарощувати обсяги випуску без суттєвих затрат на підвищення продуктивності праці. В аспекті фінансового сектору зростання обсягів зовнішніх активів центробанків позитивно впливає на внутрішню монетизацію економіки, тим самим опосередковано субсидуючи проблемний чи структурно слабкий фінансовий сектор. Завдяки розширенню внутрішньої ліквідності, викликаній екзогенним впливом на грошову базу, фінансовий сектор отримує можливості нарощування активних операцій без проблеми ув'язки виходу на міжнародні ринки капіталу з транспарентністю звітності, руйнацією специфічних агентських відносин та покращенням платоспроможності на ринковій основі. Зрештою, проблема інституціональних спотворень у системі корпоративного управління актуальна і для реального сектору. Поєднання обох випадків призводить до того, що завдяки заниженому курсу відбувається активізація найпростіших виробництв, які відтягують ресурси з решти секторів, тим самим консервуючи структурні зміни, які би викликалися завдяки ринковому саморегулюванню. Зручність такого підходу впливає з того, що валютно-курскові фактори створюють самі прості цінові стимули для активізації продажів, завдяки чому традиційні форми економічної діяльності в структурному та інституціональному розумінні опиняються в ізоляції від глобального конкурентного тиску.

Внаслідок прихованого субсидування структурно слабких економічних одиниць розвиток економіки починає концентруватись довкола спотворених алокаційних імпульсів, загострюючи проблему експансії традиційного експорту з низьким ступенем обробки та нагромадження поганих боргів, що не призводить до суттєвого внутрішнього мультиплікативного ефекту, запобігає підвищенню реальної

⁴³⁵ Aizenman J., Marion N. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection // Economic Journal. – 2004. – vol. 17. – P. 370–400.

заробітної плати, продуктивності та гнучкості економіки. Нагромаджені резерви та монетизація створюють оманливі уявлення про макрофінансову стійкість країни, що штовхає до зовнішніх запозичень для розширення інвестицій у традиційних секторах. Нагромаджені структурні диспропорції потребують постійної підтримки, внаслідок чого будь-які об'єктивні передумови зміни номінального валютного курсу, наприклад, в умовах падіння курсу валюти прив'язки, сприймаються як ворожі, а падіння останньої взагалі розглядається як додаткова можливість стимулювання зростання, що прискорює нагромадження резервів.

Підтримання такої стратегії має лише два базових обмеження: внутрішня інфляція і глобальні секторні зрушення, що призводять до різких змін цінних пропорцій на світових ринках. Обидва обмеження можуть взаємодіяти з відтоком капіталів, переростаючи у кризогенну ситуацію. Попри те, що більшість пострадянських, і насамперед Україна, латиноамериканських та азійських країн відповідають цій моделі, дуже важко емпірично верифікувати її ознаки на конкретних прикладах. Це пов'язано з тим, що: економічне зростання, яке викликається у традиційних секторах, заохочує суміжні та сервісні сектори, ринкове саморегулювання в яких може створити потужні стимули для загального прискорення розвитку; спроби консервації структурних реформ найяскравіші на ранніх етапах, а позитивна динаміка ВВП дозволяє полегшити тягар їх здійснення; глобальна кон'юнктура може заохочувати розвиток інших секторів, окрім традиційних. Примноження позитивних моментів може ототожнитись із політикою заниженого курсу, наражаючи країну на розвиток за спіраллю: "криза – девальвація – зростання завдяки традиційному експорту – зростання валютних резервів – прискорення інфляції – підвищення реального обмінного курсу – криза – девальвація". Лише перехід на політично неприйнятний рівень інфляції запускає в дію механізм оптимізаційного вибору між приборканням зростання цін та прихованим субсидуванням структурно слабких секторів завдяки зростанню резервів.

Водночас, попри найбільш очевидну простоту такої моделі, наявність широкого набору країн, які мають відмінне ставлення до структурних трансформацій, схильні забезпечувати контроль за інфляцією, але зберігають акцент на акумуляції резервів, свідчить про те, що таке концептуальне бачення не може претендувати на загальність, навіть якщо дуже добре ілюструє окремі випадки, чи стартові моменти у

випадках, які описуються з допомогою інших підходів. Так, самозаміщення структурної слабкості на резерви одразу породжує проблему морального ризику, що призводить до переобтяження країни зовнішніми боргами. Сумніви в можливостях їх обслуговувати, навіть якщо резерви для цього достатні одразу би результували в спекулятивній атаці чи раптовому відпливу капіталів за першої ознаки погіршення зовнішньої кон'юнктури. Слідування логіці цільового домінування валютних резервів у стратегії економічної політики може свідчити про те, що їм відводиться більш самодостатня роль, а не тільки підтримка структурно слабких бізнес-одиниць.

Приплив капіталів. Зростання резервів, обумовлене припливом капіталів, у сучасних умовах дуже часто розглядається як необхідність. Вхідні потоки короткострокових капіталів спроможні суттєво підірвати національну конкурентоспроможність завдяки підвищувальному тиску на курс, а вплив – навпаки – спровокувати кризу. Звідси випливає, що коливання в потоках капіталу повинно скореговуватись коливаннями резервів, а не курсу. Саме в такому контексті стверджується, що поточні тенденції у сфері глобальних дисбалансів викликаються виходом потоків капіталу на нові рівноважні рівні. Спрямовуючись в окремі регіони, перш за все до Азії, вони спонукають до зростання резервів⁴³⁶. Така логіка цілком актуальна і для постсоціалістичних країн, в яких спостерігається значний платіжний дефіцит. З концептуальної точки зору, фінансова глобалізація та зростання обсягів потоків капіталу запускають в дію ендогенний механізм зростання резервів. Така тенденція контрастує з досвідом розвинутих країн, в яких зв'язок між резервами та потоками капіталу не простежується, та країн, що розвиваються, в період 1980-х. На той час зростання в обсягах потоків капіталу негативно корелювало зі зростанням резервів⁴³⁷.

⁴³⁶ Genberg H., McCauley R., Park Y.-Ch., Persaud A. Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, Reality and the Future // www.cepr.org.

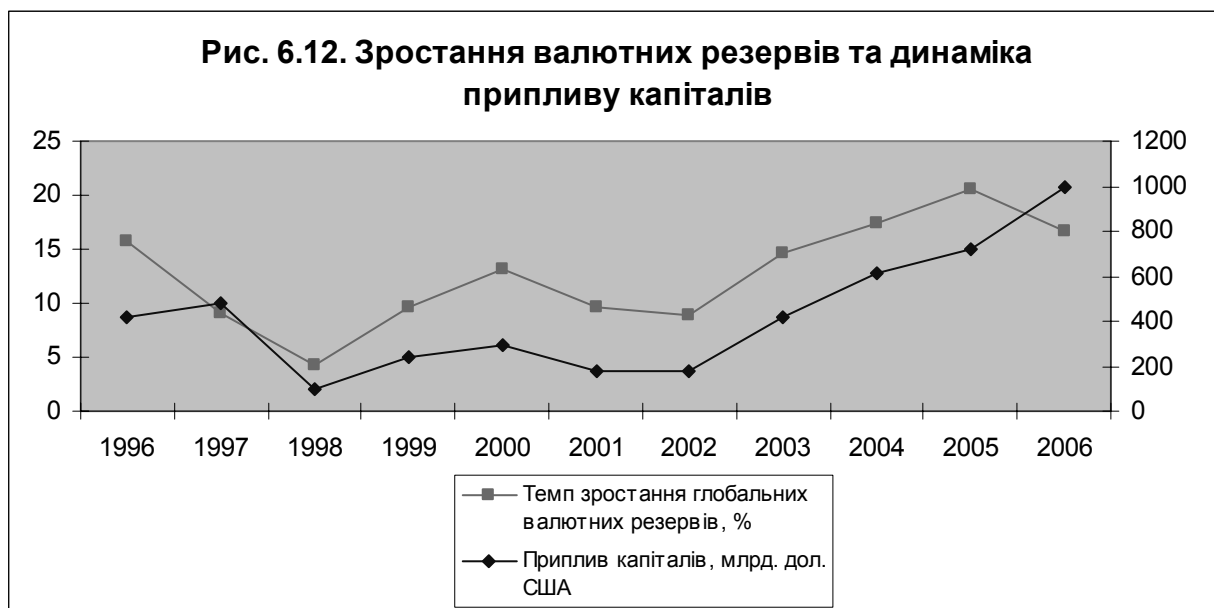
⁴³⁷ Choi W. G., Sharma S., Stromqvist M. Capital Flows, Financial Integration, and International Reserves Holding: The Recent Experience of Emerging Market and Advanced Economies // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/151. – P. 1–36.

Звернемо увагу, що період 1985–1994 рр. – єдиний з 1965 року, коли зростання глобальних резервів негативно корелює із дефіцитом платіжного балансу США. Див.: Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 494–495.

Такий збіг можна пояснити, виходячи з того, що за цей період зростання обсягів потоків капіталу забезпечувалось завдяки транскордонним переливом між розвинутими країнами, які розпочали масову фінансову дерегуляцію. Так само на цей період припав значний приплив капіталів на ринок США. Це є природним з огляду на те, що країни третього світу тільки почали оговтуватись від кризи зовнішньої заборгованості. Саме завдяки цьому зростання валютних резервів не мало фундаментальних джерел, так як це є на сьогоднішній момент у вигляді стійких глобальних платіжних дисбалансів. Природно, що у 1980-х роках зростання у потоках капіталу не корелювало зі зростанням резервів. Для цього просто не було необхідних передумов на рівні глобальної взаємозалежності.

Втім, потрібно висловити суттєвий скепсис з приводу того, що потоки капіталу призводять до нагромадження платіжних дисбалансів та спонукають до експансії валютних резервів у таких масштабах. Так, вищеописаний поділ країн на групи, які відрізняються між собою з точки зору джерел збільшення зовнішніх активів вже є підставою вважати, що таку позицію потрібно розглядати тільки як окремих випадок більш фундаментальних процесів. Постійність, з якою резерви зростають, мала би означати відповідну постійність у припливі короткострокових капіталів. Така ситуація цілком можлива, але здебільшого у короткостроковому періоді, коли мінливість спекулятивних факторів припливу капіталів стає актуальною, а їх нейтралізація з допомогою коливання резервів, а не курсів виглядає резонною. Водночас у випадку, коли поява системних передумов нарощування спекулятивного припливу капіталу починає загрожувати внутрішній макрофінансовій стабільності, набагато ефективніше відреагувати з допомогою зміни номінального курсу. Взагалі коливання курсу можуть суттєво нейтралізувати спекулятивні мотиви щодо переливів капіталу, оскільки ризик валютної дохідності повністю приймає на себе спекулянт. Такий досвід більшості країн з плаваючим курсом є серйозним аргументом проти того, щоб розглядати поточні фінансові дисбаланси з позиції припливу капіталів.

Більш систематичний компонент зростання обсягів припливу капіталів – ПП – також не може до безмежності впливати на експансію резервів. Тим більше, що у світлі досвіду трансформаційних економік суттєве зростання ПП призводить до погіршення платіжного балансу. Прискорене економічне зростання, що пов'язується з позитивним впливом на продуктивність з боку ПП, спонукає до підвищення реального обмінного курсу. Затримка із корекцією номінального курсу може означати виникнення негативних інфляційних наслідків. У випадку ж азійських країн прискорення інфляції розпочалось тільки з глобальним зростанням цін на енергоносії та продовольство у 2008 р. До цього часу поєднання спадаючої інфляції, значного припливу капіталу та експансії резервів могло викликатись тільки за наявності глибокої схильності до дисбалансу між заощадженнями та інвестиціями – тобто платіжної нерівноваги. Формальний зв'язок між зростанням обсягів припливу капіталу та темпами зростання резервів простежується (рис. 6.12., який є окремих випадком рис. 6.8., але який найбільш чітко засвідчує, що посилення кореляції між цими параметрами відбулося саме за останній період).



Джерело: IMF Annual Report. 2004. – Wash., D.C.: IMF, 2004. – P. 102–103.; IMF Annual Report. 2006. – Wash., D.C.: IMF, 2006. – P. 129.; Pazarbasioglu C., Goswami M., Ree J. The Changing Face of Investors // IMF Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 1.

Але це швидше вияв ситуації, коли коливання резервів, а не курс, супроводжує потоки капіталу в короткостроковій перспективі, за умов, що підтримання платіжного профіциту є більш пріоритетною місією резервів, заради чого і запобігається швидкій корекції номінального курсу. На користь останнього свідчить те, що обсяги платіжного профіциту в Азії суттєво перевищують обсяги чистих приватних потоків капіталу, а абсолютний приріст резервів більше корелює із першим. Однак для Африки, країн ЦСЄ та Латинської Америки приплив капіталів як детермінанта зростання резервів залишається актуальним (табл. 6.16.). З огляду на те, що країни Азії забезпечують найбільше прирощення резервів, то саме їх профіцити зумовлюють те, що платіжні позиції, а не потоки капіталу починають домінувати серед причин експансії валютних резервів у світі.

Як видно з табл. 6.16., показники припливу капіталів одразу після кризи загалом по світу більшою мірою впливають на показники абсолютного зростання резервів. Згодом починає більшою мірою даватись взнаки профіцит платіжного балансу. Завдяки цьому сукупність короткострокових періодів, у яких зростання резервів поглинає приплив капіталів, створює оманливе уявлення про те, що саме останні викликають розкручування спіралі дисбалансів. Скоріше навпаки: намагання підтримувати профіцит платіжного балансу та відповідного типу економічного зростання в сучасному глобальному макрофінансовому

середовищі створює передумови для зростання можливостей для прибуткового ввозу капіталу, оскільки зростають доходи, споживання та ємність ринку країн-реципієнтів.

Таблиця 6.16.

Поточний рахунок, абсолютне зростання валютних резервів та чисті потоки приватного капіталу в розрізі регіонів світу, млрд. дол. США

	1999	2001	2003	2005	2007
Країни з ринками, що виникають					
Поточний рахунок	-19,3	40,8	146,3	438,2	593,3
Чисті приватні потоки капіталу	74,4	80,6	168,3	271,1	495,4
Абсолютне зростання резервів	98,1	122,6	359,7	595,3	1085,3
Африка					
Поточний рахунок	-14,2	0,9	-1,8	16,4	-0,5
Чисті приватні потоки капіталу	8,9	7,1	7,0	26,5	42,1
Абсолютне зростання резервів	0,6	10,3	11,6	43,4	52,1
ЦСЄ					
Поточний рахунок	-25,8	-16,0	-37,4	-61,9	-119,2
Чисті приватні потоки капіталу	35,7	10,9	53,7	116,1	140,5
Абсолютне зростання резервів	12,1	3,0	12,9	47,0	27,1
СНД					
Поточний рахунок	23,8	33,1	35,9	88,3	77,2
Чисті приватні потоки капіталу	-13,3	7,1	18,3	34,4	82,4
Абсолютне зростання резервів	6,5	14,4	32,7	77,2	153,3
Азія					
Поточний рахунок	38,3	36,5	82,9	163,8	389,2
Чисті приватні потоки капіталу	-2,9	23,3	65,3	83,3	157,2
Абсолютне зростання резервів	84,8	85,8	236,0	288,9	624,0
Близький Схід					
Поточний рахунок	15,1	40,0	59,0	196,7	227,0
Чисті приватні потоки капіталу	-4,7	-6,9	1,7	-24,5	-10,6
Абсолютне зростання резервів	0,8	11,0	33,4	106,5	115,9
Латинська Америка					
Поточний рахунок	-56,4	-53,8	7,7	34,9	19,5
Чисті приватні потоки капіталу	50,7	39,1	22,2	35,3	83,7
Абсолютне зростання резервів	-6,6	-1,9	33,0	32,4	113,0

Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – P. 232., P. 238.

Монетарний (новий) меркантилізм. Цим терміном позначається намагання центральних банків забезпечити стимулювання експорту з допомогою підтримання заниженого валютного курсу та запобігання його номінальній корекції вгору⁴³⁸. Завдяки цьому зростання експортних надходжень неминуче призводить до збільшення обсягів валютних резервів. Саме таку тенденцію вважають найхарактернішою для азійських країн після потрясінь 1990-х років, а також певною мірою для багатьох експортерів первинних ресурсів з інших регіонів світу. Досвід стимулювання експорту з допомогою підтримання заниженого валютного курсу в Азії відомий ще з 1960-х років і він розглядався як продовження промислової політики, зорієнтованої на нарощування ВВП завдяки експансії на зовнішні ринки, що опосередковано дозволяє уникнути загострення проблеми інноваційного розвитку. Тобто глобальні ринки – джерело конкуренції та інновацій, що створюють позитивні алокаційні стимули, а занижений курс підштовхує до виходу на ті ринки, де такі стимули стають найбільш актуальними. Попри неоднозначну оцінку такої стратегії з міркувань погіршення транспарентності у зв'язках між владою та фінансово-промисловими групами, вона давала певні результати впродовж декількох десятиліть поспіль.

Глобалізація змінила картину. По-перше, загострилась конкуренція. По-друге, суміщення поступового підвищення заробітної плати із зовнішнім конкурентним тиском вичерпувало ресурси експортоорієнтованого зростання. По-третє, фінансова інтеграція спонукає до підвищення транспарентності та забезпечення надійності фінансово-банківського сектору з метою зниження його вразливості до флуктуацій у сфері валютних курсів та потоків капіталу. Масштабні девальвації під час криз у 1990-х створили сприятливе підґрунтя для можливостей скористатись моментом і розпочати процес нарощування валютних резервів, що дозволили би і вирішити проблему глобальної експансії експорту, і підвищити стійкість щодо глобальних потрясінь. Завдяки цьому будь-яке рівноважне наближення курсу до ПКС або відхилення від дуже заниженого щодо ПКС значення вгору починає сприйматися як вороже макроекономічній стратегії, оскільки це послаблює абсолютні переваги та загострює питання про те, чи є експортна експансія відповідністю відносним перевагам та довгостроковим русійним конкурентним силам.

⁴³⁸ Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/198. – P. 1–17.

Іншим суттєвим аспектом цього є те, що Азійська криза сталась на підґрунті прив'язки валют регіону до долара зі зростаючим трендом. З 2003 р. тренд змінився на протилежний. Фактично за період з 1998–2002 р. ресурс девальвації як фактора стимулювання експорту наблизився до вичерпання. Також за цей період відбувся стрибок у зростанні обсягів глобальних валютних резервів, вихід на рівень адекватності практично за усіма критеріями, що враховують проблему мобільності капіталів та вразливості до криз. Збереження прив'язки до падаючого долара призвело до появи нечуваних конкурентних можливостей щодо всього світу.

Саме тут починає чітко простежуватись тенденція до гіпертрофії резервів в Азії, коли їх зростання неможливо пояснити з допомогою будь-якого раціонального індикатора адекватності. Дані табл. 6.16. підтверджують цю тенденцію. Профіцит поточного рахунка та абсолютний приріст резервів стають визначальними ознаками макроекономічних процесів в Азії та інших регіонах. Такий акцент на нагромадженні резервів і призвів до виникнення поняття “монетарний (новий) меркантилізм”. Те, що зростання резервів стає проявом нового меркантилізму, пояснюється появою значних втрат від їх підтримання. По-суті, намагання зберегти довгострокову тенденцію перевищення експортом імпорту з допомогою запобігання номінальній корекції курсу починає йти всупереч із логікою оптимізації обсягів резервів, яка враховує порівняння вигод від виконання ними ролі страхування на випадок валютно-фінансових дестабілізацій із втратами, що впливають з їх підтримання та стерилізації⁴³⁹. Наприклад, середньорічні втрати від володіння та нагромадження резервів за даними на 2007 рік у Венесуелі становлять 0,87 млрд. дол. США, або 0,48% ВВП, Аргентині, відповідно, 0,90 млрд. та 0,42%, Україні – 0,27 млрд. та 0,25%, Малайзії – 0,33 млрд. та 0,22%, Росії – 2,13 млрд. та 0,22%, Індонезії – 0,54 млрд. та 0,15%, Бразилії – 1,08 млрд. та 0,10%, Китаї – 2,24 млрд. та 0,09%, Мексиці – 0,58

⁴³⁹ Д.Родрік ще у 2006 році довів, що нагромаджені резерви приносять прямі соціальні втрати у країнах Азії. Див.: Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // NBER Working Paper. – 2006. – № 11952. // www.nber.org.

Ф. Тернер показує, що таке масштабне нагромадження резервів має негативні внутрішні макроекономічні наслідки, а саме: надмірна ліквідність банківської системи; як наслідок, нагромадження поганих боргів; погана контрольованість поведінки фінансових органів, їх нечутливість до операційних процедур центробанків; зростання фіскальних протиріч із урядами у зв'язку зі зниженням перерахувань прибутку центробанків до бюджету. Окремим аспектом негативних внутрішніх наслідків гіпертрофії резервів є зростання вартості активів, у тому числі житла. Надмірна ліквідність та занижені ставки збільшують попит на активи, який задовольняється завдяки доступності дешевих кредитів. Див.: Turner Ph. Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications // BIS Quarterly Review. – 2006. – Sept. – P. 39–52.

млрд. та 0,07%. Подібна картина впливає з обрахунку втрат, пов'язаних із стерилізацією резервів. Так, за 2001–2006 р. середньорічні чисті втрати від стерилізації у % ВВП в Румунії становили 1,03, Україні – 0,68, Росії – 0,66, Індії – 0,29, Китаї – 0,20, Кореї та Індонезії – 0,09. Внаслідок такого переобтяження балансу зовнішніми активами за умов 15% підвищення курсу валюти чисті втрати капіталу становитимуть в Гонконзі 10,5% ВВП, Малайзії – 8,2%, Кореї – 4%, Китаї – 6,1%, Росії – 4,5%, Україні – 3,1% ВВП⁴⁴⁰.

Фінансовий меркантилізм. Довготривале економічне зростання на основі експортної експансії, властиве країнам Азії, поставило питання, чи завжди монетарний меркантилізм є основною причиною, яка пояснює карколомне зростання валютних резервів. Ця позиція скоріше уточнююча, ніж скептична, і стосується насамперед досвіду зростання резервів у період, який не був відзначений швидким економічним зростанням поза контекстом надшвидкого нагромадження зовнішніх активів з міркувань запобігання ревальвації. Зміст фінансового меркантилізму полягає в тому, що країни, які роблять особливий наголос на експорті як основі економічного зростання, функціоналізують валютні резерви як засіб зниження вартості капіталу. На початках політика прихованого субсидування компаній з метою знизити вартість капіталу, що ними запозичується, реалізовувалась шляхом фінансової репресії (секторні пріоритети розміщення активів, обмеження на процентні ставки, компенсація різниць в процентних ставках в розрізі секторів тощо). В умовах ринкової трансформації фінансової системи та її глобальної інтеграції механізми фінансової репресії втрачають передумови та політичну базу застосування, внаслідок чого вони видозмінюються у менш транспарентних формах. Найбільш характерними прикладами реалізації принципів фінансового меркантилізму є Південна Корея та Японія, які мають тривалий досвід прихованого субсидування експорту і в яких спостерігається довгострокове зростання обсягів резервних активів⁴⁴¹.

Найцікавішим аспектом фінансового меркантилізму є те, що він взаємодіє із монетарним меркантилізмом та мотивом страхування на випадок криз. Довгострокова динаміка валютних резервів указаних двох

⁴⁴⁰ Wijnholds O., Sondergaard L. Reserve Accumulation: Objective or By-product? // ECB Occasional Paper. – 2007. – № 73 – P. 25–27.

⁴⁴¹ Aizenman J., Lee J. Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/280. – P. 1–22.

країн є свідченням прискорення зростання зовнішніх активів центробанків у період одразу після криз, коли темпи економічного зростання суттєво уповільнюються. Це є свідченням на користь того, що валютні резерви в таких умовах виконують складну функцію в розрізі мотивів попиту на них. У логічній послідовності цей процес може бути представлений так:

- в умовах швидкого економічного зростання експортери підтримуються завдяки фінансовому меркантилізму, тобто не існує чітких передумов для того щоб попит на резерви ставав функцією запобігання підвищенню курсу. Підтримка експортерів призводить до поступового планомірного нагромадження резервів;

- застосування методики фінансового меркантилізму дуже часто призводить до погіршення платоспроможності фінансово-банківських установ внаслідок нагромадження поганих боргів, або ж погіршення співвідношення між строковою структурою активів та пасивів за строками чи валютою деномінації. Зростання резервів у таких умовах слугує засобом опосередкованого страхування на випадок підвищення вразливості фінансової системи та впливу капіталів;

- у разі погіршення передумов для економічного зростання та уповільнення його темпів активізуються інструменти монетарного меркантилізму, які спрямовані на підтримання експорту та його глобальної конкурентоспроможності, внаслідок чого створюються імпульси для прискореного нагромадження резервів, які в більш посиленій формі перестраховують вразливу фінансову систему від шоків на ринках капіталу.

Основна проблема поширеної практики фінансового меркантилізму полягає в інституціональній специфіці зв'язків між експортерами, фінансовим сектором й органами макроекономічної політики. З іншого боку, потенціал безінфляційного абсорбування експортних надходжень, що концентруються у валютних резервах, також є суттєвим обмежуючим фактором, який накладається на структурну специфіку економіки. Внаслідок цього фінансовий меркантилізм рідко коли поширюється за межі Азії, тим більше, що він змішується з іншими формами попиту на валютні резерви.

Відновлена (*Revived*) Бретон-вудська система, або Бретон Вудс 2 (БВ2). Підхід БВ2, спираючись на підґрунтя нового меркантилізму, найбільш завершено концептуалізує проблему експансії резервів. Під БВ2 розуміється продукт імпліцитних домовленостей між США та країнами Азії, передовсім Китаю, щодо підтримання фіксованих курсів відносно долара як валюти прив'язки. Долар США знову перетворюється на

провідну резервну валюту, а платіжний дефіцит США пристосовується до характеру зовнішнього (читай – азійського) попиту на доларові активи. Схематично ситуація, яка утворилась у 2000-х роках, відповідає класичній Бреттон-вудській системі, звичайно із багатьма припущеннями, однак ключові моменти є ідентичні. Завдяки цьому кожна зі сторін отримує вигоди (табл. 6.17.). В такій системі валютні резерви виконують роль своєрідної застави, яка перекриває ввезені капітали. Основний мотив ввезення капіталів – дешевша робоча сила, низькі витрати, глобальний ринок збуту, що підтримується завдяки запобіганню руху курсу вверх, внаслідок чого створюються величезні стимули для зростання азійських економік та висока прибутковість ввезення капіталу. Найбільш суттєвим аспектом підходу БВ2 є те, що в його рамках платіжні дисбаланси розглядаються як стійкі. Їхня стійкість і є наслідком взаємних вигод, які отримують країни-партнери⁴⁴².

Таблиця 6.17.

БВ2: вигоди для країн-партнерів

США	Азія (Китай)
<p>Завдяки прив'язці до долара та підтриманню стабільності курсу з'являється значний надлишок валютних резервів, з допомогою якого фінансується дефіцит платіжного балансу.</p> <p>США не потребують здійснення політики по стримуванню попиту задля корекції платіжного балансу, оскільки він фінансується завдяки зовнішньому попиту на американські активи.</p> <p>Низькі глобальні процентні ставки "підхарчують" ділову активність в США та амортизують зміни в політиці ФРС як реакцію на шоки.</p> <p>Пропозиція нових фінансових активів практично безперешкодно реалізується, що прискорює капіталізацію американської економіки.</p> <p>Приплив дешевого азійського імпорту дозволяє стримувати внутрішню інфляцію.</p> <p>Висока прибутковість азійського експорту породжує високу віддачу на ввезений американський капітал, внаслідок чого дефіцит платіжного балансу США значною мірою перекривається надходженнями від вкладеного капіталу.</p>	<p>Прив'язка до долара, який з 2003 року знецінюється, створює передумови для заохочення експортоорієнтованого зростання.</p> <p>Завдяки цьому полегшується підтримання глобальної конкурентоспроможності.</p> <p>Значні можливості конкурувати на глобальному рівні, помножені на низькі витрати на оплату праці, заохочують масштабний приплив ПІІ, які підвищують продуктивність праці та прискорюють економічне зростання.</p> <p>Завдяки зовнішнім інвестиціям і зростанню продуктивності швидко зростає ємність внутрішнього ринку, що підтягує розвиток не-експортних секторів та заохочує приплив інвестицій в економіку загалом.</p> <p>Швидке нагромадження резервів підвищує стійкість азійських економік щодо волатильних потоків капіталу та валютно-фінансових криз, опосередковано дозволяючи підтримувати фінансово-банківський сектор.</p> <p>Низькі процентні ставки та надлишкова ліквідність уможливають масштабні внутрішні інвестиційні проекти.</p> <p>Зростає значення регіону як власника міжнародних активів.</p>

⁴⁴² Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System // NBER Working Paper. – 2003. – № 9971. // www.nber.org; Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries // NBER Working Paper. – 2004. – № 10332. // www.nber.org.

У результаті поглиблення платіжних дисбалансів у світі, занижені процентні ставки та експансія глобальної ліквідності є системними проявами БВ2⁴⁴³. Те, що глобальні дисбаланси стають стійкими і попри необхідність їх корекції з традиційної точки зору продовжують примножуватись, свідчить про те, що БВ2 набуває рис неявного нового міжнародного валютного устрою. Важливість цієї проблеми не викликає сумнівів, про що свідчить проведення спеціальної конференції Федеральним резервним банком Сан-Франциско у 2005 році⁴⁴⁴. З того часу мало що змінилося, а проблема гнучкості валютних курсів в Азії, зокрема Китаю, залишається предметом пильного глобального моніторингу⁴⁴⁵.

Найбільш суттєвий аспект моделі БВ2 – те, що монетарний меркантилізм перетворюється на важливий функціональний елемент системи глобальних фінансових дисбалансів (як вже не раз зазначалось, платіжні позиції США та Китаю є практично дзеркальним відображенням одна одної). Він є не просто пояснюючою концепцією, а спробою пояснити експансію резервів як одну зі складових ширшого набору системоутворюючих закономірностей у глобальній економіці. Завдяки цьому підхід БВ2 опиняється і у фокусі прискіпливої критики. До найпоширеніших критичних позицій потрібно віднести те, що валютні курси в Азії зазнають суттєвого підвищувального тиску в реальному ефективному вимірі, умови торгівлі не є сталими, а інвестиції не повною мірою концентруються в експортних секторах⁴⁴⁶. Також можна зауважити, що рівень внутрішньої інфляції, наростання втрат від підтримання резервів та послаблення банківського сектору в умовах експансії внутрішнього кредиту можуть виступити передумовами для втрати БВ2 її системних рис. Але це з боку Азії. З боку США може виявитись проблема зміни ставлення до прийняття ризику, пов'язаного з характером корекції зовнішнього дефіциту цієї країни, диверсифікація глобальних валютних резервів, усвідомлення американськими політичними органами

⁴⁴³ Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // NBER Working Paper. – 2004. – № 10497. // www.nber.org.

⁴⁴⁴ Symposium on the “Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?” // Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkley, San Francisco, 4 Feb., 2005. // www.frbsf.org. Зауважимо, що на цьому симпозіумі розглядався широкий спектр проблем, пов'язаних з БВ2. Окрім проблем глобального монетарного характеру висвітлювалась специфіка функціонування фінансових ринків у такій системі, перспективи трансформації фінансової системи, проблеми надлишкової ліквідності в Азії, а також висловлювалось ряд скептичних моментів щодо того, чи відповідає модель БВ2 усім азійським економікам.

⁴⁴⁵ Goldstein M. A (Lack of) Progress Report on China's Exchange Rate Policies // Institute for International Economics Working Paper. – 2007. – WP 07-05. – P. 1–24.

⁴⁴⁶ Goldstein M., Lardy N. China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity // Institute for International Economics Working Paper. – 2005. – WP 05-2. – P. 1–20.

необхідності проводити корекцію дисбалансів, прискорення глобальної інфляції тощо. Проте найнижчі відносні витрати Китаю, пов'язані з утриманням резервів (див. вище), спроможність збільшувати експорт навіть в умовах погіршення умов торгівлі (зниження експортних цін внаслідок зростання продуктивності і млявого підвищення витрат на оплату праці та підвищення вартості імпортованих первинних ресурсів) та значний внутрішній дисбаланс між заощадженнями та інвестиціями свідчить про те, що система БВ2 може функціонувати невизначено довго, консервуючи тенденцію зі збільшення глобальних валютних резервів, тим більше, що попит на останні може виходити за межі монетарного меркантилізму.

Самострахування, або попереджувальний попит (*precautionary demand*). Інтерес до нагромадження валютних резервів як самострахування від імперфекцій глобальних ринків капіталу особливо яскраво проявився після Азійської кризи. Однак перші теоретичні позиції щодо страхової місії резервів були відомі набагато раніше і переважно відображали проблему зростання значення резервів як інструменту страхування на випадок змін у глобальному оточенні країни. Наприклад, Р. Геллер ще у 1970 р. запропонував підхід, згідно з яким валютні резерви є буфером на випадок флуктуацій у поточному рахунку платіжного балансу⁴⁴⁷, що на той час не враховувало проблему потоків капіталу. Постійне підвищення відкритості після Другої світової війни створювало сприятливе підґрунтя для мислення в такому ракурсі, що відрізняється від відомої позиції Дж. Кейнса про роль монетарних активів як “скрині на випадок війни” (від англ. – *war chest*)⁴⁴⁸.

Концептуальний перегляд ролі резервів у національній та міжнародній монетарній політиці співпав у часі з першими ознаками волатильності потоків капіталу та валютних курсів. Оскільки такі явища примножуються в умовах фінансової інтеграції, то і роль резервів потрібно змінити, тобто розширена їхня функціоналізація порівняно з періодом, коли розуміння зовнішнього балансу обмежувалось сальдо експорту та імпорту. А. Бен-Бассат та Д. Готтліб запропонували розглядати резерви як стабілізатори ВВП. Стабілізаційна роль повинна

⁴⁴⁷ Heller R. Wealth and International Reserves // Review of Economics and Statistics. – 1970. – № 52. – P. 212–214.

⁴⁴⁸ В інтерпретації Кейнса малось на увазі, що нагромадження монетарних активів дасть змогу уникати криз внутрішньої ліквідності, що запобігає стисканню сукупного попиту, в умовах, наприклад, воєнних, коли природні ринкові джерела збільшення резервів перекриті (ембарго, заборона на переказ коштів, розрив зв'язків між країнами-партнерами тощо). Див.: Keynes J.M. A Treatise on Money. – London: Macmillan, 1930.

виконуватись шляхом запобігання втратам в економічному зростанні внаслідок впливу капіталів або шляхом зниження вірогідності настання кризи⁴⁴⁹. Після Азійської кризи їхня ідея отримала продовження у вигляді концептуалізації попереджувального мотиву попиту на монетарні активи з метою самострахування на випадок криз типу «раптова зупинка» чи взагалі руйнівних валютно-фінансових криз, пов'язаних з масштабними реверсами в потоках капіталів. Швидке зростання глобальних валютних резервів одразу після потрясінь періоду кінця 1990-х початку 2000-х років почали розглядати як спробу країн, що інтегруються з глобальною економікою, здійснювати випереджаюче нагромадження резервних активів задля страхування на випадок змін у векторах потоків капіталу. Опосередковано перестраховування від реверсів у капітальних потоках дає змогу зняти напруження довкола стрімкої зміни номінального валютного курсу, яка руйнує фінансово-банківську систему, прискорює інфляцію та знищує макроекономічний фундамент економічного зростання⁴⁵⁰.

Ендогенний характер криз типу “раптова зупинка” в умовах глобальної фінансової інтеграції є пояснювальним фактором страхування від ризиків макрофінансових дестабілізацій з допомогою резервів порівняно з циклічними коливаннями ВВП. Тобто в умовах, коли глобалізація знижує коливання ВВП, ймовірність криз, викликаних нестабільністю економічного зростання, поступається в рівні значимості раптовим реверсам у потоках капіталу. З цих міркувань попит на резерви з метою страхування стає передумовою їх нагромадження по канонах нового меркантилізму⁴⁵¹. В цьому випадку відбувається своєрідне поєднання двох окремих мотивів форсованого нагромадження резервів, коли попит на них з міркувань самострахування активізує монетарний меркантилізм. Така позиція дуже часто не поділяється, у світлі того, що ці два мотиви дійсно відокремлені один від одного і певною мірою семантично протиставляються один одному. Найбільш чітко це доводять Дж. Айзенман та Дж. Лі. Згідно з їхньою емпіричною розвідкою попит на резерви, що спирається на монетарний меркантилізм, повинен кореспондувати з такими параметрами, як відхилення валютного курсу

⁴⁴⁹ Ben-Bassat A., Gottlieb D. Optimal International Reserves and Sovereign Risk // *Journal of International Economics*. – 1992. – Vol. 33. – P. 345–362.

⁴⁵⁰ Aizenman J., Marion N. The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On? // *Journal of the Japanese and International Economies*. – 2003. – Vol. 17. – P. 370–400.

⁴⁵¹ Durdu C. B., Mendoza E., Terrones M. Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Merchantilism // *IMF Working Paper*. – 2007. – WP/07/146. – P. 1–54.

вгору від заниженого значення відносно ПКС та рівень торговельної відкритості. Однак для 150 країн, що розвиваються, зростання резервів набагато щільніше кореспондує з індикаторами ймовірності настання раптового відпливу капіталів. Навіть для Китаю підтримується ця закономірність, незважаючи на те, що він не зазнав потрясіння, пов'язаного з флуктуаціями в потоках капіталу. З цих міркувань нестабільні глобальні ринки капіталу більшою мірою заохочують попит на резерви, порівняно з іншими мотивами⁴⁵².

Формальна рівноважна модель попиту на резерви, яку ми розробили також показує, як вони можуть бути застосовані для подолання імперфекцій глобальних ринків капіталу. В цьому випадку потрібно наголосити на останньому, оскільки тут ендогенна нестабільність виводиться зі специфічних рис експансії ринків капіталу саме за алгоритмом глобалізації, а не суто фізичного “розбухання”⁴⁵³. Можна зробити теоретичне узагальнення, що рівноважний рівень глобальних валютних резервів кореспондує з певним якісним виміром рівня мобільності капіталів, інтеграції фінансових ринків та їх імперфекціями. Це означає, що зміни в рівноважних обсягах глобальних валютних резервів є наслідками змін у якісному стані глобальних ринків капіталу, який є похідною не стільки від їх фізичного обсягу, скільки від доступності інструментів та, власне, мобільності самих капіталів. Те, що обсяг зовнішніх активів примножується практично в усіх регіонах світу, окрім розвинутих країн, незалежно від того, чи це експортери нафти, чи ні, який статус має поточний рахунок і рахунок капіталу тощо, відображає не просто завищення такого обсягу порівняно з конвенціональними критеріями (тижні покриття імпорту, покриття короткострокового припливу капіталу, покриття частини зовнішнього боргу тощо), а переходу на новий рівноважний рівень попиту на них, що обумовлено ситуацією у сфері глобальних фінансів: нагромадження резервів є дзеркальним відображенням рівня ризиків, які привносяться глобальною фінансовою інтеграцією та мобільністю капіталів. Це можна описати з допомогою простої рівноважної моделі (рис. 6.13.).

⁴⁵² Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/198. – P. 1–17.

⁴⁵³ Більш детально дана модель та її обґрунтування описані у: Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 106–108. та Козюк В. В. Валютні резерви в глобальних умовах // Фінанси України. – 2007. – № 2. – С. 127–137.

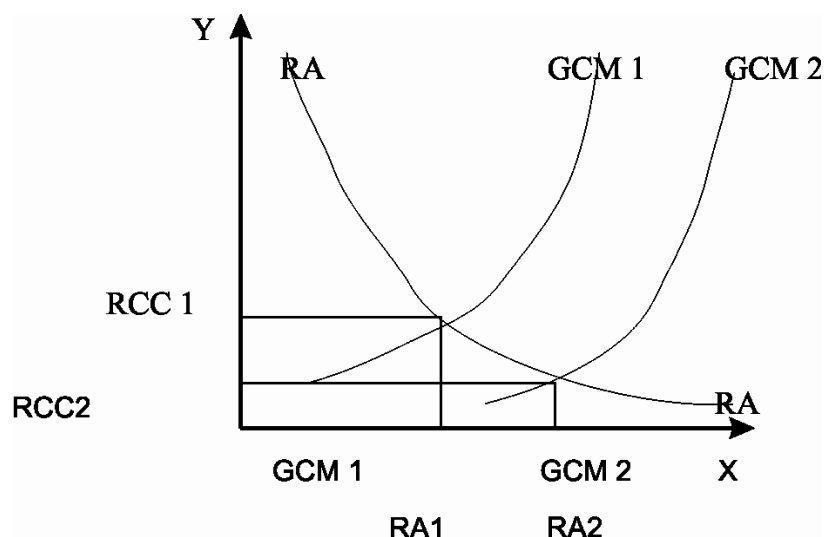


Рис. 6.13. Модель GCM-RA. Залежність між станом глобальних ринків капіталу та валютними резервами

*Примітка: *OX* – глобальний ринок та валютні резерви в млрд. дол. США (або в іншій валюті);

OY – імперфекції глобального ринку та ризик валютних дестабілізацій, пов'язаних з ними;

GCM (*Global Capital Market*) – лінія глобального ринку, що відображає залежність між зростанням обсягів ринку (фізичний вимір ринку) та приростом його імперфекцій;

RA (*Reserve Assets*) – лінія валютних резервів. *RA1* – обсяг валютних резервів за рівноважного стану 1. *RA2* – обсяг валютних резервів за рівноважного стану 2;

RCC (*Risk of Currency Crises*). *RCC1* – ризик валютної кризи за рівноважної ситуації 1. *RCC2* – ризик валютної кризи за рівноважної ситуації 2.

Лінія *GCM* зростаюча, оскільки передбачається, що зростання ринку супроводжується нагромадженням його імперфекцій. У цьому випадку, хоч і використовується фізичний вимір ринку, але мається на увазі, що в основі такого фізичного зростання є розширення його мережі, кількості учасників та фінансових інструментів. Мова йде не просто про зростання ринку капіталів як приріст інтернаціоналізації міжнародного фінансового бізнесу, а про зростання ринку за глобальною моделлю, тобто шляхом збільшення учасників та інструментів. Останнє є передумовою розширення меж та можливостей диверсифікації. Такі можливості та неспроможність зупинитись на одному з рівноважних станів, оскільки ринок пропонує їх декілька, призводить до хаотичного переміщення потоків капіталів, що тягне за собою флуктуації процентних ставок та валютних курсів (див. вище).

Лінія *RA* спадає, оскільки передбачається, що нагромадження валютних резервів зменшує ризик валютно-фінансових дестабілізацій, викликаних імперфекціями сучасних ринків капіталу.

Згідно з цією моделлю (*GCM-RA*), зміщення кривої *GCM1* до кривої *GCM2* відображає зміну як фізичного, так і якісного стану глобального ринку капіталів. Тобто розширення ринку (яке передбачає збільшення його фізичного обсягу, але на цьому не обмежується) супроводжується зростанням його обігу та нагромадженням додаткових імперфекцій, що впливають із зростання кількості учасників ринку. Водночас, це призводить до переміщення рівноважного обсягу глобальних валютних резервів (або ж валютних резервів окремої країни) вправо, тобто відбувається зміщення рівноважного обсягу з точки *RA1* до точки *RA2*, що віддзеркалює виникнення нового рівноважного стану за вищого обсягу валютних резервів. Водночас, збільшення валютних резервів призводить до зменшення ризику валютно-фінансових дестабілізацій, що відображається зсувом з точки *RCC1* до точки *RCC2*.

Ця модель дає змогу загалом по глобальній економіці пояснити тенденцію до збільшення обсягів зовнішніх активів центробанків. Попри те, що окремі випадки мають специфічні детермінанти і потребують спеціального аналізу, репрезентативність цієї моделі визначається емпіричними параметрами глобальної економіки.

Попит на резерви з метою згладжування екзогенних шоків. Запропонований Р. Геллером підхід, згідно з яким валютні резерви є буфером, який пом'якшує негативні наслідки для економіки зміни в сальдо експорту та імпорту, знайшов більш розширене тлумачення в контексті дослідження зв'язків між поведінкою реального обмінного курсу, волатильністю економічного зростання та джерелами абсорбування зовнішніх шоків. Так, країни, що розвиваються, уособлюють поєднання залежності економічного зростання, флуктуацій у сфері продуктивності праці від коливань реального обмінного курсу. Також їм властива нерозвинута фінансова система, брак секторної диференціації та неглибокі фінансові ринки, які унеможливають диверсифікацію. Таке поєднання створило передумови для появи значних відмінностей між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються, з міркувань характеру пристосування до шоків. В останньому випадку, слабкі фінансові системи та відносні вигоди від фінансової інтеграції, обмежені тим, що вони починають спрацьовувати тільки за сильних інститутів та збалансованої фіскальної політики, не можуть взяти на себе місію абсорберів шоку. Її беруть на себе коливання реального обмінного курсу, флуктуації якого,

відповідно, негативно позначаються на економічному зростанні. Саме таку картину змальовують дослідження, в яких аналізується проблема поєднання розвитку фінансової системи, рівня розвитку країни та режиму валютного курсу⁴⁵⁴.

В такому ж контексті розглядається функціональна роль валютних резервів. Якщо фінансова система недостатньо розвинута, щоб компенсувати екзогенні шоки, інтерналізуючи їх, то це повинні виконувати міжнародні резервні активи центральних банків. У цьому випадку, вони дозволяють зняти трансмісію шоків умов торгівлі на коливання реального обмінного курсу, згладжуючи і самі шоки, і негативні наслідки від різких змін останнього для поведінки реального ВВП.

Наприклад, флуктуації умов торгівлі в країнах-експортерах природних ресурсах та в країнах Латинської Америки майже у 3 рази, а в країнах Азії у 2 рази вище, ніж у розвинутих країнах та в країнах, для яких характерна спеціалізація на експорті товарів з високим ступенем обробки. Абсолютно така ж закономірність властива і різниці у флуктуаціях реального обмінного курсу. З цього виходить, що шоки торгівлі прямо передаються коливанню реального обмінного курсу, а різниця в рівнях щодо розвинутих країн впливає з різниці в глибині розвитку фінансової системи, а в розрізі країн Латинської Америки та Азії – попитом на валютні резерви. В результаті, емпірична оцінка дає змогу побачити, що більш масштабні резерви пом'якшують вплив шоків умов торгівлі на коливання реального обмінного курсу⁴⁵⁵.

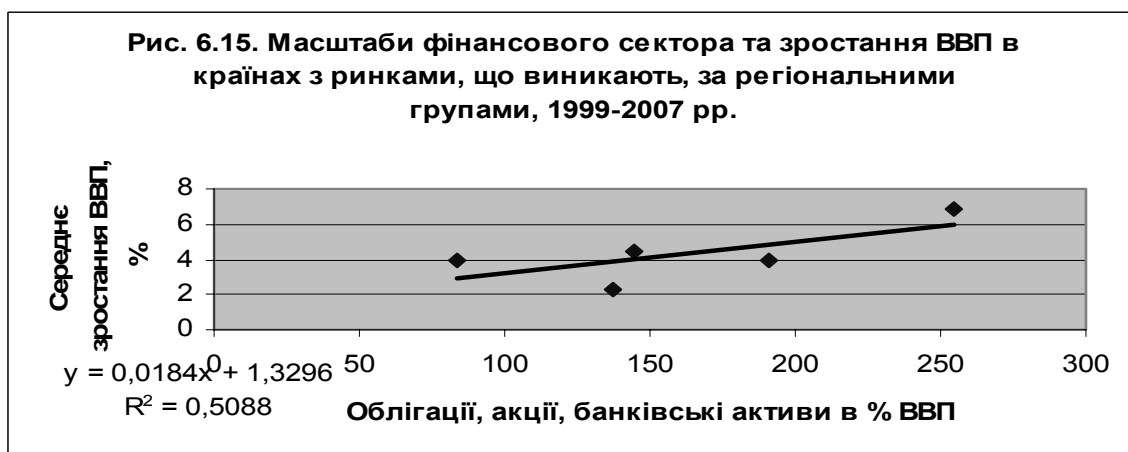
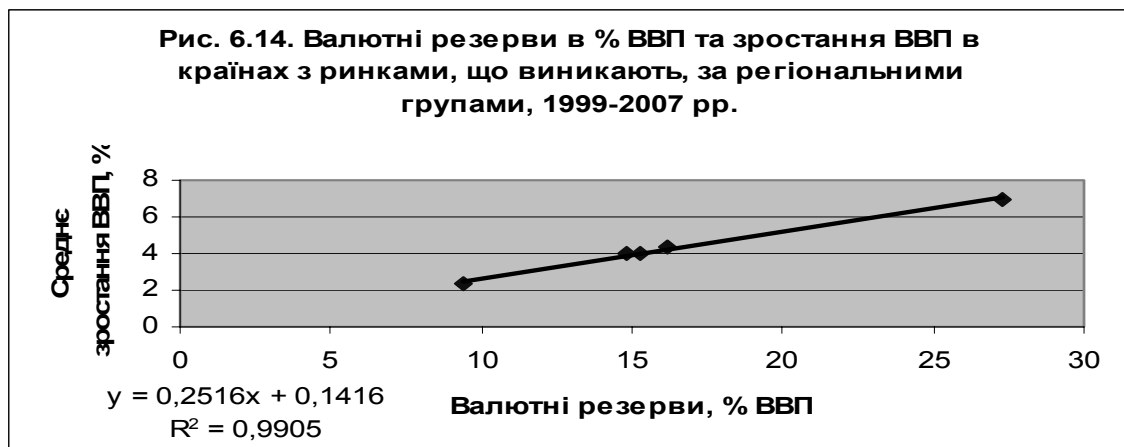
Абстрагуючись від того, що відмінності в джерелах компенсації зовнішніх шоків (у випадку розвинутих країн – фінансові ринки, у випадку решти світу – валютні резерви) є одним з факторів розширення глобального монетарного та фінансового простору⁴⁵⁶, потрібно визнати, що орієнтація на акумуляцію резервів як наслідок згладжування поведінки

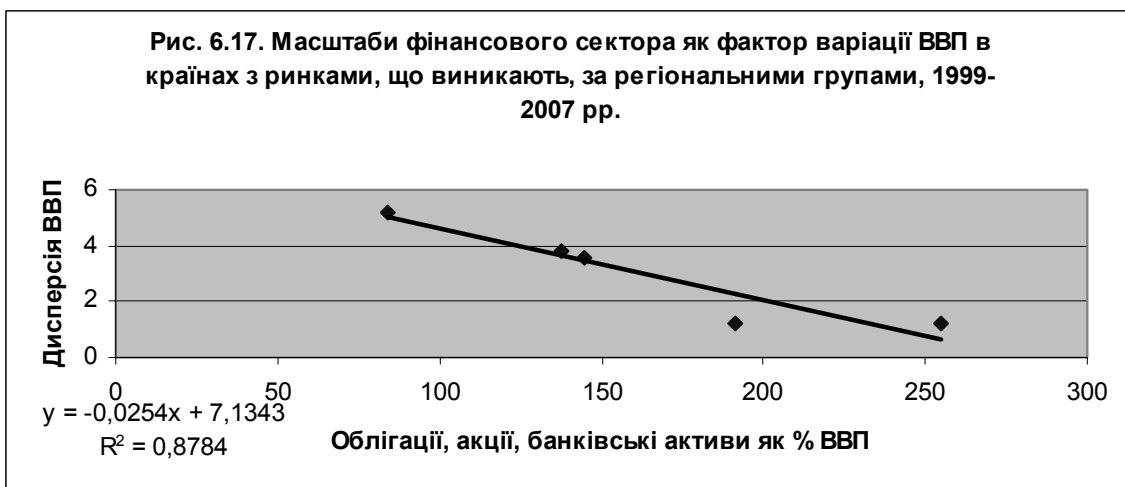
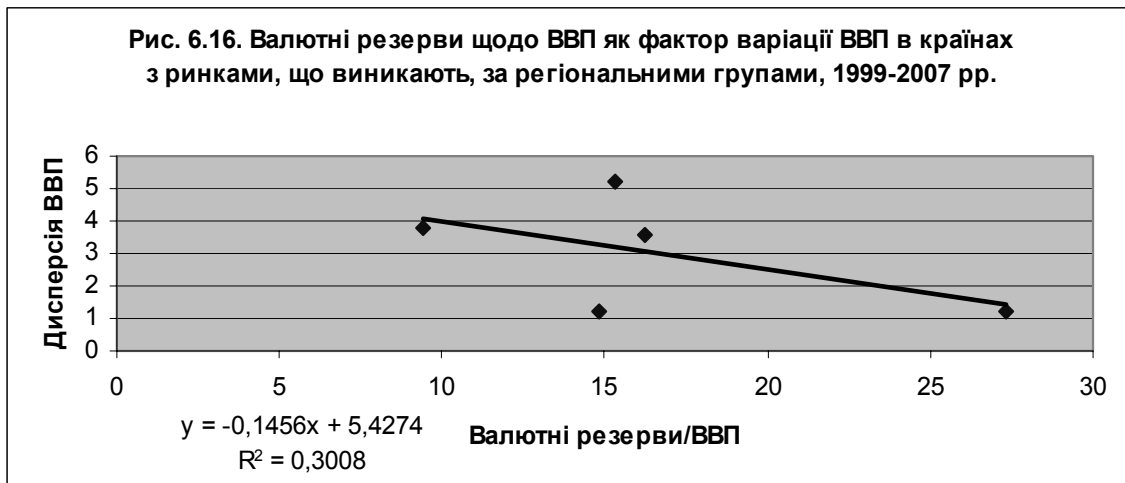
⁴⁵⁴ Mody A., Rogoff K. Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Countries Versus Advanced Economies // NBER Working Paper. – 2004. – № 10673. // www.nber.org; Prasad E., Rogoff K., Wei Sh.-J., Ayhan Kose M. Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries // NBER Working Paper. – 2004. – № 10942. // www.nber.org; Aghion Ph., Bacchetta Ph., Ranciere R., Rogoff K. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development // NBER Working Paper. – 2006. – № 12117. // www.nber.org. Основний висновок, який випливає з цих досліджень, – перехід на плаваючий курс стає оптимальним рішенням тоді, коли рівень розвитку фінансової системи достатній для того, щоби почати абсорбувати шоки.

⁴⁵⁵ Aizenman J., Riera-Crichton D. Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration // NBER Working Paper. – 2006. – № 12363. // www.nber.org;

⁴⁵⁶ Козюк В. В. Проблеми розширення глобального монетарного та фінансового простору // Вісник НБУ. – 2007. – № 10. – С. 32–38.

номінального курсу дуже часто стає викликом розвитку фінансового сектору. Якщо постійно покладатись на валютні резерви, додатково страхуючи себе від вразливості фінансового сектору, то останній не отримує достатніх стимулів для розвитку, оскільки буде перебувати під тягарем «опіки» з боку макроекономічних органів і не пропонуватиме економічним агентам інструменти, з допомогою яких можна було би забезпечити хеджування ймовірних втрат від шоків. Ця позиція не означає, що у ній спростовується факт, що відсутність розвинутої фінансової системи збільшує навантаження на резерви як абсорбери екзогенних шоків. Рис. 6.14.–6.17. ілюструють суперечливий вплив з боку валютних резервів та масштабів фінансового сектору на поведінку ВВП (середнє зростання: рис. 6.14.–6.15.; дисперсію: рис. 6.16.–6.17. (дані: Global Financial Stability Report. – IMF: Washington. D.C., 2001–2008. та World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – 240 p.).





Середні темпи економічного зростання в країнах з ринками, що виникають, у розрізі регіональних груп однаково перебувають у прямому лінійному статистично значимому зв'язку із масштабами фінансового сектору та обсягами валютних резервів щодо ВВП. Тобто обидва індикатори – і ступінь розвитку фінансових ринків, і величина нагромаджених валютних резервів – позитивно впливають на економічне зростання в країнах з ринками, що виникають. При цьому, зв'язок між обсягами резервів та середніми темпами зростання ВВП перебуває у щільнішому зв'язку. Така закономірність узгоджується з логікою монетарного меркантилізму, зокрема, тому, що цю залежність можна однаково інтерпретувати як двосторонню: експортоорієнтоване зростання створює джерело для нагромадження резервів, але при цьому нагромадження резервів, наприклад, з міркувань запобігання корекції номінального валютного курсу вверх, створює передумови для зростання завдяки експорту. Водночас, значення резервів як джерело згладжування шоків поступається масштабам фінансового сектору. Дисперсія ВВП

відображає підсумковий результат дії шоків на економіку, зокрема умов торгівлі, і перебуває в країнах з ринками, що виникають, в оберненій лінійній залежності із обома згадуваними показниками. Але щільність оберненого зв'язку у випадку масштабів фінансового ринку є суттєво вищою і статистично значимою, на відміну від випадку валютних резервів.

Виявлені залежності вказують на те, що якщо нагромадження резервів і призводить до прискорення економічного зростання за логікою монетарного меркантилізму, то воно навряд чи стає дієвим макроекономічним інструментом згладжування шоків. Фінансовий сектор з цією місією може справитись краще. Звичайно, що тут варто говорити про суттєві припущення. У випадку, коли фінансовий сектор не розвинутий, у дію вступають закономірності, які описують логіку зв'язку між резервами та компенсацією шоків, що узгоджується із аналізованими позиціями з приводу ступеня розвитку фінансової системи та режиму валютного курсу як чинників впливу на поведінку ВВП. Фінансова глобалізація та трансформація фінансових систем практично в усіх країнах з ринками, що виникають, закладає магістральний шлях у бік того, що акценти в компенсації шоків повинні зміщуватись із валютних резервів на фінансовий сектор. Завдяки цьому, спроби підміни структурних реформ у фінансовому секторі нагромадженням резервів задля перестрашування його вразливості є помилковою стратегією, яка у довгостроковому періоді може призвести до втрати моменту розширення діапазону плавання курсу та нагромадження фінансових дисбалансів із прискоренням інфляції. На глобальному рівні ця закономірність може означати погіршення зовнішніх ефектів розширення диференціалів платіжних диспозицій, прогресуюче зростання цін на первинні ресурси та загострення ризику різкої корекції глобальних дисбалансів. У таких умовах тривале нагромадження резервів починає дедалі більше визначатися тим, наскільки країни, де відбуваються ці процеси, справляться з негативними наслідками переобтяження зовнішніми монетарними активами в конкурентному режимі.

Конкурентне нагромадження резервів. Продовження нагромадження резервів понад будь-які критерії адекватності та всупереч зростанню витрат, пов'язаних з їх утриманням, вимагає перегляду підходів до розуміння ситуації у глобальній економіці. Якщо однією з відправних точок зростання резервів є монетарний меркантилізм, то затягування цього процесу свідчить, що він перебазовується на інше

підгрунття. Вперте небажання багатьох країн дозволити номінальну корекцію курсу вказує на те, що нагромадження резервів стає конкурентним. Якщо у 1930-х роках міжнародна економіка зіткнулась з феноменом конкурентних девальвацій, то сучасна глобальна – з феноменом конкурентної акумуляції центробанками резервних активів. З точки зору глобальної конкурентоспроможності це є одним і тим самим. Перемога у конкурентній грі дістається тому, хто має найбільше резервів для подальшого їх нагромадження із відносно нижчими втратами від цього⁴⁵⁷. Дефляційне десятиліття в Японії та надлишок робочої сили в Китаї свідчить, що саме в них є найбільший потенціал для подальшого нагромадження резервів, порівняно з іншими, у тому числі азійськими країнами. Природно, що ці країни і нагромадили найбільші резерви у світі.

Конкурентне нагромадження резервів стає свідченням того, що збереження експортної конкурентоспроможності в глобальних масштабах перетворюється на рефлексивний процес. Так, валютні кризи та девальвації створили стимули для зростання експорту. За цим пішла тенденція до форсування нагромадження резервів із відривом азійських країн. Це створило стимули для домінування азійських експортерів у світі, і коли усі учасники глобальної економіки (окрім розвинутих країн) зіткнулись з цією проблемою, то вирішили вчинити аналогічно, тягнучи за собою відповідь – намагання країн Азії зберегти конкурентні позиції. В таких умовах конкурентна гра обов'язково повинна мати фінал. Розрив у темпах нагромадження резервів у розрізі регіонів свідчить про те, що азійські країни мають величезні шанси стати переможцями у цій грі (саме грі).

Виникнення ідеології монетарної конкуренції як наслідку розкручування спіралі змін у станах глобальної економіки, що викликаються нагромадженням резервів, вимагає еволюційного структурування мотивів гіпертрофії резервів. З іншого боку, в багатьох випадках загалом у світі простежується наявність усіх мотивів одразу. Поєднання еволюції мотивів з етимологією самих мотивів дає змогу наблизитись до концептуальної єдності процесу гіпертрофії глобальних резервів та порівняти досвід 1990-х з 2000-ними роками (рис. 6.18.).

⁴⁵⁷ Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working Paper. – 2007. – № 13277. – P. 1–19.

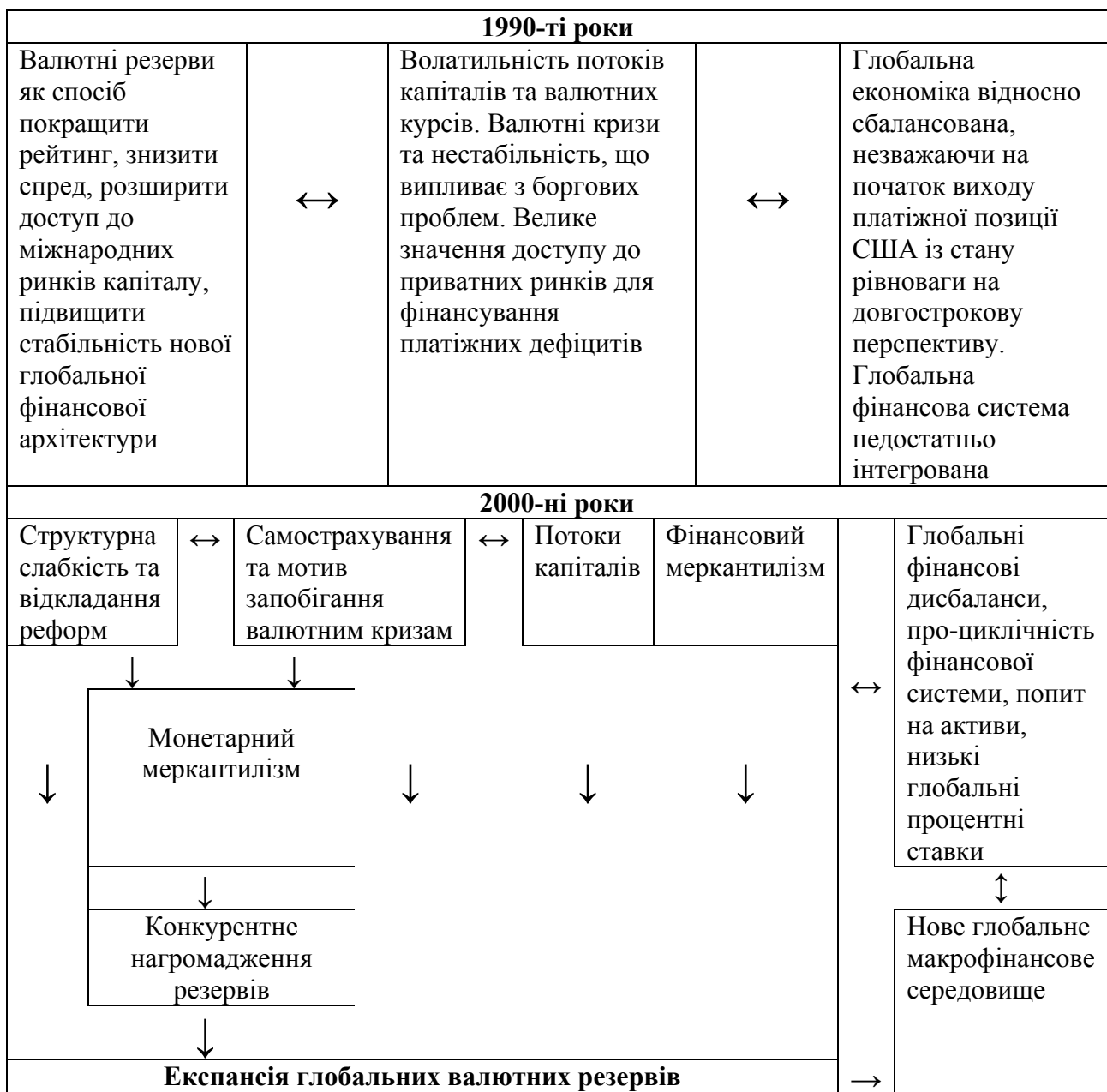


Рис. 6.18. Мотиви нагромадження валютних резервів та структурні особливості глобальної економіки

Аналізуючи проблему перетворення конкурентного нагромадження валютних резервів у прообраз конкурентних девальвацій 1930-х років, потрібно звернути увагу на системні риси монетарних устроїв за відповідні періоди. У міжвоєнний період варіанти стимулювання експорту для покращення ситуації довкола ВВП та зайнятості, а також збільшення резервів обмежувалися ступенем прихильності до “правил гри” золотого стандарту. Саме збереження за золотом ролі екзогенної рестрикції щодо глобальної інфляції породжувало ситуацію, коли платіжні контр-позиції

не були адитивними щодо попиту. Неможливість вплинути на екзогенний параметр – золото – штовхало країни тільки в одному напрямку – відходу від базування монетарної політики на такому параметрі. Але спорадичні повернення до нього впливали з міркувань збереження контролю за інфляцією. Ситуація 2000-х років свідчить, що відсутність жодних екзогенних рестрикцій щодо динаміки монетарних активів призводить до того, що експансія резервів уможливується тільки в умовах наявності дефіцитної позиції, яка протистоїть профіцитній позиції, що є джерелом збільшення резервів. Звідси їх конкурентне нагромадження розкручує спіраль дисбалансів, внаслідок чого вони перетворюються на дзеркальне відображення нереалізованих диференціалів валютних курсів. Те, що дисбаланси не коригуються, а платіжні контр-позиції перетворюються на адитивні є наслідком трансформації глобальної фінансової системи. З цих міркувань, якими би не були мотиви нагромадження резервів, їх реалізація була би неможлива без тих змін, які призвели до появи надмірно ліквідного глобального макрофінансового середовища, а криза ліквідності, відповідно, запускає в дію протилежний процес. Останній не виключає, що це не більше, ніж циклічний епізод, тобто після завершення глобальної фінансової кризи принцип гіпертрофії резервів може стати ще актуальнішим, якщо не вдасться до глобальних монетарних реформ.

Фонди суверенного багатства в системі глобальних фінансових дисбалансів

У сучасній глобальній фінансовій системі з'явився новий агресивний компонент, який відображає наростаючі можливості у сфері інвестування окремих країн – фонди суверенного багатства (від англ. – *sovereign wealth fund*). Поява цієї категорії інвесторів відобразила широкий комплекс намірів у сфері економічної політики в умовах, коли створюються фундаментальні передумови для небажаності чи неможливості поточного споживання чи інвестування значних коштів, які утворюються внаслідок надлишку бюджету та профіциту платіжного балансу. Якщо перші фонди суверенного багатства виникли у 1950-х роках (у 1953 р. було створено Кувейтську інвестиційну адміністрацію, яка почала акумуляцію надходжень від продажу нафти ще до того часу, як Кувейт здобув незалежність від Великої Британії; у 1956 р. так само ще за часів британської адміністрації на Кірібаті було створено Резервний фонд з вирівнювання надходжень (від продажу фосфатів)), то перша хвиля їх

заснування припала на 1970-ті, що пов'язано зі зростанням надходжень до нафтодобувних країн, які не могли бути витрачені одразу без негативних макроекономічних наслідків. Втім, і тут є винятки. Сінгапур у 1981 р. започаткував традицію міжчасового перерозподілу масштабних заощаджень у суспільному та приватному секторах. У 1990-х роках інтерес до такої форми нагромаджень зріс, а в 2000-х профіцитні країни розпочали масове заснування фондів суверенного багатства⁴⁵⁸.

Зауважимо, що переважно витоки ідеї відкладання на майбутнє значних поточних заощаджень пов'язані з пристосуванням країн-експортерів первинних ресурсів до макроекономічних викликів, що пов'язуються із значними зовнішніми надходженнями. Нідерландський досвід 1960–1970-х (так звана голландська хвороба) продемонстрував глибоку вразливість країни-експортера природних ресурсів, що вимагає більш консервативного поводження з надходженнями, прив'язаними до світової кон'юнктури. Однак в умовах глобалізації зростання кількості та активів фондів суверенного багатства відобразило появу значних профіцитів одразу в країнах-експортерах первинних ресурсів та в країнах-імпортерах, які здійснюють політику агресивного забезпечення глобальних конкурентних переваг з допомогою занижених валютних курсів.

Як наслідок, фонди суверенного багатства перестали бути однорідними фінансовими структурами. На сьогодні виділяється п'ять їхніх типів:

- стабілізаційні фонди, покликані ізолювати бюджет та економіку загалом від коливання цін на первинні ресурси. Здебільшого це актуально для країн-експортерів енергоресурсів;
- ощадні фонди, які забезпечують перерозподіл значних поточних заощаджень на користь майбутніх поколінь. Важливим функціональним призначенням цих фондів є трансформація обмежених активів у більш диверсифікований портфель, що дає змогу запобігти проявам голландської хвороби;
- резервні інвестиційні корпорації, покликані підвищити прибутковість використання валютних резервів;
- фонди розвитку, які заохочують реалізацію соціально-економічних проектів, спрямованих на покращення потенціалу економічного зростання;

⁴⁵⁸ Загальні історичні та фактографічні аспекти виникнення та розвитку фондів суверенного багатства можна знайти у: Sovereign Wealth Fund // www.en.wikipedia.org.

• умовні пенсійні резервні фонди, покликані забезпечити покриття нестандартних пенсійних зобов'язань⁴⁵⁹.

Швидке зростання суверенних заощаджень позначилось на тому, що обсяги активів цих фондів сягнули позначки у майже 3 трлн. дол. США (табл. 6.18.). Зокрема, тільки за останній рік величина їхніх активів зросла з 2 трлн.⁴⁶⁰.

Таблиця 6.18.

**Активи фондів суверенного багатства на початок
2008 року, млрд. дол. США**

Країна	Назва фонду	Нижня межа оцінки вартості активів	Верхня межа оцінки вартості активів
Країни-експортери енергоресурсів			
ОАЕ	Abu Dabi Investment Authority	250	875
Норвегія	Government Pension Fund-Global	380	380
Саудівська Аравія	-	289	289
Кувейт	Reserve Fund for the Future Generations	213	213
Росія	Стабілізаційний фонд Російської Федерації	125	125
Росія	Фонд національного добробуту	32	32
Лівія	Libyan Investment Corporations	50	50
Катар	State Reserve Fund	30	30
Алжир	Revenue Regulation Fund	43	43
США (Аляска)	Alaska Permanent Reserve Fund	40	40
Бруней	Brunei Investment Authority	30	30
Казахстан	National Fund	21	21
Малайзія	Khazanah Nasional BHD	19	19
Канада	Alberta Heritage Savings Trust Fund	16	16
Нігерія	Excess Crude Account	11	11
Іран	Oil Stabilization Fund	9	9
Азербайджан	State Oil Fund	2,5	2,5
Оман	State General Reserve Fund	2	2
Тімор	Petroleum Fund of Timor-Leste	1,4	1,4
Венесуела	FIEM – Macroeconomic Stabilization Fund	0,8	0,8
Тринідад-і-Тобаго	Revenue Stabilization Fund	0,5	0,5

⁴⁵⁹ Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda // IMF. – 2008. – P. 5.

⁴⁶⁰ Truman E. Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability // Institute for International Economics Policy Brief. – 2007. – PB07-6. – P. 3.

Азійські експортери			
Сінгапур	Government Investment Corporations	100	100
Сінгапур	Temasek Holdings	108	108
Китай	China Investment Corporations	200	200
Південна Корея	Korea Investment Corporations	30	30
Тайвань	National Stabilization Fund	15	15
Інші країни			
Австралія	Australian Future Fund	54	54
Чилі	Economic and Social Stabilization Fund	14,9	14,9
Чилі	Pension Reserve Fund	1,5	1,5
Ботсвана	Pula Fund	4,7	4,7
Кірібаті	Revenue Equalization Fund	0,4	0,4
Разом		2093	2968

Джерело: Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda // IMF. – 2008. – Р. 7.

Таке зростання активів цих фінансових інституцій призвело до необхідності перегляду традиційного уявлення про глобальну фінансову систему. Подібні масштаби діяльності змінюють структурний набір елементів останньої та баланс співвідношень між ними. Наприклад, глобальні активи хедж-фондів становлять 1,7 трлн. дол. США при тому, що в їхніх пасивах домінують запозичення, які ставлять їх у непорівнянні умови з точки зору величини фінансового лівереджу і, відповідно, інвестиційного потенціалу щодо будь-якого класу активів. Співвідношення між активами цих фондів та фінансовими активами глобальної фінансової системи, які оцінюються у 190,4 трлн. дол. США, залишається незначним, але їх вже можна порівнювати з ВВП Японії (4,4 трлн.), з капіталізацією її ринку акцій (4,8 трлн.), чи облігацій приватного сектору (2,0 трлн.), або ж із обсягом державних облігацій країн з ринками, що виникають, (3,9 трлн.) чи їхніми облігаціями приватного сектору (2,2 трлн.). Якщо прийняти до уваги, що за прогнозами компанії *Morgan Stanley* у 2011 р. активи цих структур сягнуть 13,4 трлн. дол. США, то структурна композиція глобальної фінансової системи найімовірніше зазнає докорінних змін⁴⁶¹.

При цьому, вже сьогодні перетворення фондів суверенного багатства на інституції, активно присутні на глобальному ринку, призвело до зміни бази глобальних інвесторів, модифікуючи тим самим широкий набір процесів, що відбуваються у сфері глобальних фінансів⁴⁶².

Зокрема, інститути спільного інвестування, приватні пенсійні та страхові компанії вже не визначають повністю базові тренди у

⁴⁶¹ Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda // IMF. – 2008. – Р. 6–8.

⁴⁶² Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – Р. 63–97.

глобальному попиту на активи. Більше того, якщо за своєю природою глобальні фінансові структури здійснюють трансформацію активів та зобов'язань, тільки зі своїми власними, то фонди суверенного багатства виступають тільки в ролі оферента ліквідності та джерела попиту на активи. Особливо потрібно наголосити на тому, що такі фонди вже виступили певними амортизаторами глобальних фінансових шоків. Наприклад, тільки впродовж 2007 р. та початку 2008 р. фонди суверенного багатства відіграла роль пропозиціонера екстреної ліквідності на суму у понад 35 млрд. дол. США, тим самим суттєво підкріпивши платоспроможність декількох провідних глобальних банків, що, однак, не врятувало окремі з них від колапсу в умовах глобальної фінансової кризи. Так, фонди суверенного багатства з Сінгапуру та Об'єднаних Арабських Еміратів забезпечили свою присутність у капіталі *Citigroup* обсягом у 6 млрд. дол. США, з Сінгапуру, Кувейту та Південної Кореї – у *Merrill Lynch* обсягом 14,1 та 8,4 млрд., з Сінгапуру – у *UBS* на суму у 18 млрд., з Китаю – у *Morgan Stanley* обсягом у 9,4 млрд., з Катару – у *Credit Suisse* на суму 2,85 млрд. дол. США. Незважаючи на те, що оголошення про здійснення цих операцій скоріше погіршувало динаміку котирування акцій цих банків, така пропозиція екстреної ліквідності розглядається як стабілізаційний фактор, що запобіг обвалу ринку банківських інструментів⁴⁶³.

Інший важливий наслідок зростаючого значення фондів суверенного багатства – те, що за їхньою функціональною неоднорідністю приховуються відмінні засади побудови фінансових стратегій. Наприклад, стабілізаційні фонди зацікавлені у короткострокових ліквідних активах, а фонди, які інкорпорує у своїй активності перерозподіл заощаджень на користь майбутніх поколінь, схильні до довгострокових інструментів з фіксованим доходом. Відповідно, окремі фонди взагалі не репрезентативні з точки зору відповідності між функціональним призначенням та фінансовою стратегією. Це позначається як на їхньому ставленні до ризику, так і на тому, який клас активів ними обирається. Оскільки для більшості фондів питання дії ефекту домашнього зміщення не стоїть, ставлення до ризику та вибір класу активів проєціюються на глобальний фінансовий ринок. З цього випливає, що зміни в розподілі фінансових можливостей у розрізі фондів з різним функціональним призначенням та зміни у ставленні до ризику та пріоритетності класу активів одразу може позначатись на глобальній кон'юнктурі окремих сегментів фінансового ринку. При чому такі зміни будуть прямо стосуватись щодо тих країн, які

⁴⁶³ Assessing Risks to Global Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2008. – Chapter I. – P. 21–22.

для цих фондів є закордонними. Це означає, що збурення в поточній кон'юнктурі, або ж важливіші зрушення у співвідношеннях доходностей та капіталізації окремих сегментів фінансового ринку перетворюються на екзогенні. Завдяки цьому, питання, як впливають фонди суверенного багатства на глобальні фінансові процеси залишається відкритим.

З одного боку, як уже зазначалось, фонди продемонстрували здатність поводитись як гасники волатильності на фінансових ринках, пропонуючи екстрену ліквідність та підтримуючи платоспроможність системних фінансових установ. З іншого – такі вливання ставлять питання про характер виконання центробанками ролі кредитора останньої інстанції. Парадокс полягає в тому, що така місія монетарних органів, виникнувши в розпал фінансової лихоманки в Лондоні у 1888 р., продемонструвала готовність суспільної інституції суттєво коректувати ситуацію на ринку. В теперішніх же умовах, існує ризик того, що кредитування останньої інстанції буде частково заміщене на фінансування по типу ринкового, яке є антиподом першого, але здійснюватиметься, мало того що із зовнішніх джерел, так ще і з джерел, які мають не приватно-ринкове походження, а державне. Зміщення ролей та трансформація інституціональної природи надання екстреної ліквідності не гарантує, що глобальна фінансова стабільність посилиться. Немає гарантій, що придбання провідних банків фондами суверенного багатства стане прообразом майбутнього зі сталими рисами, тоді як прецедент цього може суттєво заохотити моральний ризик серед учасників ринку. Завдяки цьому, поява цих фондів у структурі глобальної фінансової системи робить невизначеним баланс вигод та додаткових ризиків (табл. 6.19.), а серед економістів уже побутують певні позиції, які демонструють занепокоєння з приводу діяльності фондів суверенного багатства. Такі позиції можна узагальнити так⁴⁶⁴:

⁴⁶⁴ Різні автори наголошують на відмінних проблемах. Наприклад, Е. Труман закликає до запровадження міжнародних стандартів та кодів, які би врегулювали діяльність фондів суверенного багатства на глобальних ринках капіталу. Див.: Truman E. Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability // Institute for International Economics Policy Brief. – 2007. – PB07-6. – P. 1–9.; Геополітичні аспекти проблеми піднімаються у: Teslik L. H. Sovereign Wealth Funds // Council of Foreign Relations. – 2008. – Jan. 18 // www.cfr.org. Більш радикальними є А. Маттоо та Е. Субраманіян, які наголошують на тому, ВТО повинно взяти на себе частину відповідальності з глобального нагляду за діяльністю таких фондів за тим принципом, що їх зростання є проявом прихованої нечесної конкуренції в міжнародній торгівлі. Див.: Mattoo A., Subramanian A. Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization // Institute for International Economics Working Paper. – 2008. – WP 08–2. – P. 1–31. Загальний альяризм з приводу активності фондів суверенного багатства найбільш вдало змалює дослідник з МВФ Саймон Джонсон, стверджуючи: “Що станеться, якщо держави у XXI столітті будуть поводити себе, як приватний сектор XIX століття?”. Детальніше див.: Johnson S. The Rise of Sovereign Wealth Funds // IMF. Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 3. – P. 1–5.

- брак прозорості та легітимності міжнародної звітності. Діяльність фондів суверенного багатства сьогодні не врегульована на жодному з рівнів. Якщо центральні банки регулярно надають звітність МВФ, то діяльність таких фондів не підпадає під юрисдикцію жодної міжнародної організації, на кшталт МВФ, Світовий банк чи Банк міжнародних розрахунків, внаслідок чого глобальний нагляд за їхньою діяльністю набуває дослідницького, а не офіційного характеру. Приймаючи до уваги масштаби такої діяльності, проблема із прозорістю та доступу до звітності створює перешкоду для реалізації монетарної та фінансової політики в новому глобальному макрофінансовому середовищі;

- політична вмотивованість. Якщо не існує жодного легітимного формату контролю та “врівноваження” діяльності таких структур, то ніщо не може завадити їхнім можливостям приймати політично вмотивовані рішення на фінансових ринках. Брак прозорості тут тільки поглиблює проблему, адже якщо є нестача інформації про діяльність таких фондів, то спроможність зацікавлених сторін довести наявність політично вмотивованих рішень також ускладнюється. Усвідомлення таких ризиків може заохотити появу фінансового протекціонізму, з досвідом чого світ зіткнувся після нафтових шоків, коли нафтодобувні країни виявили “нездоровий” інтерес до фінансових інструментів провідних західних компаній. Якщо ж екстраполювати фінансовий протекціонізм на сучасні та прогнозовані масштаби активів фондів суверенного багатства, то під ризиком може опинитися фінансова глобалізація як така з руйнівними наслідками для глобальної торгівлі, потоків капіталу та можливостей фінансування платіжних дисбалансів;

- фінансова інтерференція. Через діяльність фондів суверенного багатства можливе глибоке проникнення у фінансову систему окремих країн з боку інших держав. Наслідки цього не тільки економічні, але й політичні. Немає жодних гарантій, що така фінансова інтерференція не викликатиме підвищення напруження у міжнародній політиці;

Більш оптимістичне сприйняття цієї проблеми, яке певною мірою контрастує із зазначеними позиціями, див. у: Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda // IMF. – 2008. – Р. 1–38. Хоча і тут аналізовані застереги не відкидаються.

- нестабільність глобальних фінансових процесів. Зміни в поведінці фондів або ж зміни фінансової ваги в розрізі фондів, чії фінансові стратегії відрізняються відповідно до функціонального призначення, примножують нестабільність та невизначеність на ринках. Диверсифікація щодо валют чи класу активів, або зміни у ставленні до ризику одразу передаватимуться поточній ринковій волатильності;

- концентрація суверенного попиту на активи. Оскільки переважна більшість країн-засновників фондів суверенного багатства мають у своєму розпорядженні ще й найбільші валютні резерви, то відбувається радикальна трансформація джерел попиту на активи. Суверенний попит на них починає наздоганяти, а інколи випереджати приватний. Окрім того, що це породжує проблему зміни меж між глобальним виміром суспільного та приватного секторів з відповідними наслідками щодо якості фінансового менеджменту активами й системними ризиками, які з цього впливають, експансія суверенного попиту на активи залишається і найімовірніше залишиться концентрованою. Поєднання в особі одних й тих самих країн і розпорядників масштабними валютними резервами, і фондами суверенного багатства загрожує глобальній фінансовій системі значними ризиками щодо будь-яких змін у попиті та пропозиції. Як наслідок, будь-які процеси корекції глобальних фінансових дисбалансів дедалі більше ставатимуть залежними від характеру суверенного попиту на активи. Навіть абстрагуючись від політичної складової проблеми ризику застосування фінансового важеля в геополітичних питаннях, неважко побачити, що концентрований характер суверенного попиту на активи може заохочувати до глибоких спотворень у пропорціях сегментів глобального фінансового ринку. Іншим виміром цього є те, що корекція фінансових дисбалансів може просто “вислизувати” із зони дії чи навіть досяжності інструментів макроекономічної політики, перетворившись на екзогенний процес, акцентований стратегічними чи тактичними міркуваннями розпорядників суверенних активів. У цьому випадку, навіть не має принципового значення, чи це валютні резерви центральних банків, чи фонди суверенного багатства, оскільки і те і друге у своїй експансії спирається на дисбаланси як реалізовану можливість у даних глобальних макрофінансових координатах.

Фонди суверенного багатства: аналіз вигод та загроз з позиції глобальної фінансової стабільності

Вигоди	Загрози
<p>1. Фонди не є фінансовими інституціями з високим лівереджем, на кшталт взаємних фондів, отже їхня експансія не призводить до збільшення ризику, що генерується на рівні окремого учасника фінансового ринку.</p> <p>2. Маючи відмінні стратегії, вони можуть заохочувати розвиток сегментації глобального фінансового ринку.</p> <p>3. Їх присутність та попит на активи які вони пред'являють, сприятливі з точки зору поведінки процентних ставок та фінансування платіжних дефіцитів. Можливості отримати вигоди від потоків капіталу зростають.</p> <p>4. Можливості пропонувати екстрену ліквідність перетворюють їх на потенційних стабілізаторів ринку.</p> <p>5. Вони розширюють базу інвесторів, внаслідок чого фінансові ринки стають більш сталими, оскільки присутність фондів як інституцій з низьким ризиком доповнює присутність інституціональних інвесторів, ступінь ризику яких може варіюватися залежно від профілю діяльності та обраної стратегії.</p> <p>6. Фонди не посилюють тенденцію до децентралізації та складності, що властива трансформації фінансової системи в напрямку домінування ринкової моделі.</p> <p>7. Ресурси фондів є страховкою профіцитних країн на випадок раптових змін у кон'юктурі світових ринків, внаслідок чого потенційні їхні втрати від зміни кон'юкттури чи від шоків умов торгівлі будуть мінімізовані, що сприятиме більш згладженої траєкторії глобального споживання та інвестицій. Це саме стосується глобальних зрушень у віковій структурі населення.</p> <p>8. Фонди підвищують фінансову стабільність країн-засновників та зменшують їх зовнішню вразливість.</p> <p>9. Разом із виваженою фіскальною та монетарною політикою фонди запобігають появі "голландської хвороби", а також посилюють продуктивне використання валютних резервів, становлячи їм суттєву альтернативу.</p>	<p>1. Будь-які зміни у фінансовій стратегії, наприклад, диверсифікація, зміна пріоритетних інвестицій у той чи інший клас активів, орієнтація на зрілі ринки, чи ті, що виникають, одразу призводить до появи волатильності та фінансової нестабільності загалом.</p> <p>2. Окремим випадком вищезгаданого може бути те, що в разі змін ставлення щодо пріоритетного класу активів відбуватимуться зміни відносних дохідностей у розрізі фінансових інструментів та кон'юкттури в розрізі сегментів глобального фінансового ринку. Наприклад, відхід від інструментів з фіксованим доходом та переорієнтація на ринок акцій одразу поставить питання про можливість фінансування дефіцитів та переоцінку корпоративних активів. Протилежне також актуально.</p> <p>3. З цього випливає, що зміни в орієнтації на клас активів змінюють потоки капіталу та структуру фінансування платіжних дисбалансів. Також проблемою є те, що можуть відбуватись переходи від вищого ступеня проциклічності фінансової системи до меншого за збереження дефіцитів чи їх "підхарчовування" і навпаки.</p> <p>4. Поведінка фондів завжди буде потенційним екзогенним шоком для багатьох країн та окремих ринків, адаптація до чого буде ускладнена через брак можливостей адекватної оцінки ризику зміни фінансових стратегій.</p> <p>5. Відсутність транспарентності в поведінці фондів не дає розуміння того, чи їхня політика йде "в одну ногу з ринком", чи ні. Тобто в разі виникнення нерівноважних ситуацій фонди, пропонуючи ліквідність, насправді можуть забезпечити акумуляцію значних активів, які тимчасово недооцінені. Також брак когерентності у цьому питанні може спотворювати ринкові очікування та посилювати дестабілізацію.</p> <p>6. Присутність фондів на падаючих ринках загострює проблему морального ризику, але не виключає послаблення корпоративного управління, тоді як присутність на зростаючому ринку штовхає його в бік переоцінки та ризику швидкої та раптової корекції, тобто обвалу в майбутньому.</p> <p>7. Значні масштаби фінансових джерел, відносна легкість доступу до них, непов'язаність із запозиченнями для підвищення лівереджу та відсутність відповідальності по типу корпоративної не виключає те, що активність фондів заохочуватиме доступ до ринку активів з посередніми інвестиційними якостями. Це означає, що значний глобальний попит на активи та пошуки диверсифікації не виключають заохочення пропозиції низькоякісних фінансових інструментів, що послаблює глобальну і національну фінансову стабільність та погіршує алокаційні процеси. Також, можливість легкого поглинання активів фондами з нейтральним ставленням до ризику погіршує якість традиційних індикаторів виміру зв'язку між рейтингом та спредами.</p>

Як видно з табл. 6.19., наразі неможливо сказати: експансія фондів суверенного багатства є грою з нульовою сумою чи ні. Більше того, якщо вигоди їх активності дуже часто значні для окремих економік світу, а у сфері фінансової стабільності баланс загроз та можливостей невизначений, то на рівні глобальних монетарних процесів ситуація швидше тривожна. Тут можна виділити проблемні моменти.

Якщо подивитись на те, що швидке зростання кількості та активів фондів суверенного багатства припадає на час загострення проблеми фінансових дисбалансів, то можна побачити, що ці фонди починають перебирати на себе послаблення можливостей центральних банків контролювати внутрішню інфляцію в умовах перегрітої економіки, що викликається заниженим валютним курсом та конкуретним нагромадженням валютних резервів. Ця проблема особливо чітко починає простежуватись на рівні нафтодобувних країн. Дані табл. 6.20. переконливо засвідчують, що значні профіцити бюджету та платіжного балансу як джерело поповнення фондів суверенного багатства є наслідком радикального неспівпадіння між поведінкою світових цін на нафту та реальних ефективних валютних курсів. Зростання перших та практична незмінність других є ознакою того, як запобігання корекції курсу вгору руйнує усю систему автоматичної корекції платіжних позицій у відкритій економіці з плаваючими курсами. По-суті, це є руйнацією механізму відновлення рівноваги за рахунок валютно-курсового пристосування до нових рівноважних умов.

Таблиця 6.20.

Ціни на нафту та реальні ефективні курси провідних нафтодобувних країн

	2000	2002	2004	2006	2008
Ціни на нафту	150	100	165	320	350
Реальні ефективні валютні курси					
Саудівська Аравія	90	100	105	108	105
Бахрейн	95	100	80	75	60
Кувейт	87	100	85	80	65
Росія	70	100	110	135	145
Іран	72	100	102	105	110
Венесуела	86	100	70	72	78
ОАЕ	86	100	82	77	82
Норвегія	90	100	103	102	104

Джерело: Mattoo A., Subramanian A. Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization // Institute for International Economics Working Paper. – 2008. – WP 08-2. – P. 30.

Це означає, що масштаби активності фондів суверенного багатства – опосередкований вимір занижених валютних курсів провідних світових експортерів. Відповідно, з огляду на те, що такі фонди становлять альтернативу монетарним активам центральних банків, то їх масштаби є непрямим виміром потенційної інфляції, яка би провокувалась швидким зростанням внутрішньої грошової пропозиції, викликаного експансією валютних резервів. Спроможність центральних банків контролювати внутрішню інфляцію в умовах профіциту платіжних балансів стає дуже потужним фактором поведінки реальних ефективних валютних курсів в умовах, коли фонди суверенного багатства не повною мірою абсорбують надмірні надходження виручки з-за кордону.

Характерним прикладом тут є Росія. Як видно з табл. 6.20., саме в цій країні спостерігається найшвидше зростання реального ефективного курсу, що повною мірою відповідає найвищій інфляції у ній, порівняно з рештою нафтодобувних країн. Втім, якраз неспроможність запобігти підвищенню реального ефективного курсу через брак цінової стабільності актуалізує затребуваність запобігання номінального підвищення валютного курсу з метою уникнення проблем із глобальною конкурентоспроможністю, заохочуючи конкурентне зростання валютних резервів, що тягне за собою збереження джерел експансії експорту і поповнення фінансової бази фондів суверенного багатства.

По-суті, фонди суверенного багатства певною мірою трансформують глобальні інфляційні тренди. З одного боку, вони є проявом відкладеної глобальної інфляції, оскільки переміщують споживання на майбутнє. Ця закономірність здебільшого активізується на рівні окремої країни зі значним платіжним профіцитом. З іншого боку, вони аж ніяк не забезпечують повноту антиінфляційного ефекту від міжчасових зміщень споживання та заощаджень, оскільки, перетворення в іпостась попиту на активи одразу уможлиблює експансію сукупного попиту, викликану відносною легкістю, з якої оференти таких активів задовольняють свої потреби в капіталі.

Із ситуації занижених валютних курсів впливає й інша проблема. Хоч експансія фондів суверенного багатства є певною альтернативою зростанню глобальних валютних резервів, нереалізований інфляційний тиск перетворюється в попит на активи, який призводить до того, що глобальні платіжні дисбаланси стають ще більш самопідтримуваними. Профіцитна країна заміщує потенційну внутрішню інфляцію,

представлену через діяльність фондів, попитом на активи, а дефіцитна країна отримує відносно полегшений доступ до фінансування платіжного дисбалансу, пропонуючи глобальній економіці не товари, а власні зобов'язання. Внаслідок цього, будь-які шоки, які змінюють такий взаємозв'язок одразу трансформують процеси у сфері підтримання дисбалансів. Відповідно, переорієнтація з активів розвинутих країн на активи країн з ринками, що виникають, одразу ставить питання про те, чи фінансуватиметься платіжний баланс дефіцитної країни.

У поточній ситуації відхід від інвестицій у фінансові інструменти США та переключення на інші ринки не виключає лише поглиблення глобальної фінансової нестабільності. Обмеження зовнішнього фінансування американської економіки підриває потенціал підтримання курсу долара в умовах значного платіжного дефіциту США, але збереження прив'язки до нього з боку профіцитних країн не гарантує, що і в них відбудуватиметься наближення до зовнішньої рівноваги. Тобто через збереження або ж навіть покращення можливостей підтримання платіжного профіциту завдяки прив'язці до падаючої валюти джерела формування фінансових ресурсів фондів не вичерпуються, попит на активи не зникає, але глобальна економіка опиняється у стані одразу вищих цін на первинні ресурси, падаючого долара зі збереженням зовнішнього дефіциту США, посиленням конкурентного тиску на європейську економіку та ризиком втрати контролю за глобальною інфляцією. Можна змалювати й інший алгоритм. Значний платіжний дефіцит США погіршує мотивацію до вкладання коштів у американські активи, переорієнтовуючи фонди на ринки, що виникають. Приплив капіталів до них заохочує їх до запобігання ревальвації, що повертає нас до вихідної точки, але, знову-таки, за переходу на вищий рівень у спіралі глобальних фінансових дисбалансів, як показало зростання цін практично на усі первинні ресурси, і до вищої інфляції.

У випадку загального підвищення інфляційного фону виникає значна проблема того, що зовнішнє пристосування до нових рівноважних умов ускладнюється через те, що реальні ефективні курси можуть залишитись без суттєвих змін. Завдяки цьому дисбаланси зберігаються за вищого глобального інфляційного фону. Але якщо фонди суверенного багатства подовжують лаг між експансією попиту та інфляцією, то це не виключає, що цей лаг може суттєво відрізнятись в розрізі країн. Варіації в тривалості лагів можуть бути обумовлені відмінностями в тривалості та глибині

заниження курсу, величині втрат від конкурентної стерилізації валютних резервів, структурних характеристик економіки (гнучкість ринків праці, можливості обмеження витрат на оплату праці тощо). Саме тут виникає проблема, коли погіршення конкурентоспроможності через підвищення реального ефективного курсу заохочуватиме подальше нагромадження валютних резервів та активів фондів суверенного багатства.

Погіршення економічної ситуації в Європі та можливостей США позичати за кордоном в умовах іпотечної кризи не виключає, що сповільнення глобального економічного зростання може призвести до уповільнення зростання цін на нафту. Якщо це позначиться на масштабах платіжних профіцитів нафто-експортерів, то поточні рахунки в Азії можуть тільки покращитись. Цей приклад ілюструє, що фонди суверенного багатства суттєво викривлюють глобальні монетарні процеси і їхня експансія, як і експансія валютних резервів, можлива тільки в умовах надмірно ліквідного глобального макрофінансового середовища, в якому фінансові дисбаланси є структурним елементом.

Глобальна криза ліквідності змінила ситуацію у фінансовій системі. Замість надмірної ліквідності та експансії попиту економіка опинилась у стані стискання глобального споживання, інвестицій та потоків капіталу. В результаті падіння цін на первинні ресурси та активи одразу зруйнувало базу для найближчої експансії цих фондів, тим самим підкріплюючи позицію, яка наголошує на ризиках з боку їхньої діяльності. Так, в умовах експансії глобальної ліквідності фонди суверенного багатства тільки розігрівають глобальний попит на активи, а в умовах глобальної кризи вони виявляються неспроможними суттєво збільшити пропозицію екстреної ліквідності з трьох причин. А) Країни-розпорядники втрачають базу їх подальшого формування. Б) Акумуляовані кошти витрачаються для підтримання вітчизняних фінансових гравців, охоплених кризовими процесами. В) Країни в умовах невизначеності та нез'ясованих перспектив щодо динаміки вартості активів обирають вичікувальну позицію, внаслідок чого заощадження, акумульовані у фондах, не перетворюються у попит на активи. В загальному можна зробити висновок, що активність фондів суверенного багатства має такі самі ознаки проциклічності, як і у випадку фінансової системи. Єдина відмінність у тому, що контрциклічні ефекти можуть спрацювати у вигляді локальних фінансових криз, коли фонди спроможні збільшити пропозицію екстреної ліквідності. У випадку ж глобальних криз, на масштабні ресурси фондів розраховувати

неможливо. Звідси випливає, що суперечливі наслідки для глобальної економіки з боку фондів суверенного багатства не можуть бути скеровані у позитивний бік тільки за рахунок косметичних змін типу підвищення їх транспарентності чи розбудови міжнародного формату легітимного нагляду за ними. Це вимагає більш прискіпливого розгляду процесів корекції фінансових дисбалансів та їх аналізу на предмет стійкості.

6.3. Проблема рівноважності та корекції глобальних фінансових дисбалансів

Теоретичні дискусії з приводу стійкості дисбалансів

За останній час проблемі глобальних фінансових дисбалансів та характеру їх корекції приділяється чи не найбільше уваги серед усіх економічних феноменів сучасної доби. Таку картину можна вважати цілком виправданою принаймні з двох міркувань. По-перше, історично та методологічно дисбаланси, або ж у конкретніших формах експансія фінансових агрегатів (внутрішні дисбаланси) та розширення діапазонів платіжної нерівноваги у світі (зовнішні дисбаланси) розглядаються з позиції кризогенності чи того, як вони співвідносяться з можливостями забезпечення національної та глобальної фінансової стабільності. Ця традиція була закладена ще за часів міжнародного золотого стандарту і проходить наскрізною лінією впродовж усього періоду еволюції міжнародного валютного устрою. Дискусії з приводу формування “нової” глобальної фінансової архітектури дещо змістили акцент із системних вимог до відповідності між монетарними режимами та стабільністю у бік регуляторних вимог щодо підвищення ефективності функціонування ринків. Втім, таке зміщення можна вважати виправданим з точки зору хронологічної послідовності дискусій з приводу “нової” архітектури та загострення теоретичної та практичної проблематики рівноважності та корекції дисбалансів. По-друге, найбільшу теоретичну проблему на сьогодні становить не сам факт дисбалансів чи їх масштаби, а тривалість, з якою вони нагромаджуються і суттєво не коректуються, незважаючи на зміни у фіскальній політиці, цикл процентних ставок, співвідношення долар/євро, глобальний фінансовий клімат, глобальні потрясіння тощо.

Останнє є викликом усталеним у свій час позиціям з приводу того, в який спосіб відбувається корекція глобальних дисбалансів. Насамперед це стосується досвіду золотого стандарту, масштабна платіжна нерівновага за часів якого часто наводиться за приклад для порівняння з теперішнім

періодом, а також досвіду масштабних реверсів у статусі платіжних позицій у повоєнний період. В обох випадках на передній план висувається ідея про те, що якими би не були інтегрованими фінансові ринки, тривале перебування економіки у стані платіжної нерівноваги неможливе, хоча тривалість нерівноважного стану залежить від ступеня мобільності капіталів та фінансової інтеграції, а характер корекції – від того, чи спекуляції проти валютного курсу стабілізаційні; іншими словами, чи підтримується загальний принцип реалізації жорсткої макроекономічної політики⁴⁶⁵. Відмінність у тому, що у повоєнний період найбільш реально дієвим важелем корекції дисбалансів та механізмом запуску процесу реверсу платіжних позицій є суттєва зміна рівня реального ефективного обмінного курсу, яка є наслідком зниження/підвищення номінального курсу валют⁴⁶⁶.

Стосовно сучасних теоретичних поглядів на проблему стабільності, рівноважності дисбалансів та характеру їх корекції не сформовано консолідованої позиції. Крім цього, чим більше затягується в часі ситуація з глобальною нерівноважністю провідних економік та цілих регіонів, тим більш еклектичними стають погляди на проблему, які дослідниками позицій з даного приводу часто навіть групуються по-різному. Сьогодні існує дві найвідоміші роботи, в яких робиться спроба класифікувати підходи до проблеми ув'язки між дисбалансами та фінансовою стабільністю. Наприклад, Б. Ейченгрін виділяє чотири підходи: традиційний (дисбаланси повинні коректуватися, оскільки дефіцит платіжного балансу США призведе до швидкого зростання зовнішньої заборгованості країни, масштаби якої не можуть бути прийнятними); нової економіки, тобто коли остання створює передумови для швидкого зростання продуктивності праці і, відповідно, привабливості американського фінансового ринку; “чорної речовини”, який демонструє те, що в умовах сучасної економіки платіжний дефіцит США є наслідком застосування застарілої методології, яка не відображає усього комплексу активів, що є в розпорядженні США; характеру інвестиційної поведінки, згідно з якою тенденції у сфері зовнішньої нерівноваги є наслідком

⁴⁶⁵ Bordo M. Historical Perspective on Global Imbalances // NBER Working Paper. – 2005. – № 11383. // www.nber.org.; Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109–156.

⁴⁶⁶ Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2000. – № 692. – P. 1–24.; Debelle G., Galati G. Current Account Adjustment and Capital Flows // BIS Working Papers. – 2005. – № 169. – P. 3–28. Подібна думка висловлюється і в окремих дослідженнях МВФ про роль реальних ефективних курсів як важелів корекції дисбалансів. Див.: Exchange Rates and the Adjustment of External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – P. 81–120.

відмінностей у ставленні інвесторів до ризику в розрізі різних країн та в розрізі належності до відмінних фінансових систем⁴⁶⁷. М. Ксафа, відповідно, розглядає ортодоксальний підхід, згідно якого дисбаланси близькі за змістом до феноменів попиту та поведінки валютного курсу, отже потребують корекції з допомогою відповідних макроекономічних інструментів, та неортодоксальні підходи, згідно з якими дисбаланси є рівноважними, отже не становлять суттєвої загрози для глобальної фінансової стабільності, або ж є нейтральними щодо неї⁴⁶⁸. Оскільки поділ на підходи у цих працях не співпадає, детальніший аналіз поглядів на проблему потрібно звести до чотирьох базових позицій:

- дисбаланси не стабільні і потребують корекції;
- дисбаланси не повинні розглядатись із позиції глобальної фінансової стабільності загалом, а лише з міркувань специфічного статусу США в глобальній фінансовій системі;
- дисбаланси рівноважні й репрезентують структурні зміни в глобальній економіці;
- стабільність дисбалансів – прояв глобальних монетарних взаємин.

В основу підходу про нерівноважну етимологію дисбалансів покладено твердження про те, що зовнішній дефіцит США як найбільше джерело усіх глобальних дестабілізаційних процесів утворився внаслідок поєднання декількох факторів, які віддзеркалюють динаміку американського попиту. З одного боку, зовнішній дефіцит є наслідком значних внутрішніх бюджетних дефіцитів 2000-х років, що прийшли на зміну стриманій фіскальній політиці часів президенства Б. Клінтона, та надзвичайно м'якій монетарній політиці ФРС, яка з 2001 р. підтримує рекордно низькі процентні ставки. З іншого боку, валютний курс долара був зростаючим практично увесь час за період 1990-х років, а слабкий старт євро у 1999 р. підтверджує тезу про те, що курс долара став стимулятором зростання дефіциту поточного рахунку.

Оскільки в основі останнього перебувають фактори попиту, то і вихід із ситуації повинен шукатись у поверненні до рестриктивної фіскальної політики та девальвації долара, а монетарна політика повинна бути більш жорсткою та реагуючою на стан зовнішнього дефіциту. Оскільки такий погляд природно передбачає нерівноважний характер

⁴⁶⁷ Eichengreen B. Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investors and the Standard Analysis // University of California, Berkeley, 2006. – March. – P. 1–15.

⁴⁶⁸ Xafa M. Global Imbalances and Financial Stability // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/111. – P. 1 – 20.

глобальних фінансових дисбалансів, то основний ризик для глобальної стабільності зводиться до того, що різка корекція попиту на американські активи може похитнути фінансову ситуацію в США та в усьому світі через різке падіння курсу долара та внутрішньої вартості активів США. Так само, значний зовнішній попит на американські активи в подальшому призведе лише до втрати можливостей контролювати співвідношення дохідностей між класами активів та до зростання зовнішньої заборгованості в межах, що суперечать національним інтересам США та інтересам глобальних інвесторів, з огляду на те, що частка доларових активів у глобальних портфелях буде гіпертрофованою та викликатиме сумніви в доцільності її подальшого прогресування⁴⁶⁹.

Однак, якщо подивитись на довгострокову динаміку курсу долара, то можна побачити, що практично з 1990-х років втрачається чітка обумовленість зовнішнього дефіциту США та поведінки реального ефективного курсу останнього. Так, з 1973 р. по 1978 р. поведінка реального ефективного курсу була спадаючою, при тому, що зовнішній дефіцит був надзвичайно волатильний. З 1979 по 1984 – навпаки, курс був різко зростаючий, але погіршення поточного рахунку розпочалось тільки з 1982 р. З 1984 по 1988 рр. курс знову почав опускатися, але дефіцит почав знижуватись на рік раніше. З 1989 по 1997 рр. реальний ефективний курс долара був майже стабільний із незначним спадним трендом, а дефіцит зменшувався до 1991 р., у 1992 р. – перетворився на профіцит і надалі спостерігається картина стрімкоподібного погіршення поточного рахунка США, аж поки його дефіцит не досяг 6–7% за останні роки. При цьому, реальний ефективний курс зростав з 1997 по 2002 рр., а надалі почав падати⁴⁷⁰. Приймаючи до уваги, що спостерігається зближення інфляційних диференціалів основних торговельних партнерів, поведінка реального ефективного курсу долара стає дуже близькою до поведінки номінального. У світлі триваючого знецінення долара погіршення

⁴⁶⁹ Тою чи іншою мірою ці погляди висловлювалися багатьма економістами, серед праць яких можна виокремити такі: Obstfeld M., Rogoff K. Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment // Global Economic Integration: Opportunities and Challenges. – Reserve Bank of Kansas City, 2000. – P. 165–180.; Obstfeld M., Rogoff K. The Unsustainable US Current Account Position Revisited // NBER Working Paper. – 2004. – № 10869. // www.nber.org; Obstfeld M., Rogoff K. Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment // Brooking Papers of Economic Activity. – 2005. – P. 67–124.; Truman E. Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances // Institute for International Economics Working Paper. – 2005. – WP 05–6. – P. 1–45.; Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. – 2004. – P. 1–31.; Bergsten F., Truman E. Why Deficits Matter: The International Dimension // IIE Speeches, Testimony, Paper. – 2007. Testimony Before the Budget Committee of the House of Representatives, Jan. 23, 2007. – P. 1–11.

⁴⁷⁰ Xafa M. Global Imbalances and Financial Stability // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/111. – P. 3.

платіжного балансу свідчить про дії не стільки внутрішньоамериканських факторів попиту, а дії змін у глобальному макрофінансовому середовищі, наприклад пов'язаного з прив'язкою до долара курсів провідних азійських країн та нафтоекспортерів тощо.

Це підтверджують і інші дані. Наприклад, з 1992 року приплив капіталів до США, за винятком 1998–1999 та 2001 років, може суттєво перевищувати обсяги дефіциту поточного рахунка. Якщо за 1992–1997 рр. таке перевищення могло сягати в середньому 1,7% ВВП, то за 2000–2006 – 1,5%, при тому, що рівень платіжного дефіциту за останні роки подвоївся, порівняно з першим періодом. В абсолютних значеннях перевищення припливом капіталів суми дефіциту в окремі роки може сягати значних обсягів. Наприклад, якщо за перший період таке перевищення рідко коли сягало 50 млрд. дол., то з 2003 р. перевищення у 100 млрд. дол. стає звичним явищем. Відмінністю є лише те, що за перший період приплив капіталів на ринок інструментів з фіксованим доходом становив від 30% до 40%, тоді як за другий – від 50% до 80%⁴⁷¹. Внаслідок цього потрібно визнати, що поєднання американських та екзогенних факторів більш превалює з точки зору характеру поведінки глобальних дисбалансів, порівняно з винятково “слідом” динаміки сукупного попиту США.

Підхід до аналізу глобальних дисбалансів з позиції стабільності платіжного балансу США, навіть з огляду на його дефіцитність, уособлює в собі багато окремих специфічних бачень проблеми, які інколи можуть суперечити одне одному. Втім, його важливість обумовлена появою нових закономірностей функціонування глобальної фінансової системи та виняткового становища фінансового ринку США у ній. У рамках цього підходу можна виокремити такі позиції:

- швидкий розвиток нової економіки в США робить їх фінансовий ринок надзвичайно привабливим. Завищення валютного курсу долара або уповільнення його падіння, що позначається на статусі платіжного балансу США, є наслідком припливу капіталів, відповідно до швидшого зростання продуктивності праці та підвищення капіталізації фінансового ринку на цій основі. Ця позиція спирається на беззаперечний факт швидшого зростання продуктивності праці саме у США, але навряд чи, виходячи з цього, можна пояснити, чому в структурі припливу капіталу

⁴⁷¹ Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 4.; Xafa M. Global Imbalances and Financial Stability // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/111. – P. 4.

домінує вкладання коштів у інструменти з фіксованим доходом. Якщо експансію дефіциту поточного рахунка у 1990-х можна було би пояснити з позиції нової економіки, то ситуація у 2000-х явно відрізняється;

- фінансова система США розглядається як глобальна корпорація. З огляду на розвиток та модернізацію фінансової системи США остання спроможна здійснювати глобальну портфельну сегментацію та диверсифікацію. Вона пропонує високоліквідні та надійні зобов'язання, які перекриваються вкладеннями у більш ризикові активи з усього світу. Підтвердженням цього є те, що практично за весь час, починаючи з 1980-х років, аж до 2006 р. (крім 1998 р.) чистий інвестиційний дохід США залишався позитивним і коливався на рівні 10-50 млрд. дол. Найцікавіше те, що коливання в часі цього показника абсолютно не корелюють з динамікою дефіциту платіжного балансу. Завдяки таким можливостям фінансової системи, останній не повинен розглядатись як індикатор вразливості американської економіки і, тим більше, як причина глобальної фінансової дестабілізації. Інший вираз цього погляду – спроба В. Б'ютера інтерпретувати приховані можливості американської конкуренції, яка є чимось більшим за конкуренцію на ринку благ, що віддзеркалюється в балансі експорту та імпорту. Згідно з ним США надають світу послуги у вигляді ліквідності, страхування (збереження) вартості та організаційно-технологічних ноу-хау. Іншим боком цього є виконання доларом функції резервної валюти, зростаючий попит на боргові інструменти уряду та масштабні ПП⁴⁷². Таке бачення суттєво підриває економічне розуміння платіжного балансу як категорії⁴⁷³, але демонструє, чому глобальний монетарний статус долара разом із розвитком фінансової системи створюють передумови для уможливлення поєднання платіжного дефіциту з фінансовою стабільністю. Тут можна побачити сервісну інтерпретацію значного екзогенного попиту на американські активи в сукупності з вивозом капіталу з самих США. Як не дивно, але такий погляд контрастує з вищерозглянутим. У випадку, якби нова економіка створювала такі значні переваги від інвестицій у доларові активи, тоді

⁴⁷² Buitter W. "Dark Matter or Cold Fusion?" // Goldman Sachs Global Economic Paper. – 2006. – №136. // www.golmansachs.org.

⁴⁷³ На перший погляд прийняти дану позицію дуже важко, оскільки вона змінює розуміння конкуренції як такої. Якщо в традиційній інтерпретації конкурують між собою виробники, а товари є більш, або менш конкурентоспроможними, то таку інтерпретацію слід вважати спробою вийти за дані рамки. Поширення відносин конкуренції на держави-нації у вигляді «податкової конкуренції», «конкуренції за місця розташування бізнесу» тощо є відображенням того, як глобалізація спонукає до розгляду конкуренції на системному рівні, а не на рівні окремих ринків.

баланс інвестиційних доходів та виплат не мав би бути позитивний, оскільки вища продуктивність, вища капіталізація дають можливості для значних обсягів репатріації. Саме спроба розглядати економіку США як глобальну корпорацію дає змогу побачити суттєві передумови для відносної стабільності за платіжного дефіциту, але абсолютизація цього підходу також ризикова. Наприклад, спроби порівнювати дефіцит платежів не з ВВП, а з фінансовим багатством чи рівнем капіталізації фінансового ринку, демонструють мізерність показника дефіциту платіжного балансу⁴⁷⁴. Однак, якщо прийняти до уваги проблему проциклічності фінансової системи та волатильності фінансових ринків, то такий підхід даватиме ненадійну інформацію про перспективи підтримання глобальної фінансової стабільності. Тільки впевненість у потужному екзогенному попиті на американські активи, який оберігає капіталізацію фінансової системи США від значних флуктуацій, дає змогу переорієнтуватись з показника ВВП на фінансові індикатори для порівняння з дефіцитом платежів;

- “надмірні привілеї” американської фінансової системи. Цей термін був запроваджений ще Ш. де Голлем, але і сьогодні зберігає свою актуальність. Як вже не раз зазначалось, спостерігається значне послаблення ефекту домашнього зміщення щодо інвестицій в акції з боку американських резидентів, але збереження цього ефекту щодо інструментів з фіксованим доходом. Внаслідок цього фінансова система практично не залежить від курсу долара, або ж зниження курсу тільки покращує позицію інвесторів, що вивозять капітал. Іншим проявом такої «привілеї» є те, що знецінення долара підвищує внутрішню вартість американських зовнішніх активів, і не зачіпає зовнішні зобов’язання, які здебільшого є доларовими. Незважаючи на те, що така картина прямо не стосується дилеми, чи є платіжні дисбаланси стабільними, чи ризикогенними, вона добре ілюструє можливості уникати взяття на себе тягаря з корекції курсу долара заради виправлення ситуації з поточним рахунком;

⁴⁷⁴ Наприклад, якщо порівнювати дефіцит поточного рахунку не з ВВП, а з активами, то можна побачити, що 850 млрд. дефіциту становлять 1,5% 55 трлн. чистих приватних активів. Якщо останні продовжуватимуть зростати зі швидкістю 6,3%, як це було за останні десятиліття, то зовнішній дефіцит поглинатиме тільки четверту частину такого приросту. Це унеможливує будь-який погляд на економіку США як на неплатоспроможну тільки тому, що поточний рахунок дефіцитний. Див.: Gave C., Kaletsky A., Gave L.-V. *Our Brave New World*. – Hong Kong: 2005, GaveKal Research.

• фінансова глобалізація та аутсорсинг створюють фундаментальні передумови для стабільності нерівноважного платіжного дефіциту США. В рамках цього бачення можна виокремити дослідження *McKinsey Global Institute*. Згідно з ним всезростаюча та ефективна діяльність ТНК США за кордоном підвищує доходи всередині США. Це стосується населення – через зростання факторних винагород, фірм – через зростання прибутковості, власників акцій – через підвищення капіталізації таких компаній. Завдяки цьому американці отримують можливість споживати більше закордонних товарів, порівняно з тим, скільки експортують, завдяки доходам, які отримуються від збільшення ВВП за кордоном. Як наслідок, третина усього дефіциту платіжного балансу США є наслідком успішної діяльності ТНК⁴⁷⁵. Більш конкретна мікроекономічна основа цієї закономірності описується за допомогою бізнес-моделі “платформної компанії”. Індустріальне виробництво стає об’єктом аутсорсингу, а менеджмент, маркетинг та розробка технологій залишається у “платформної компанії”. Як наслідок, потреби у капіталі знижуються, зростають значні чисті грошові потоки, бізнес-цикл стає менш волатильний і дає змогу збільшувати запозичення сектором домогосподарств. Генерування значного фінансового багатства у такий спосіб дозволяє і збільшувати ризикові інвестиції за кордоном, і пропонувати високоякісні активи інвесторам-нерезидентам⁴⁷⁶. У світлі цієї тенденції не виглядає парадоксальним зростання частки прибутку до оподаткування у ВВП США з 5,8% у 2001 р. до 10% у 2007 р. при тому, що ціни на нафту більше ніж подвоїлись за даний період;

• фінансова система США найбільш інноваційна, внаслідок чого завжди приваблюватиме екзогенний попит на активи. Так, основою зростання валових та чистих зовнішніх зобов’язань США є поглиблення фінансового ринку та зниження ефекту домашнього зміщення за кордоном. Якщо останнє є проявом глобальної тенденції щодо поведінки інвесторів і демонструє їх ставлення до американських активів, то перше вказує на те, наскільки привабливим для припливу капіталу стає фінансовий ринок США як факт. Крім цього, недооцінка американських зобов’язань перевищує

⁴⁷⁵ A New Look at the US Current Account Deficit: The Role of Multinational Companies // McKinsey Global Institute. – 2004. – Dec. // www.mckinsey.com.

⁴⁷⁶ Gave C., Kaletsky A., Gave L.-V. Our Brave New World. – Hong Kong: 2005, GaveKal Research. – 130 p. Ця праця здебільшого присвячена мікроекономічним аспектам оптимізації споживання виробничих факторів в умовах глобалізації, але вона показує, які можуть бути далекосяжні макроекономічні наслідки цього. Зазначимо, що назва цієї книги є алюзією на книгу-антиутопію Олдоса Хакслі “Brave New World?” 1932 року, в якій висвітлюється проблема знаходження всезагального щастя.

недооцінку американських активів і такий розрив поглиблюється мірою експансії глобалізації⁴⁷⁷. З одного боку, це означає, що інвестори закладають невпевненість щодо перспектив фінансової стабільності американської економіки у своє ставлення до поєднання “ризик-дохідність”. З іншого, – така недооцінка дає змогу постійно нагнітати зовнішній попит на американські активи в очікуваннях покращення їх позиціонування в координатах “ризик-дохідність”, тим самим полегшуючи реалізацію пропозиції нових фінансових активів американськими компаніями, яка суттєво випереджає європейські та японські.

Щодо структурних змін у глобальній економіці, які провокують відтворення дисбалансів, зокрема дефіциту платіжного балансу США, то тут можна виділити таке: ньюенвайронменталізм; “глобальне перенасичення заощадженнями” (від англ. *global saving glut*); брак активів (від англ. *assets shortages*). У цьому контексті позиція ньюенвайронменталізму скоріше дотична до проблеми, що аналізується. Якщо більш модернізовані фінансові системи спроможні забезпечувати кращий розподіл ризиків та згладжувати споживання, то завдяки цьому підвищується схильність економіки до стану зовнішнього дефіциту. Це явище вже аналізувалося вище, але з точки зору проблеми глобальної фінансової стабільності такий теоретичний вектор важко визнати нейтральним. З одного боку, констатується об’єктивний характер розкручування спіралі дисбалансів в умовах нового фінансового та монетарного середовища. З іншого, – представники цього напрямку досліджень постійно наголошують на тому, що швидкі трансформації внутрішніх дисбалансів у зовнішні і навпаки в умовах проциклічності фінансової системи та зростання її схильності до ризикової поведінки скоріше становлять ризик для глобальної фінансової стабільності⁴⁷⁸.

Феномен “глобального перенасичення заощадженнями” представлений у роботі Голови ФРС Б. Бернанке, що вже стала

⁴⁷⁷ Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 1–39.

⁴⁷⁸ Незважаючи на те, що ці позиції вже розглядалися вище, зауважимо, що представники ньюенвайронменталізму не аналізують дисбаланси з позиції того, чи вони рівноважні, чи ні, а наголошують на тому, що сам факт ендогенної схильності глобальної економіки до дисбалансів є ризиком для фінансової стабільності. Як не дивно, але ризик монетарної стабільності тут не зачіпається, оскільки вважається, що одним з елементів “нового середовища” є стабільність цін та довіра до центробанків. Див., наприклад: White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 1–18.; White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20. Як буде показано нижче, таку позицію потрібно уточнити у світлі різкого зростання цін на первинні ресурси.

хрестоматійною, демонструє, що сучасний світ зіткнувся з якісно новою проблемою – появою величезних заощаджень у цілих регіонах та окремих країнах, які не можуть бути джерелом для інвестицій тільки у них, перетікаючи на ринки, що забезпечують пропозицію активів. Як не дивно, але основна причина перенасичення глобальної економіки заощадженнями вбачається у змінах в демографічній структурі населення світу. Швидке старіння населення в Азії та висока норма заощаджень у багатьох розвинутих країнах, зокрема в Японії та Німеччині, стають причиною вивільнення масштабних джерел для інвестицій, які перетікають у країни з широкими інвестиційними можливостями, тим самим консервуючи їхню платіжну нерівновагу⁴⁷⁹.

У рамках цього бачення проблеми, структурний характер змін у факторах, що обумовлюють динаміку заощаджень у глобальній економіці, визначає, що і платіжні дефіцити, як контрпозиція стосовно таких заощаджень, структурні. Оскільки демографічні зміни в цьому контексті є довгостроковими і не можуть бути відкоректовані за допомогою ринкової тенденції чи макроекономічних інструментів, то і проблема значних платіжних дисбалансів не повинна розглядатись з точки зору фінансової нестабільності. Такий оптимістичний висновок, однак, не враховує різного роду ризиків, які похідні від того, що дисбаланси є і тривалий час не коректуються.

Подібний до цього підхід нестачі активів, ідеологом якого вважають Р. Кабаллеро⁴⁸⁰. Взагалі феномен нестачі активів, доступних для інвестування, пов'язується зі змінами, які відбулися і на стороні попиту, і на стороні пропозиції. Щодо попиту на активи, то такі зміни, як вже зазначалося, впливають із перенасичення заощадженнями та трансформації фінансових систем. Стосовно останнього, то зростає значення інституціональних інвесторів у структурі фінансової системи і в розвинутих країнах, і в країнах з ринками, що виникають, внаслідок чого вони дедалі більше потребують високоякісних активів для покриття власних зобов'язань. Це саме стосується експансії фондів суверенного багатства. Щодо пропозиції, то, незважаючи на те, що трансформація фінансових систем, відповідно, збільшує пропозицію фінансових активів,

⁴⁷⁹ Bernanke B. The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit. – Fed Speeches. – 2005. – March. // www.federalreserve.gov.

⁴⁸⁰ Так, Р. Кабаллеро практично більшість нових явищ у глобальній економіці схильний пояснювати з точки зору браку активів: низькі процентні ставки, дисбаланси, дезінфляцію тощо. Природно, що з такої точки зору проблема дисбалансів не розглядається як така, що становить загрозу глобальній фінансовій стабільності. Див.: Caballero R. On the Macroeconomics of Assets Shortages // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. – P. 1–24.

тенденції 1990-х років заклали передумови для їх нестачі з точки зору структурного зростання попиту на них у 2000-х. Так, економічна стагнація в Японії впродовж близько 15 років поспіль, валютно-фінансовий обвал в Азії, орієнтація на бездефіцитні чи низькодефіцитні бюджети у розвинутих країнах у 1990-х спричинили суттєве зниження обсягів активів, які могли бути доступними для інвестування через десятиліття⁴⁸¹. У поєднанні з відмінними темпами економічного зростання та глибини фінансової системи, явище нестачі активів призводить до того, що дисбаланси перетворюються на рівноважні і це описується за допомогою таких моделей. Відмінні темпи економічного зростання та відмінна спроможність фінансових систем генерувати фінансові активи, які обслуговують реальні інвестиційні процеси, демонструють рівноважний характер низьких процентних ставок та значного домінування валюти країни із зовнішнім дефіцитом у глобальних портфелях активів, якщо у такій країні є швидке економічне зростання⁴⁸². Рівноважний характер значного зовнішнього дефіциту США є результатом припливу капіталу відповідно до очікувань економічних агентів майбутньої вартості такого дефіциту щодо світового ВВП, порівняно з поточною (у першому випадку таке співвідношення має бути нижчим). Тобто значні темпи зростання американської економіки зменшують вартість дефіциту платіжного балансу США порівняно зі світовим ВВП, внаслідок чого у будь-якому поточному періоді величина такого дисбалансу не сприйматиметься економічними агентами як загроза глобальній фінансовій стабільності. Водночас, фактична величина стану поточного рахунка США, яка теоретично сприймається як безризикова, кореспондує з прогнозними даними щодо динаміки ВВП США, а не з фактичними даними зростання валового внутрішнього продукту цієї країни⁴⁸³.

Вищерозглянуті підходи до зв'язку між дисбалансами та глобальною стабільністю здебільшого апелювали до різного роду закономірностей фінансового характеру. Що ж до монетарних детермінант стабільності у

⁴⁸¹ Зазначимо, що наприкінці 1990-х початку 2000-х років проблема нестачі інструментів з фіксованим доходом внаслідок орієнтації на контроль за бюджетним дефіцитом та державним боргом у розвинутих країнах почала обговорюватись з позиції того, як до цього повинні адаптуватись центральні банки, оскільки втрата глибини ринку облігацій одразу погіршує ефективність операцій відкритого ринку. Див.: Zelmer M. Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities // IMF Policy Discussion Paper. – 2001. – PDP/01/7. – P. 1–26. Це є опосередкованим підтвердженням того, що зміни на боці пропозиції не менш актуальні при поясненні феномена браку активів, ніж структурні зрушення на стороні попиту.

⁴⁸² Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. // www.nber.org.

⁴⁸³ Engel Ch., Rogers J. The US Current Account Deficit and the Expected Share of World Output // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2006. – № 856. // www.federalreserve.org.

сфері фінансових дисбалансів, то тут потрібно виділити підхід БВ2 (див. вище) та дискусії з приводу оптимального вибору валюти прив'язки. Так, згідно з БВ2 дисбаланси стабільні, оскільки відображають певний набір вигод і для профіцитних, і для дефіцитних країн, насамперед США та Китаю. З цих міркувань глибокі нерівноважні позиції платіжних балансів економік останніх можуть тривати невизначено довго.

Щодо дискусій про валюту прив'язки, то тут акцентується на тому, що масштаби доларової зони, деномінація світових сировинних ринків у долар та домінування американської валюти на валютних ринках створюють потужний ефект мережі, який посилює позиції долара у міжнародній валютній системі, тим самим опосередковано сприяючи значному зовнішньому попиту на нього⁴⁸⁴. Інші автори підкреслюють, що структурна слабкість економіки зони євро обмежує потенціал конкуренції єдиної європейської валюти із долларом за виконання ролі резервної валюти. Ринки сприймають низьке зростання та високе безробіття у Євроленді як імовірність політичного тиску на ЄЦБ, що обертається негативним ставленням до перспектив євро як світової валюти⁴⁸⁵. Незважаючи на зрушення у цьому питанні завдяки певній актуалізації ефекту диверсифікації⁴⁸⁶, існує тенденція до стабілізаційних дій з боку центробанків, які запобігають швидкій девальвації долара, тим самим страхуючи свої валютні резерви від знецінення. Наприклад, з 1974 по 2005 рік у розрізі епізодів девальвації долара середні кількісні зміни частки американської валюти у валютних резервах збільшувались⁴⁸⁷ (табл. 6.21.).

⁴⁸⁴ McKinnon R. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? // www.stanford.edu.

⁴⁸⁵ Bordo M., James H. A Long Perspective on the Euro // NBER Working Paper. – 2008. – № 13815. // www.nber.org.

⁴⁸⁶ Див.: Eichengreen B. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect // IMF Working Paper. – 2000. – wp/00/131. // www.imf.org.; 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.; 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.

⁴⁸⁷ Wong A. Measurement and Inference in International Reserve Diversification // Institute for International Economy Working Paper. – 2007. – WP 07-6. – P. 1–63.

Епізоди девальвації долара та зміни його частки у валютних резервах

Періоди	Валютні курси, середні за період			Валютні курси на кінець періоду		
	Знецінення, %	Кількісна зміна	Вартісна зміна	Знецінення, %	Кількісна зміна	Вартісна зміна
1974–1975	-3,5	0,0	0,5	-	-	-
1977–1978	-10,4	-1,3	-7,5	-13,5	0,3	-6,2
1986–1988	-31,2	7,0	0,3	-33,8	7,3	-5,9
1990–1992	-7,0	4,7	4,1	-7,9	1,9	-0,2
1994–1995	-4,9	4,4	0,1	-4,7	4,4	0,1
2002–2005	-19,3	-0,5	-4,9	-25,2	2,0	-5,6
В середньому	-12,7	2,4	-1,2	-17,0	3,2	-3,6

Джерело: Wong A. Measurement and Inference in International Reserve Diversification // Institute for International Economy Working Paper. – 2007. – WP 07-6. – P. 26.

Природно, що такі дії монетарних органів, обумовлені фіскальними міркуваннями, можуть іти нарізно із ринковою тенденцією, тим самим привносячи елементи гальмування в процес корекції дисбалансів, що важливо не стільки для їхньої рівноважності чи стабільності, скільки для збереження статус кво або повільного виходу з нього.

Дисбаланси як фактор глобальної макрофінансової нестабільності

Як видно з вищепроведеного аналізу, більшість позицій з приводу загроз для глобальних макрофінансових процесів з боку дисбалансів чи значного зовнішнього дефіциту американської економіки не алармістські. Не заперечуючи валідність теоретичного та методологічного підґрунтя, на яких вони (позиції) будуються, констатуємо, що сукупність макрофінансових змін в глобальній економіці скоріше підкреслюють необхідність по-новому подивитись на проблему стабільності. Такі зміни, під якими розуміються рівноважні дисбаланси чи відсутність передумов для швидкого погіршення ситуації у сфері глобальної макроекономіки та фінансів, здебільшого демонструють, що умови настання дестабілізацій та потрясінь стають дедалі більше невизначеними, або ж це вказує на ігнорування факту, що дисбаланси є підґрунтям виникнення іншої типологічної кризи. Це означає, що дані зміни потрібно сприймати не стільки як абсолютно нові правила гри на глобальному макрофінансовому рівні, скільки як процеси, які подовжують лаг розпізнавання реально існуючих проблем та маскують одні проблеми під інші.

Актуалізація довгострокових ризиків глобальної макрофінансової нестабільності дуже часто приховується за структурними змінами,

внаслідок яких дисбаланси можуть підтримуватись невизначено довго, а фінансові агрегати “розбухати” без видимих загроз для глобальної інфляції, а потім обвалюватись, породжуючи кризу ліквідності. Однак стрімке зростання світових цін на первинні ресурси, поява загрози світової продовольчої кризи, що відбувається на тлі триваючого зростання вартості активів (перш за все житла) і, водночас, іпотечної кризи разом із послабленням фінансового сектору у провідних країнах, що буквально впродовж декількох місяців обернулось на обвал фінансових ринків та цін на первинні ресурси, вимагає більш критично поставитись до твердження про глобальні фінансові дисбаланси як такі, що не несуть загрози стабільності у світі. Тут можна виокремити принципові позиції.

Невизначеність перспектив валютної структури глобальних трансакцій. Конкуруючи між собою, вектори впливу на валютну структуру глобальних трансакцій не просто залишають питання про майбутнє міжнародної валютної системи і її схильності до не-системної, а спонтанно-ринкової монополярності, а ставлять питання про те, як зміни такої структури відобразяться на коротко- та довгостроковій поведінці дисбалансів та тих індикаторів, які знаходяться з ними у функціональному зв'язку, а саме: валютних курсів між провідними валютами та процентних ставок. Так, аналіз тривалого історичного періоду показує, що базовим критерієм вибору валюти прив'язки є ступінь розвитку інтеграційних зв'язків по каналах торгівлі. Акцент на торгівлі дає змогу побачити глибокі передумови для актуальності факторів реальної конвергенції, які повинні визначати монетарний вибір щодо позиціонування в системі поділу світу на валютні блоки. З цих міркувань, незважаючи на фізичне домінування доларового блоку, євро суттєво недобирає тих позицій, які мали би йому належати з реального сектору економіки. Водночас, незначні зміни у переорієнтації монетарних органів щодо валюти прив'язки відповідно до “погляду” з боку торгівлі (по-суті, реального сектору) можуть суттєво похитнути міжнародну валютну систему⁴⁸⁸.

Однак торговельні фактори наразі не найбільш мотивуючі в процесі вибору валюти прив'язки. Ефект мережі, який активно виводиться на передній план економістами, що акцентують увагу на домінуванні долара як валюти, що обслуговує трансакції між третіми валютами, підтверджує збереження за американськими грошми панівної позиції на валютних

⁴⁸⁸ Meissner Ch., Oomes N. Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/132. – P. 1–45.

ринках⁴⁸⁹. У свою чергу, Б. Ейченгрін та М. Фландрю констатують, що спиратись на ефект мережі в процесах формування ключових валют дуже ризиково, що підтверджують міжвоєнним досвідом монетарної історії світу. Зростання частки долара в тогочасних валютних резервах датується 1920-ми роками, що йде всупереч з усталеною думкою про актуальність ефекту мережі на користь тогочасного британського фунта⁴⁹⁰. З іншого боку, макрофінансова гравітація у вигляді значення коливань процентних ставок та потоків капіталу може суттєво відхиляти фактичний вибір від оптимального у сфері орієнтації на одну з ключових валют.

По-перше, виникнення феномена широких оптимальних валютних зон демонструє, що валютний блок не становить гомогенну цілісність з точки зору домінування реальних процесів над номінальними і не виключає наявності короткострокових вигод від прив'язки до валюти, яка є ключовою для іншої широкої оптимальної валютної зони. Наприклад, у випадку, коли країна орієнтується на валюту іншого блоку, курс якої падає, вона ризикує наразитись на внутрішню інфляцію, оскільки конкурентні переваги на ринку “свого” блоку (окресленого торговельною та фінансовою гравітацією) посилюються, а на ринку “чужого” зберігаються. Перегрів економіки може стати прямим наслідком такого неадекватного вибору, хоча в короткостроковій перспективі він може приносити певний результат у вигляді зростання ВВП. У випадку, коли країна орієнтується на зростаючу валюту, вона може наразитися на дефляцію та рецесію. Алгоритм той самий, тільки діє навпаки. В обох випадках реальні фактори будуть діяти в одному напрямку (девальвація валюти прив'язки (ревальвація)/перегрів кон'юнктури (охолодження кон'юнктури)), а макрофінансові можуть діяти в іншому. Зокрема, це стосується припливу капіталів, що може як прискорити перегрів економіки, так і запобігти йому. Відплив капіталів також може як спровокувати валютно-фінансову кризу, так і зпобігти перегріву кон'юнктури⁴⁹¹. Проте ризик, на який наражає себе країна від цього не зникає. Ця закономірність найбільш актуальна для невеликих країн. У випадку, коли в цю “гру” втягуються такі країни, як Китай, Південна Корея, Індія чи Бразилія ситуація радикально змінюється, оскільки

⁴⁸⁹ Ми вже зазначали, що ефект мережі як аргумент на користь долара найбільшою мірою обстоюється в працях Р.Маккіннона. Пряма протилежність ефекту мережі – ефект диверсифікації, який грає на користь євро.

⁴⁹⁰ Eichengreen B., Flandru M. The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? // NBER Working Paper. – 2008. – № 14154. // www.nber.org.

⁴⁹¹ Цей підхід ми запропонували для пояснення того, чому регіональна інтеграція, яка передбачає симетрію торговельної та монетарної орієнтації на “центр” валютного блоку, в умовах сучасних глобальних монетарних та фінансових процесів може бути бажаніша, ніж орієнтація на диверсифікацію зовнішньоекономічних зв'язків, яка порушує таку симетрію. Див.: Козюк В. В. Диверсифікація чи регіональна інтеграція як зовнішньоекономічні орієнтири країни: аналіз з позиції монетарних проблем глобалізації // Світ фінансів. – 2005. – Вип. 3-4. – С. 186–196.

масштаб економік одразу перетворює загрози та можливості, які отримуються від орієнту на ту чи іншу ключову валюту, на джерела потужних зовнішніх ефектів. Останні можуть підсилювати негативні ринкові тенденції у сфері дисбалансів або запобігати появі позитивних.

По-друге, глобальна економіка вийшла на такий рівень розвитку, що модель двосторонніх зв'язків як основа оптимального вибору ключової валюти може не дати чіткої відповіді на те, якою повинна бути міжнародна валютна система. Так, домінування долара як валюти деномінації світової торгівлі первинними ресурсами створює ситуацію, коли країни периферії потрапляють у більш виразну залежність від монетарного курсу ФРС, порівняно з тим, якою мала би бути така залежність, виходячи з рівня двосторонніх зв'язків із США⁴⁹². Подібний висновок роблять і інші економісти. Макрополітика країни з ключовою валютою справляє глибокий вплив на решту світу, а її шоки більшою мірою дестабілізують світову економіку, порівняно з випадком, коли країни мають подібні масштаби, але відрізняються за ступенем зовнішнього застосування своїх платіжних засобів. Тоді, країна з ключовою валютою також стає вразливою до шоків екзогенного попиту на її активи, що ставить споживання під ризик⁴⁹³, а відтак і ризик економічного зростання торговельних партнерів. Більш гнучкий валютний курс дасть змогу уникати надмірної залежності одразу і від шоків на світових ринках первинних ресурсів, і від політики ФРС. Однак, якщо країни тяжіють до жорсткої прив'язки, ступінь вразливості до дій останньої підвищується, опосередковано визначаючи додатковий попит на валютні резерви.

За таких обставин будь-які зміни у ставленні провідних світових експортерів первинних ресурсів до валюти, у якій здійснюється торгівля останніми, та рішення країн щодо вибору режиму валютного курсу (відхід від режимів з обмеженими коливаннями до гнучких) одразу позначиться на характері співвідношення між попитом на долари та євро і, відповідно, процентних ставках і цінах активів.

⁴⁹² Goldberg L., Tille C. Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar // NBER Working Paper. – 2008. – № 13820. // www.nber.org. Це дослідження підтверджує фінансовий вимір проблеми нелінійного зв'язку між рівнем двосторонньої інтеграції з США та ступенем впливу на країну з боку монетарного курсу ФРС. Так, остання набагато більше впливає на поведінку ринку акцій тих країни, які більше інтегровані з глобальною економікою. Див.: Ehrmen M., Fratzscher M. Global Financial Transmissions of Monetary Policy Shocks // ECB Working Papers. – 2006. – № 616. – P. 5–53.

⁴⁹³ Canzoneri M., Cumby R., Diba B., Lopez-Salido D. The Macroeconomic Implications of Key Currency // NBER Working Paper. – 2008. – № 14242. // www.nber.org.

По-третє, вибір між доларом та євро дедалі більшою мірою визначається сприйняттям ризику. Так, як показують окремі дослідники, прийняття до уваги схильності центробанків підтримувати значнішу частку валюти прив'язки в структурі валютних резервів, зовнішньої заборгованості та міжнародної торгівлі дає змогу побачити надмірність частки євро у резервах, порівняно з теоретичною, але при умові, що долар є безризиковою валютою⁴⁹⁴. Це наводить на думку про наявність циклічної закономірності між сприйняттям ключової валюти як такої, що перебуває в зоні ризику, та її платіжним балансом. Зокрема, ми вже зазначали, що в глобальних фінансових транзакціях можна виділити п'ять рівнів ризику (див. вище), першим з яких є оцінка ризику напрямку та швидкості корекції дисбалансів відповідно до змін глобальних монетарних взаємин. З цього випливає, що наявність дефіциту тільки тоді буде знижувати курс долара за умов збереження структурно обумовленого екзогенного попиту на доларові активи, коли пануватиме неохочість до ризику. Моніторинг ставлення до ризиків серед глобальних інвесторів показав, що відхід від толерантного ставлення до нього у бік його неприйняття відбувся у 2003 р.⁴⁹⁵. Фактично це означає, що падіння курсу долара з лагом відреагувало на зміну ставлення до ризику. Тобто у випадку несприйняття ризику значний дефіцит платіжного балансу США може сприйматися як загроза чи невизначеність, що штовхає до відходу від долара і зменшення його частки у глобальних валютних резервах. Але це означає, що протилежне ставлення до ризику та покращення платіжного балансу США одразу може призвести до супротивної тенденції: частка долара знову може зрости.

Зростання значення суб'єктивних факторів щодо ставлення до ризику перетворює контури міжнародної валютної системи у мембрану, яка стохастично коливається. Завдяки цьому, накладання змін у ставленні до ризику на ефекти диверсифікації та ефекти мережі, які у випадку долара та євро є протилежними векторами, перетворює валютний вимір глобалізації у броунівський рух, коли вартісні еквіваленти стають відносними *a priori*. І чим на вищому рівні спіралі дисбалансів перебуватиме глобальна економіка, тим більш невизначеною та нестабільною буде ситуація.

⁴⁹⁴ Papaioannou E., Portes R., Siouronis G. Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospect for the Dollar // NBER Working Paper. – 2006. – № 12333. // www.nber.org.

⁴⁹⁵ Assessing Global Financial Risks // IMF Global Financial Stability Report. – 2007. – Chapter 1. – P. 37–46.

По-четверте, вищенаведений аналіз дещо обмежений біполярними рамками. Точніша картина з'являється тоді, коли ми подивимось на труднощі, з якими євро торує собі шлях у міжнародній валютній системі, крізь призму виняткового становища азійських експортерів (перш за все Китаю) та інших профіцитних країн. Якщо конкуренція між долларом та євро також не позбавлена дестабілізуючих наслідків, то чому не вийти за рамки біполярності, посиливши значення валют, які ще недавно вважалися значими (британський фунт, швейцарський франк, єна), чи завдяки величезним профіцитам поточного рахунка та валютним резервам можуть претендувати на цю роль (тут принагідно загадати амбіції юаня та рубля). Звідси випливає, що диверсифікація може торкнутися ширшого кола валют, ніж євро, завдяки чому європейська економіка не наражатиметься на значні ризики переоцінки євро, а американська макроекономічна політика стане менш беззастережна щодо стану платіжного балансу. Однак проблема полягає в тому, що в умовах конкурентного нагромадження резервів та прив'язки до долара умови глобальної конкуренції стають настільки жорсткими завдяки дешевим товарам з Азії та високим цінам на енергоносії, що практично будь-хто з потенційних кандидатів на актуалізацію ефекту диверсифікації не бажає, щоб саме у його валюту був скерований вектор такої диверсифікації. Основна причина: підвищувальний тиск на курс і, як наслідок, посилення конкуренції з боку країн з надлишком трудових ресурсів та капіталу. Звідси – дилема: формується тенденція до консервування дисбалансів та закликів обмежити падіння долара всупереч рівню платіжного дефіциту США.

Отже, з точки зору міжнародної валютної системи основна загроза для стабільності з боку нагромаджених дисбалансів полягає у тому, що не існує чіткого варіанта виходу із ситуації, що склалась, у рамках чинного монетарного устрою світу. Це можна не вважати проблемою, якщо ризики та загрози не проявлені, але якщо вони проявляться, наприклад, у вигляді різкого зростання цін на первинні ресурси та глобальної інфляції, чи обвалу ринків внаслідок колапсу ліквідності, то вихід із ситуації буде складніший і супроводжуватиметься вищими втратами добробуту у світі.

Глобальні дисбаланси як грошова ілюзія. Постановка питання про те, що дисбаланси є загрозою глобальній монетарній стабільності здебільшого пов'язується з рівнем платіжного дефіциту США. Мається на увазі традиційна для міжнародної монетарної економіки схема, яка передбачає покриття дефіциту платежів США у валюті, яку вони емітують

для внутрішнього обігу. Таке виняткове становище долара якісно відрізняє ситуацію з дефіцитом платіжного балансу в інших країнах, де його фінансування повинно відбуватись за рахунок припливу капіталів чи збільшення зовнішнього боргу. Різниця в емісійних наслідках для глобальної економіки від характеру покриття дефіциту платежів залежно від того, чи є валюта резервною, чи ні, є давно відомою економічній науці, що пов'язано із жвавими дискусіями періоду розпаду Бреттон-вудської системи. Акцент на проблемі доларового нависання як головного дестабілізатора інфляційних процесів у світі посилювався наприкінці 1990-х років⁴⁹⁶, однак дезінфляційні тенденції того періоду у всьому світі спонукали до розуміння доларової експансії як відкладеної інфляції.

Прогрес глобалізації та бурхливий розвиток фінансових ринків окреслив нові можливості комбінацій макроекономічних змінних зовнішнього сектору економіки США: поєднання прогресуючого дефіциту зі зростанням курсу долара внаслідок припливу капіталів. Консервація платіжного дефіциту почала сприйматися як ситуація, коли лінія зовнішніх бюджетних обмежень економіки США стає умовною. Прямо інфляційні наслідки для глобальної економіки тут не виводяться, тим самим вступаючи в суперечність з позицією про те, що втрата ролі “локомотива” глобальної економіки наражає світ на глобальну дефляцію⁴⁹⁷ в умовах, коли не буде знайдено альтернативи США у сфері попиту. Тут простежується спроба показати, що зовнішні ефекти від дефіциту платіжного балансу США актуалізуються у поєднанні з ситуацією у світі. Врахування дефіцитних і профіцитних країн одразу окремим дослідникам дає змогу побачити в ситуації, що склалась, глобальну схему Понзі. “Дефіцит платіжного балансу США – збільшення резервів в Азії – попит на американські боргові інструменти – сприяння високому курсу долара та низьким ставкам – зростання споживання та можливостей фінансувати дефіцит бюджету США – економічне зростання США – дефіцит платіжного балансу США”⁴⁹⁸. Втім, такий погляд, скоріше, акцентує на проблемі вартості фінансових активів та пасивів учасників глобальної схеми Понзі, яка може бути відкоректована через зміни валютного курсу. Проте, виокремлення такого елемента як низькі процентні ставки одразу дає змогу будувати іншу логічну послідовність з точки зору монетарної політики та глобальних кондицій попиту.

⁴⁹⁶ Абалкин Л. Ещё раз о бегстве капитала из России // Деньги и кредит. – 2000. – № 2. – С. 24–30.

⁴⁹⁷ Reserve Bank of Asia: Institutional Framework for Regional Monetary and Financial Cooperation // RIS Policy Briefs. – 2003. – № 3. – P. 1–4.

⁴⁹⁸ Disyatat P. Rationalizing Asia's Foreign Reserves Build-Up // Bank of Thailand Economic Monitor. – 2003. – Dec. – P. 3.

Як вже зазначалось у розд. 3, зростання глобальних валютних резервів стає причиною зростання цін на первинні ресурси. Фактично, це означає, що усі монетарні похідні глобальних фінансових дисбалансів стають причиною експансії глобального попиту і глобальної інфляції у вигляді стрімкого зростання цін на первинні ресурси. Те, що таке зростання цін є феноменом попиту, як ми вже довели з огляду на адитивний характер щодо нього з боку платіжних контр-позицій, має й інші підтвердження⁴⁹⁹. Аналіз зв'язку між динамікою ставки LIBOR та індексом нафтових цін, індексом цін не-нафтових первинних ресурсів, індексом ціни золота та узагальненим індексом цін первинних ресурсів (CRB-індекс) дає чітке розуміння того, що низькі ставки супроводжуються більш суттєвою інфляцією світових цін на ринках первинних ресурсів, а вищі – навпаки⁵⁰⁰. Незважаючи на те, що тут не робиться акцент на глобальних дисбалансах, а тільки на ступені м'якості монетарної політики, можна побачити, що у глобальному контексті остання стикається з феноменом остаточної обмеженості ресурсів, як це показано в порівнянні моделей “дві економіки” та “глобальної економіки” (розд. 3). З огляду на те, що глобально низькі ставки породжуються не просто намірами провідних центробанків, а стають результатом взаємодії платіжних балансів та валютних резервів країн з протилежними платіжними позиціями в умовах трансформації фінансового сектору, на платіжні дисбаланси можна покласти усю відповідальність за інфляцію світових цін на первинні ресурси. Зокрема, у поведінці вищезазначених індексів простежується чітка спільна компонента, дія якої посилюється мірою їх зростання. У свою чергу, зростання індексу цін на нафтові первинні ресурси та CRB-індексу відбувається повільніше за зростання спільного тренду, а зростання індексу цін на нафту та золото – вище⁵⁰¹. З одного боку, це можна пояснити тим, що ціноутворення на нафту та золото реактивніше, оскільки ці ринки найбільш чутливі до глобальних макрофінансових коливань. З іншого боку, це є опосередкованим

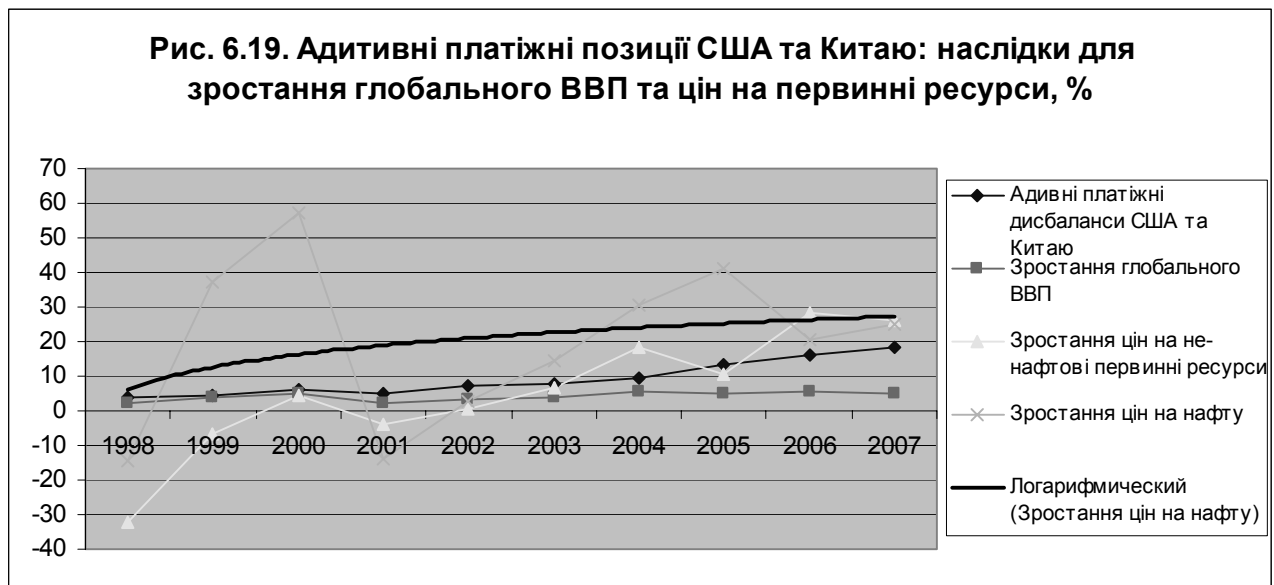
⁴⁹⁹ Helbling Th., Mercer-Blackman V., Ceng K. Commodities Boom: Riding a Wave // IMF Finance and Development. – 2008. – March. – P. 10–15. Незважаючи на те, що в цьому дослідженні також аналізуються фактори пропозиції, які підсилюють інфляційний ефект у сфері вартості первинних ресурсів, глобальний попит розглядається як потужна детермінанта, яка виявила глибокі диспропорції та структурну незбалансованість глобальної пропозиції первинних ресурсів, починаючи від старіння капіталу в цих секторах, закінчуючи проблемами інституціональної організації ринків.

⁵⁰⁰ Krichene N. Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/130. – P. 1–26. Тут підкреслюється, що феномен зростання цін на первинні ресурси є саме шоком на стороні попиту, а не пропозиції, як це було у 1973 р. та пізніше.

⁵⁰¹ Ibid. – P. 18.

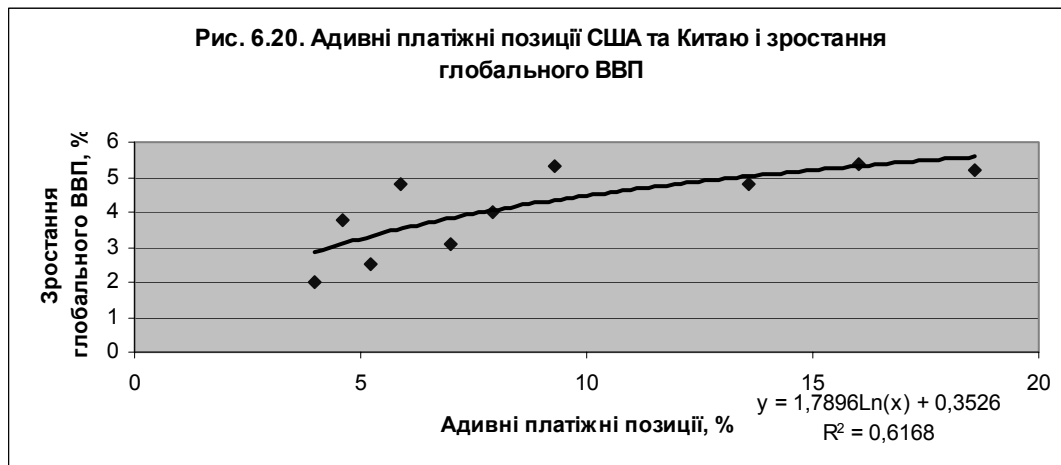
підтвердженням висунутої нами тези про те, що схильність цін до поведінки на зразок із гіперреакцією є проявом низької еластичності пропозиції та закладеного в ціну усвідомлення обмеженості ресурсів.

Якщо скористатись обстоюваним принципом адитивності платіжних контрпозицій щодо глобального попиту і екстраполювати його на випадок США та Китаю, то можна побачити, що зростання сумарного дефіциту США та профіциту Китаю тягне за собою зростання світових цін на первинні ресурси, починаючи суттєво випереджати зростання глобального ВВП (рис. 6.19.).



Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – 240 p.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2006. – 238 p.

З рис. 6.19. видно, що функція сумарних платіжних позицій США та Китаю чітко корелює з динамікою цін на нафту та ненафтові первинні ресурси. Логарифмічне згладжування функції зростання нафтових цін підкреслює цю закономірність, яка, завдяки високій волатильності останніх, не завжди збігається з поведінкою адитивних платіжних позицій в розрізі екстремумів. Втім, у 2000–2005 рр. такі екстремуми збігаються. Так само збігається поведінка глобального ВВП та функції адитивних платіжних позицій у 1998–2004 рр. Згодом перша починає відставати від другої. Рис. 6.20. чітко свідчить на користь того, що глобальний попит, який розуміється у вигляді фінансових дисбалансів, перестає створювати позитивні наслідки для зростання глобального ВВП. Останній як функція адитивних позицій зростає тільки спочатку, а потім приріст уповільнюється.



Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2008. – 240 p.; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2006. – 238 p.

Закономірність, представлена на рис. 6.20., чітко демонструє, що позитивні наслідки з боку експансії глобального попиту для динаміки глобального ВВП згодом вичерпуються. Подальше прогресування адитивних позицій не привносить у глобальну економіку нічого, окрім інфляції цін на первинні ресурси. Це явище повністю узгоджується із монетаритським розумінням “грошової ілюзії”. Як відомо, зміст останньої зводиться до того, що несподіване підвищення рівня інфляції внаслідок прискорення грошової пропозиції з боку центробанку (або зниження процентних ставок; специфікація відрізнятиметься залежно від прокейнсіанської чи промонетаристської моделі економіки, взятої для аналізу) призводить на певний час до підвищення завантаження виробничих потужностей та збільшення пропозиції праці, оскільки в короткостроковому періоді економічні агенти не відрізняють номінальні зміни в доході від реальних. Згодом, коли таке усвідомлення різниці з’являється, реальних вигод для економіки підвищення цін не містить, а подальше підвищення рівня інфляції для підвищення обсягів виробництва та зайнятості призводить тільки до прискорення інфляції.

У випадку глобальних дисбалансів ситуація аналогічна за змістом, хоча відрізняється за формою. Оскільки і дефіцит поточного рахунка і його надлишок у глобальній економіці адитивні щодо попиту, збільшення останнього призводить до підвищення можливостей глобальної пропозиції. Втім, такий дефіцит і профіцит повинні бути в найбільших економіках світу. По-суті, як генератор глобального попиту адитивність платіжних контрпозицій спрацьовує у концентрованому вигляді, але наслідки для зростання глобального ВВП будуть деконцентрованими. Це може бути пов’язано як з тим, що дефіцитна велика економіка, згладжуючи своє споживання, дає змогу збільшити ВВП у країнах, звідки

вона здійснює імпорт, так і з тим, що профіцитна економіка, швидко розвиваючись, і пропонує решті світу свої дешевші товари (спрацьовує алокаційний ефект, пов'язаний з міжнародної торгівлею), і споживає ресурси, для підтримання власного зростання та покриття витрат, що впливають із підвищення добробуту. В конкретному випадку найбільших профіцитних країн з низьким рівнем доходу йтиметься про зміну щільності розподілу добробуту в напрямку зростання питомої ваги середнього класу. Завдяки цьому глобальні дисбаланси природно можуть розглядатись як рівноважні та навіть корисні для глобальної економіки, оскільки кореспондують зі зростанням глобального ВВП. Однак, перетнувши певну межу, адитивність платіжних контрпозицій втрачає свій концентрований вплив на попит. Таку ситуацію можна пов'язати з такими закономірностями:

- велика дефіцитна країна, отримуючи можливості безперешкодного фінансування платіжного балансу, перестає корегувати свій попит відповідно до необхідності пристосовувати його до зовнішнього оточення, що ще донедавна вважалось невід'ємним елементом функціонування будь-якого міжнародного валютного устрою. Відсутність такої корекції та можливості згладжувати попит передається через мультиплікатор імпорту та низькі процентні ставки решті світу. Важливо відмітити, що низькі процентні ставки в умовах глобальної фінансової інтеграції можуть мати ще навіть більший вплив на глобальну експансію попиту, ніж канал торговельних зв'язків, оскільки це покращує можливості для експансії фінансових агрегатів у будь-якій економіці, інтегрований з глобальною фінансовою системою;

- велика профіцитна країна завдяки збільшенню внутрішньої грошової пропозиції збільшує внутрішній попит, який посилює вплив у напрямку споживання нових ресурсів. Більше того, завдяки: а) дезінфляційній тенденції, викликаній особливостями глобалізації; б) можливостям принаймні частково стерилізувати валютні резерви; в) фондам суверенного багатства, які трансплантують потенційну внутрішню інфляцію у відкладену глобальну інфляцію тощо, – корекція платіжного балансу затримується, а можливості нагромадження зовнішніх активів і, як наслідок, підтримання профіциту платіжного балансу, розширюються і передаються іншим країнам. Низькі процентні ставки також є наслідком політики з підтримання профіциту. Вони впливають як з політики форсованого нагромадження валютних резервів, так і з розміщення активів фондів суверенного багатства;

• інші країни стикаються із ситуацією, коли через канал збільшення попиту на експорт та доступ до запозичень під низькі глобальні процентні ставки з'являються величезні можливості для швидкого наближення до повного завантаження виробничих потужностей та виходу на нові рівні попиту на виробничі фактори, що загалом стає потужною причиною зростання цін на активи та прискорення внутрішньої інфляції.

Завдяки таким причинно-наслідковим зв'язкам нагромадження глобальних фінансових дисбалансів дуже швидко перетворюється на масштабний інфляціогенний процес. Особливості світового ринку первинних ресурсів впливають на те, що зростання цін на них починає першим реагувати на зміни у глобальній рівновазі. Як уже зазначалось, саме первинні ресурси є спільним знаменником попиту дефіцитної та профіцитної країни, а швидкість зростання світових цін у таких умовах залежить від ступеня реактивності ціноутворення, монополізованості ринку, еластичності пропозиції у світі, дії факторів глобальних конкурентних умов. З цих міркувань, глобальні фінансові дисбаланси і є тією грошовою ілюзією (табл. 6.22.), яка через зростання вартості первинних ресурсів витирає короткострокові вигоди зростання глобального ВВП внаслідок позитивного впливу на глобальний попит з боку адитивних платіжних контрпозицій.

Таблиця 6.22.

Класична та глобальна грошова ілюзія: порівняння механізму виникнення

	Класична монетаристська версія грошової ілюзії	Глобальна фінансові дисбаланси як грошова ілюзія
Механізм	Збільшення грошової пропозиції, або зниження процентних ставок центробанком, що призводить до неочікуваного підвищення інфляції задля стимулювання ВВП та зайнятості	Нагромадження глобальних фінансових дисбалансів внаслідок підтримання споживання у дефіцитній великій країні та стимулювання економічного зростання у профіцитній сприймається як таке, що не містить ризику для макрофінансової стабільності
	Відсутність різниці у сприйнятті економічних агентів між реальними та номінальними змінами. У короткостроковому періоді внаслідок цього відбувається збільшення попиту та пропозиції виробничих факторів, що призводить до підвищення ВВП та зайнятості	Підвищення глобального ВВП відбувається завдяки збільшенню доходу у країнах-генераторах дисбалансів та решті світу внаслідок дії каналів мультиплікатора імпорту та низьких процентних ставок

Продовження табл. 6.22.

	Коли усвідомлюється різниця між зростанням номінальних та реальних змінних, попит і пропозиція виробничих факторів повертається на попередній рівень, а інфляція залишається на вищому рівні	У глобальній економіці поступово зростає попит на первинні ресурси, оскільки саме він врівноважує попит у дефіцитних та профіцитних країнах. Це призводить до швидкого зростання цін на світових ринках
Наслідки	Вища інфляція без можливостей підвищити ВВП та зайнятість понад природний рівень. Кожне наступне використання грошової ілюзії трансформує очікування, породжуючи ризик гіперінфляції	Інфляція цін первинних ресурсів посилюється мірою підтримання дисбалансів і їх впливу на глобальний попит. Зростає ризик прискорення інфляції споживчих цін, що перетворює глобальні дисбаланси на причину глобальної інфляції

У глобальному контексті подальше перетворення інфляції цін первинних ресурсів у інфляцію споживчих цін дедалі більше втрачає свою лінійну чіткість, тим самим уможливлуючи підтримання дисбалансів та актуалізуючи питання про характер монетарної відповіді на цей виклик.

Основна причина першого полягає в тому, що в умовах політики підтримання цінової стабільності, довіри до центробанків та глобалізаційної тенденції до зниження інфляції еластичність зв'язку між кінцевою інфляцією та змінами цін на первинні ресурси суттєво послаблюється. З'являється суттєвий контраст між тим, якою були рівні зростання цін на первинні ресурси та споживчі ціни, починаючи з часів нафтових шоків, та сьогоднішнім. Це саме стосується еластичності зв'язку між цими параметрами, про що красномовно свідчать дані табл. 6.23. По-суті, спостерігається багаторазове падіння еластичності зв'язку між цінами на первинні ресурси та ІСЦ у світі за останній час, порівняно з 1970-ми, коли були нафтові шоки. Більше того, у 2000-х роках відбувається загальне підвищення цін первинних ресурсів загалом, тоді як у 1970-х зростання цін на нафту суттєво контрастувало з поведінкою решти світових цін.

Таблиця 6.23.

Зміни рівня та еластичностей зв'язку: первинні ресурси та споживчі ціни

	1973–1980	1981–1999	2000–2003	2003–2007
Індекс споживчих цін				
США	9,0	3,4	2,6	2,9
Розвинуті країни	10,6	3,7	2,0	2,1
Зона євро	-	-	2,2	2,1
Світ	14,0	15,2	3,9	3,5

Продовження табл. 6.23.

Індекси цін первинних ресурсів				
Сира нафта	46,5	2,0	5,5	30,3
Усі первинні ресурси	-	2,5	2,8	23,0
Продовольчі товари	2,7	-2,4	3,4	9,3
CRB-індекс	5,0	-0,0	3,0	12,8
Еластичність зв'язку між цінами на первинні ресурси та споживчими цінами				
ІСЦ США та індекс цін на сиру нафту	0,28	-	-	0,11
ІСЦ США та CRB-індекс	0,94	-	-	0,27
ІСЦ розвинутих країн та індекс цін на сиру нафту	0,32	-	-	0,08
ІСЦ розвинутих країн та CRB-індекс	1,08	-	-	0,20

Джерело: Krichene N. Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/130. – P. 11–12.

Основна проблема, яка з цього випливає, полягає в тому, що реакція з боку монетарних органів на зміни глобальних умов попиту, на що вартість первинних ресурсів реагує першою, суттєво відставатиме в часі від того, якою вона мала би бути, приймаючи до уваги ланцюжок зв'язку “глобальні фінансові дисбаланси – глобальний попит – інфляція цін первинних ресурсів – ризик інфляції споживчих цін”⁵⁰². Якщо сюди додати, що експортери первинних ресурсів привносять вагомий внесок у відтворення глобальних дисбалансів завдяки своїй курсовій політиці та суверенному попиту на активи, то зростання світових цін на сировинних ринках не стільки спонукає до запуску механізму корекції платіжних дисбалансів, скільки відтворює їх на новому рівні. Завдяки цьому виникають несприятливі закономірності:

⁵⁰² Зазначимо, що цей алгоритм не враховує стерилізацію резервів. У випадку активного здійснення стерилізаційних операцій лаг між примноженням резервів та глобальною інфляцією буде ще більше подовжуватись, оскільки на національному рівні центробанки вдаються до обмеження інфляційних наслідків з боку експансії резервів. Якщо масштаби стерилізаційних операцій зростають і сягають глобально значимих масштабів, то, природно, що інфляційні прояви глобальних дисбалансів розтягуються в часі. Так, Дж. Айзенман та Р. Глік констатують, що центробанки в Азії та Латинській Америці активно вдаються до стерилізації резервів і масштаби таких операцій зростають в умовах, коли зовнішні активи “розбухають” відповідно до припливу капіталів. Див.: Aizenman J., Glick R. Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration // NBER Working paper. – 2008. – № 13902. // www.nber.org.

- при збереженні низьких глобальних процентних ставок вони перетворюються на від'ємні з врахуванням динаміки цін на первинні ресурси. Це змінює баланс вигод між позичальниками та кредиторами та призводить до того, що вартість фінансових та реальних активів суттєво девальвує, порівняно з вартістю первинних ресурсів. Наслідком такої ситуації може бути фінансова дестабілізація у вигляді завищеного попиту на активи країн-експортерів первинних ресурсів, виходу капіталів з ринків країн-імпортерів ресурсів, однак при збереженні попиту на високоякісні активи розвинутих країн як наслідок рецикляції експортних надходжень. Протилежна картина відбуватиметься у випадку падіння цін на первинні ресурси. Виведення капіталів з країн-експортерів таких ресурсів буде справляти дестабілізуючий вплив на світ, а процентні ставки в умовах значного падіння вартості первинних ресурсів можуть виявитись відносно завищеними;

- зростання цін на світових ринках не гарантує корекції платіжних позицій у країнах-імпортерах. Механізм корекції відомий за такими ланками: а) у випадку профіцитної країни “зростання цін на імпортовані первинні ресурси – прискорення внутрішньої інфляції та зміна умов торгівлі – корекція платіжного балансу”; б) у випадку дефіцитної країни “зростання цін на первинні ресурси – ризик прискорення внутрішньої інфляції – більш жорстка монетарна політика – корекція платіжного балансу”. Втім, завдяки специфіці сучасних глобальних трансформацій ситуація може відрізнятись від наведеного алгоритму. Так, у випадку дефіцитної країни-імпортера первинних ресурсів, яка генерує високоякісні активи, платіжний баланс може ще більше погіршитись, через зростання вартості імпорту і через додатковий попит на активи. У випадку профіцитної країни-імпортера, платіжний баланс може зазнати корекції, але в умовах конкуретного нагромадження резервів це не гарантує його наближення до нуля у світлі того, що у дефіцитної країни він також погіршується.

Такі несприятливі закономірності в сукупності із прискоренням глобальної інфляції різко актуалізують питання про характер відповіді центральних банків. У традиційному розумінні вищі процентні ставки та коливання валютного курсу могли би вважатись дієвими інструментами подолання проблеми. Поява феномена проциклічності фінансової системи, втім, робить відносними наслідки від застосування цих інструментів макрополітики. Перш за все, у випадку негативної фази фінансового циклу підвищення ставок може ще гірше відобразитись на інвестиціях та доході, а у випадку фази буму можливі різкі обвали на фінансових ринках.

В умовах глобальної іпотечної кризи та фінансової нестабільності в США підтримання низьких ставок з міркувань налагодження ситуації у фінансовому секторі дедалі яскравіше починає контрастувати з необхідністю їх підвищення для боротьби зі зростанням цін на первинні ресурси та зростаючим впливом цього на кінцеву інфляцію. Якщо США з міркувань внутрішнього фінансового циклу роблять вибір на користь низьких ставок, тим самим спонукаючи до глобальної інфляції, а ЄЦБ не спроможний суттєво вплинути на глобальні інфляційні процеси, втримуючи високі ставки по євро задля стримання інфляції у євроленді та наражаючи економіку ЄВС на рецесію, то необхідність корекції дисбалансів з боку профіцитних країн стає очевидною. І тут спрацьовує механізм грошової ілюзії. Погляд на дисбаланси як на стимул глобального ВВП (висхідна траєкторія функції на графіку з рис. 6.20.) практично завжди заохочуватиме затримку з їх корекцією, аж допоки глобальна інфляція не стане доконаним фактом або поки обвал розігрітих фінансових ринків не стисне попит до появи дефляційних процесів.

Суверенний попит на активи: індивідуальна раціональність та колективна неефективність. Як було показано вище, глобальний попит на монетарні та фінансові активи є похідною намагань багатьох країн перестрахуватись від імперфекцій глобальних ринків капіталу та криз, пов'язаних із раптовими реверсами в потоках капіталів. Врахування того, що в умовах інтеграції з глобальними фінансовими ринками внутрішня експансія фінансового сектору швидше загострює проблему забезпеченості країни резервами, промовляє на користь активного нагромадження резервів, що є цілком раціональним вибором монетарної політики на рівні окремої країни⁵⁰³. Таку картину – політику окремої країни – в глобальному контексті можна представити функцією індивідуального вибору і звести аналіз до традиційної методології аналізу проблеми колективної нераціональності індивідуально раціональних рішень, що відома з теорії публічних фінансів.

⁵⁰³ Так, М. Обстфельд, Дж. Шамбау та А. Тейлор констатують, що підходи, які акцентують на тому, що адекватний обсяг резервів повинен ув'язуватись з торговельною та фінансовою відкритістю, застарілі, оскільки не враховують повною мірою внутрішню експансію фінансового сектору. Це означає, що валютні резерви повинні бути такими, щоб ізолювати банківську систему від потрясінь в разі внутрішнього та зовнішнього відпливу капіталів одночасно. Як наслідок, розвиток банківської системи та поглиблення фінансового сектору перетворюється на фактор, який зумовлює необхідність збільшення резервів, а не зменшення, як того можна було би очікувати, виходячи зі зростання можливостей диверсифікації ризиків та компенсації шоків. Незважаючи на те, що така позиція ігнорує варіанти успішного поєднання ефективної боротьби інфляції в сукупності із підтриманням плаваючого курсу, вона приховано відображає ситуацію, коли експансія фінансового сектору в країнах з ринками, що виникають, насправді стикається з проблемою доларизації зобов'язань, що стає доступнішим явищем в умовах фінансової інтеграції. Див. Obstfeld M., Shambaugh, Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves // NBER Working paper. – 2008. – № 14217. – Р. 1–48.

Попри сформований та широко представлений погляд на те, що збільшення суверенного попиту на активи у вигляді нагромадження валютних резервів та заснування відповідних фондів суверенного багатства дає змогу запобігати на рівні окремої країни валютно-фінансовим кризам, такі тенденції почасти відображають певне розчарування в діяльності МВФ як глобального регулятора ліквідності та інституції, покликаної здійснювати кризовий менеджмент. Втім, аналіз попиту на кредити з боку МВФ та активізація його кредитних механізмів демонструють не зовсім чітку логіку повного уникнення співпраці з Фондом навіть в умовах гіпертрофії валютних резервів. По-перше, зберігається тенденція до реалізації своєрідних гібридних програм Stand-by та EFF, коли лінія відкривається, але країни наголошують на тому, що кошти повинні надходити тільки в разі потреби. Як не дивно, МВФ не привселюдно на це погоджується, оскільки іншого каналу впливу на ситуацію у нього не залишається: зберігається можливість хоч частково амортизувати шок в разі його настання. По-суті, це призводить до того, що МВФ розглядається як такий же інструмент страхування на випадок криз, яким є індивідуальне нагромадження резервів⁵⁰⁴. По-друге, існують чіткі свідчення на користь того, що стан глобальної економіки реально впливає на обсяги кредитів, що запитуються у МВФ. До найбільш інфлюентних факторів відносяться стан глобального бізнес-циклу, ціни на нафту та рівень процентних ставок⁵⁰⁵. Така закономірність не випадкова, оскільки перших два фактори пов'язують глобальний економічний клімат з національним платіжним балансом через мультиплікатор імпорту та шоки умов торгівлі, а останній через канал доступу до фінансування поточного рахунка з джерел глобальних фінансових ринків.

Втім, факт неухильного падіння кількості фактично наданих кредитів, зростання їх обсягу, ризик нестачи ресурсів Фонду для реалізації кредитних ліній екстреного надання ліквідності в умовах глобальних криз на тлі низької завантаженості традиційних кредитних механізмів стає суперечливою рисою функціонування МВФ в сучасних умовах⁵⁰⁶. Більше

⁵⁰⁴ Cottarelli C., Giannini C. Inflation, Credibility, and the Role of International Monetary Fund // IMF Paper on Policy Analysis and Assessment. – 1998. – PPAА/98/12. – P. 1–23.; Giannini C. “Enemy of None but a Common Friend of All”? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/10. – P. 1–58.

⁵⁰⁵ Elekdag S. How Does the Global Economic Environment Influence the Demand for IMF Resources // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/239. – P. 1–33.

⁵⁰⁶ Див. детальніше: Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 333–362.

того, доларизація пасивів, детермінуючи підвищення вірогідності настання одразу валютних та фінансово-банківських криз, ставить питання про те, чи достатньо в центральних банків інструментів для того, щоб протистояти таким загрозам, і чи вистачить ресурсів у Фонду для боротьби із поширенням фінансових інфекцій, коли практично кожен регіон не гарантований від настання подвійних криз⁵⁰⁷.

Природно, що з таких міркувань суверенний попит на активи не можна вважати нераціональною відповіддю на загрози у сфері фінансової глобалізації. Досягнутий рівень “озброєності” резервами вже дозволяє говорити про те, що виникла нова модель монетарного устрою світу, коли наднаціональні органи заміщені індивідуалізованими підходами до протистояння глобальним дестабілізаціям⁵⁰⁸. Водночас, такий індивідуальний погляд на проблему страхування від глобальних фінансових дестабілізацій викликає заперечення. Наприклад, порівняння втрат, яких зазнає країна від гіпертрофії валютних резервів, із вигодами збереження централізованої міжнародної системи кредитування останньої інстанції говорить про те, що повне покриття монетарними активами ризиків фінансових дестабілізацій, викликаних реверсами в потоках капіталів, не є оптимальним рішенням. Наявність певної централізації тут буде кращою альтернативою⁵⁰⁹. Аналогічний погляд представлений розвідкою Б. Ейченгріна, який констатує, що будь-які спроби регіональної централізації надлишкових валютних резервів з метою створення регіональної альтернативи централізованій міжнародній системі кредитування останньої інстанції не будуть ефективними. Використання надмірно нагромаджених монетарних активів у напрямку розвитку фінансових ринків дасть кращий результат, порівняно з їх використанням як джерел фінансування програм розвитку чи створення механізмів регіональної альтернативи МВФ⁵¹⁰. Якщо прийняти до уваги наявність чіткого регіонального паттерну поширення валютно-фінансових дестабілізацій⁵¹¹, то регіональні ініціативи зі створення систем

⁵⁰⁷ Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/76. – P. 1–37.

⁵⁰⁸ Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working Paper. – 2007. – № 13277. – P. 1–19.

⁵⁰⁹ Lee J. Insurance Value of International Reserves: An Option Pricing Approach // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/175. // www.imf.org.

⁵¹⁰ Eichengreen B. Insurance Underwriter of Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12451. – P. 1–50.

⁵¹¹ Про проблему регіоналізації валютних криз див.: Glick R., Rose A. Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional // CEPR Discussion Paper. – 1998. – № 1947. // www.cepr.org; Fratzscher M. On Currency Crises and Contagion // ECB Working Paper. – 2002. – № 139. – P. 5–30.

кредитування останньої інстанції можуть стати неефективними з міркувань достатності ресурсів та втрат від стерилізації резервів, які нагромаджуватимуться для досягнення уявних параметрів достатності. Водночас, розглянуті підходи щодо неоптимальності страхування від глобальних фінансових дестабілізацій на рівні окремої країни тяжіють до методологічного індивідуалізму. Підхід, що спирається на принцип зовнішніх ефектів, тут також не даватиме принципового відмінного результату, приймаючи до уваги рівень глобальної інтеграції. Саме тому проблема неефективності індивідуального страхування від валютно-фінансових потрясінь з допомогою нагромадження валютних резервів, а від так розкручування спіралі глобальних дисбалансів, повинна бути розглянута на основі більш холістичного макроекономічного підходу.

В основу аналізу цієї проблеми необхідно покласти модель *GCM-RA*, яку вже ми розглядали і яка пояснює, чому експансія глобальних фінансових ринків, призводячи до примноження імперфекцій ринків капіталу, спонукає до нагромадження валютних резервів. Відповідно, тут досягається рівноважне поєднання збільшеного обсягу резервів як способу страхування від імперфекцій та експансії ринків капіталу, які такі імперфекції примножують. Цю модель ми кладемо за основу тому, що вона найповніше у категоріях ринкової рівноваги показує раціональність вибору щодо збільшення валютних резервів у світі. Втім, з точки зору загальної глобальної рівноваги цей вибір не гарантує покращення ситуації загалом, що видно з аналізу чотирьох-секторної рівноважної моделі (рис. 6.21.).

На рис. 6.21. умовні позначення мають такий зміст:

OX1 – глобальний ринок та валютні резерви в млрд. дол. США (або в іншій валюті);

OY1 – імперфекції глобального ринку та ризик валютних дестабілізацій, пов'язаних з ними;

OX2 – глобальний дохід та споживання;

OY2 – глобальні процентні ставки;

GCM (Global Capital Market) – лінія глобального ринку, що відображає залежність між зростанням обсягів ринку (фізичний вимір ринку) та приростом його імперфекцій;

RA (Reserve Assets) – лінія валютних резервів;

LL (liquidity) – лінія глобальної ліквідності;

GAD (global aggregate demand) – лінія глобального сукупного попиту;

GIM (global imbalances) – лінія глобальний фінансових дисбалансів.

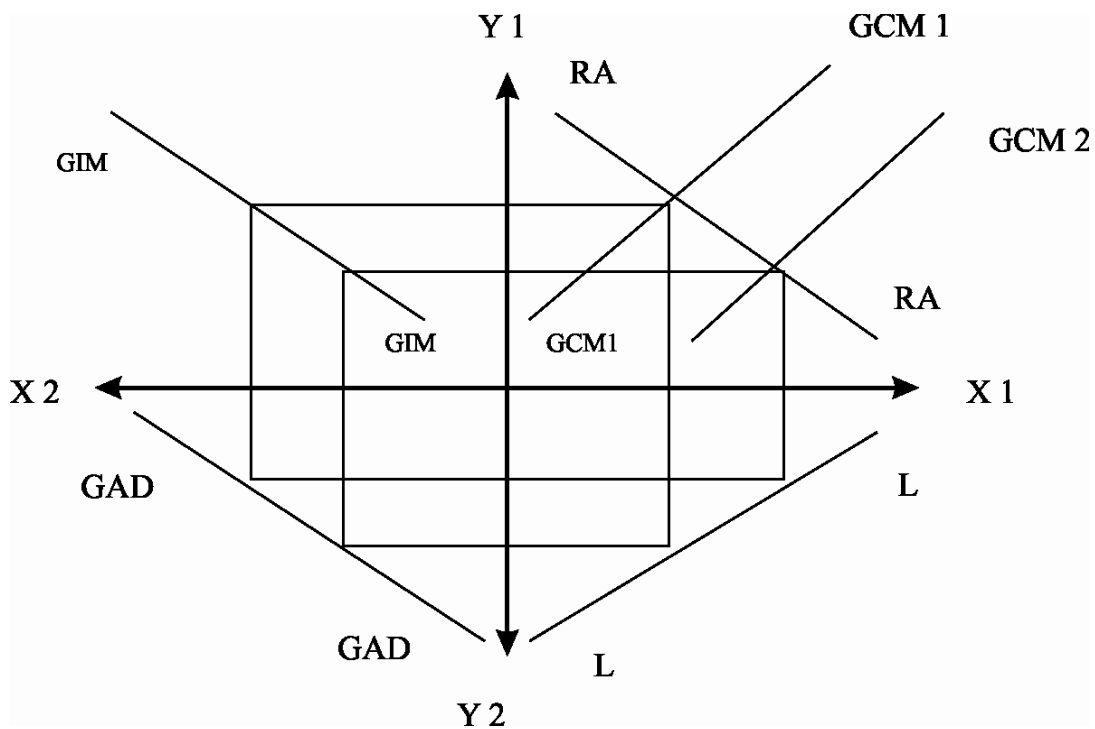


Рис. 6.21. Макромодель глобальних дисбалансів

Взаємодія між наведеними на рис. 6.21. змінними глобальної економіки та їх пояснення найпростіше викласти з допомогою матриці, яка просторово буде еквівалента всім координат (рис. 6.22.).

Проведений формальний аналіз з допомогою рис. 6.21.–6.22. узгоджується з вищерозглянутою емпіричною картиною формування глобального макрофінансового середовища, в якому підтверджуються монетристські припущення, перенесені на рівень глобальної економіки. Завдяки цій макромоделі можна побачити, що в умовах збереження принципу загальної глобальної макrorівноваги індивідуальне страхування від ризику глобальних валютно-фінансових дестабілізацій не призводить до кумулятивного позитивного ефекту. На агрегованому рівні раціональний вибір на користь вищого рівня валютних резервів хоч і буде рівноважним, але він не гарантує, що в глобальній економіці ймовірність актуалізації дестабілізаційних процесів зникне. Навпаки, взаємопов'язаність стану резервів, рівня глобальної ліквідності, глобального сукупного попиту з глобальним ВВП, споживанням та цінами на первинні ресурси (фактично глобальною інфляцією) демонструє, що будь-які оптимальні рішення на індивідуальному рівні при агрегації втрачають свої позитивні наслідки, призводячи до колективної неефективності. З цих міркувань будь-яке підвищення суверенного попиту

підвищення суверенного попиту на активи з глобальної точки зору не приносить більшої стабільності, а тільки запускає в дію ітераційний алгоритм зв'язку між збільшенням резервів як страхуванням від ризиків дестабілізацій та подальшим примноженням таких ризиків, але вже за вищого рівня фінансових агрегатів, а саме: валютних резервів, масштабів фінансових ринків, величин поточних рахунків платіжних балансів тощо.

<p>Експансія глобальних ВВП та споживання в умовах обмеженості глобальних ресурсів та відмінностей у процесах формування платіжних позицій призводить до того, що в глобальній економіці відбувається розкручування спіралі дисбалансів та зростання цін на первинні ресурси. Це явище формально позначається рухом вліво вздовж лінії <i>GIM</i>. Це підвищує ризик глобальної макрофінансової нестабільності, оскільки фінансові ринки враховують стан у сфері глобальних дисбалансів та монетарних взаємин у системі ставлення до ризику, а зростання цін на первинні ресурси реструктуризує співвідношення між ризиком та доходом у розрізі сегментів глобального фінансового ринку та в розрізі окремих країн та регіонів. Стохастичність цих процесів в сукупності призводять до підвищення невизначеності на ринках, що штовхає їх до актуалізації властивих їм імперфекцій.</p>	→	<p>Глобальна фінансова інтеграція збільшує фізичні обсяги фінансового ринку і розширює доступну кількість інструментів, що примножує імперфекції та ризик валютно-фінансових криз. Збільшення попиту на валютні резерви розглядається як оптимальна реакція на це. Приріст глобальних резервів внаслідок агрегування індивідуального вибору окремих країн кореспондує із більш низькою вірогідністю криз. Це демонструє зсув вправо лінії <i>GCM</i>. Відповідно, таке збільшення резервів є рівноважним, що демонструє зміщення вправо по вісі <i>OX1</i>.</p>
↑		↓
<p>Внаслідок зниження глобальних процентних ставок створюються стимули для глобального сукупного попиту. Це демонструє зміщення вліво вздовж лінії <i>GAD</i>. Оскільки функція глобального сукупного попиту ув'язує між собою процентні ставки та глобальний дохід та споживання, то зниження останніх внаслідок підвищення глобальної ліквідності створює стимулюючий вплив на глобальний ВВП та споживання, що відображається з допомогою зсуву вліво по вісі <i>OX2</i>. Тут варто наголосити на тому, що в глобальній економіці зниження ставок одразу впливає і на дохід, і на споживання, що може контрастувати із хрестоматійними макромоделями взаємодії споживання та доходу в закритій економіці. Причина цього полягає в тому, що експансія фінансових ринків та покращення умов ліквідності на глобальних ринках дозволяють одразу покращити можливості у сфері згладжування споживання та збільшити інвестиції через розширення доступу до капіталів – заощаджень тих, хто не збільшує споживання внаслідок падіння ставок.</p>	←	<p>Попит на резерви в глобальних масштабах призводить до того, що у світі збільшується попит на активи, а орієнтація на профіцит платіжного балансу як джерело нагромадження резервів заохочує завищений курс валют в країнах, на активи яких такий збільшений попит фокусується. В сукупності це призводить до підвищення глобальної ліквідності. Як наслідок, відбувається зниження глобальних процентних ставок, що демонструє зсув вправо по лінії <i>LL</i> та вісі <i>OY2</i>. Така тенденція є закономірною, оскільки рівень глобальної ліквідності ув'язує величину фінансових ринків та валютних резервів з рівнем процентних ставок у світі.</p>

Рис. 6.22. Інтерпретація взаємодії змінних у макромоделі глобальних дисбалансів рис. 6.21.

Ця ітераційність може бути легко підтверджена з іншої точки зору. Збільшення резервів заохочує менш стриману макрополітику, оскільки ризики дестабілізацій розглядаються як перестраховані, зовнішні запозичення зростають, а масштаби спекуляцій від цього також не знижуються, оскільки загальна експансія фінансових ринків збільшує доступні ресурси для здійснення спекуляцій, наприклад через систему *carry-trade* чи інші варіації на тему відкриття коротких позицій. Якщо прийняти до уваги, що валютні резерви акумулюються не тільки з мотивів страхування, але й з мотивів монетарного чи фінансового меркантилізму, або ж з метою підтримки структурно слабких секторів економіки, то будьякі їх обсяги ще не гарантують того, що вони будуть застосовані для відбиття атаки на валюту. Скоріше навпаки: остання завжди буде приводом для подальшого збільшення резервів, що у світлі проведеного аналізу взаємозв'язків у глобальній макромоделі (рис. 6.21.–6.22.) тільки погіршуватиме загальний результат.

Проблеми корекції глобальних фінансових дисбалансів

Орієнтація тільки на валютний курс долара в системі врівноваження зовнішньої платіжної позиції США превалювала у період, коли з'явилися тільки перші ознаки гіпертрофії валютних резервів в Азії. Знецінення американської валюти виглядало найоптимальнішим варіантом покращення балансу платежів США та наближення євро до своєї потенційної ролі в глобальній економіці. Крім цього, передбачалось, що девальвація долара дасть змогу певною мірою покращити сальдо експорту-імпорту США з Азією⁵¹². Більш жорстка макроекономічна політика в США також розглядалась як важливий елемент покращення тенденцій у сфері глобальних балансів платежів, оскільки заохочення американців до заощаджень повинно суттєво підвищити стабільність економіки США, знижуючи її залежність від припливу зовнішнього капіталу, зниження попиту на імпорт, внаслідок чого профіцитні країни змушені були би коректувати власні баланси заощаджень та інвестицій⁵¹³.

⁵¹² Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. – 2004. – P. 1–31.

⁵¹³ Obstfeld M., Rogoff K. Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment // Global Economic Integration: Opportunities and Challenges. – Reserve Bank of Kansas City, 2000. – P. 165–180.; Obstfeld M., Rogoff K. The Unsustainable US Current Account Position Revisited // NBER Working Paper. – 2004. – № 10869. // www.nber.org; Obstfeld M., Rogoff K. Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment // Brooking Papers of Economic Activity. – 2005. – P. 67–124. Truman E. Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances // Institute for International Economics Working Paper. – 2005. – WP 05–6. – P. 1–45.

Однак односторонній підхід до проблеми корекції глобальних дисбалансів, яким можна вважати акцент на зміні макроекономічного курсу США в сукупності зі знеціненням долара, слід вважати нереалістичним. Справа не в тому, що він не коректний чи не правильний, а в тому, що тільки односторонніх дій США чи однієї зміни ставлення ринків до долара недостатньо для подолання проблеми дисбалансів. Це впливає з того, що обмежена гнучкість вгору багатьох валют профіцитних країн не дозволяє повною мірою забезпечити активізацію таких наслідків зміни валютного курсу долара як переключення доходів. Конкуrentне нагромадження резервів у рамках монетарного меркантилізму, експансія фондів суверенного багатства та ітераційність у попиті на монетарні активи відповідно до ризику глобальних дестабілізацій призводять до того, що, по-суті, відбувається зміна курсу долара тільки щодо обмеженого набору валют, насамперед євро. В такому випадку, як не дивно, але, приймаючи до уваги виняткову позицію американської економіки щодо можливостей підтримання рівноважних дисбалансів, екзогенного попиту на активи та особливості фінансової системи США (див. вище) весь тягар корекції курсу долара припадає на ЄС-ЄВС. Завдяки значним можливостям азійських експортерів та експортерів первинних ресурсів, що приєднуються до них, підтримувати високий суверенний попит на активи, односторонній підхід до подолання проблеми дисбалансів взагалі стає ризиковий для глобальної економіки. Така закономірність впливає з таких проблем:

- завдяки високій торговельній та фінансовій відкритості ЄС-ЄВС будь-які зміни в процесах взаємодії платіжних контрпозицій у США та Азії будуть відчутні. В умовах, коли пряма залежність європейської економіки від курсу долара послаблюється завдяки дії ефекту вартості активів, актуалізується проблема реакції азійських країн на зміни курсу долара. Відсутність реакції при значній корекції долара загрожує різким зростанням реального ефективного курсу євро. Інший аспект проблеми корекції дисбалансів – неоднорідність ЄС-ЄВС з точки зору статусу платіжного балансу та залежності від припливу капіталів. Швидка корекція та зростання глобальних процентних ставок може бути обтяжливою для євроспільноти завдяки значній зовнішній вразливості

практично усіх нових членів ЄС, які мають високі рівні дефіциту поточного рахунку⁵¹⁴;

- за сформованої моделі глобальних монетарних взаємин курсовий режим в Азії безпосередньо впливає на вразливість європейської економіки до екзогенних шоків. Незмінність або незначна гнучкість валютного курсу в Азії означає, що будь-який шок у США легко передається країнам ЄС-ЄВС, але не прямо, а через те, що азійські експортери адаптуються до шоку в США шляхом суттєвих змін цін. Гнучкість азійських економік це дозволяє, що одразу б'є по більш відкритій, ніж у США, європейській економіці. Тільки розширення діапазону курсових коливань в Азії дасть змогу уникати значного негативного впливу зовнішніх шоків на європейську економіку⁵¹⁵;

- швидкість корекції залежність не від США чи ЄВС, а від профіцитних країн. Як наслідок, швидша корекція впливає на глобальну економіку через рецесію європейської економіки, а повільніша корекція вимагає злагоджених дій. Втім, затягування процесу корекції збільшує ризик того, що чим більше вона відкладається, тим раптовішою буде. Різке підвищення курсу євро знизить конкурентоспроможність європейської економіки у короткостроковому періоді, викликаючи рецесію, а зростання глобальних процентних ставок ускладнить проведення фіскальної політики автоматичної стабілізації, різко погіршуючи можливості пом'якшувати рецесію.

Виникнення цього трикутника проблем різко змінює модель аналізу втрат і вигод процесу корекції дисбалансів. Біполярний підхід “США-Азія” з акцентом на односторонніх діях США вже не дозволяє побачити усю картину глобальних дестабілізацій, тому, що усі геоекономічні центри певною мірою втягнуті у процеси підтримання глобальної макроекономічної рівноваги. З цих міркувань така модель повинна базуватися на триполярному підході. Зміст останнього полягає в тому, що втрати і вигоди для глобальної економіки повинні калькулюватись не просто тим, як вдасться компенсувати платіжні контрпозиції найбільш нерівноважних країн, а спираючись на принцип того, який результат буде отримано в сукупності, приймаючи до уваги європейську економіку.

⁵¹⁴ Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. Europe and Global Imbalances // Paper presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF. – 2006. – Wash. (D.C.). – P. 1–25.

⁵¹⁵ Markovic B., Povoledo L. Does Asia's Choice of Exchange Rate Regime Affect Europe's Exposure to US Shocks? // Bank of England Working Paper. – 2007. – № 318. – P. 1–45.

Більше того, як не дивно, але в силу сформованої валютної структури глобальних трансакцій та механізм глобальної монетарної експансії (платіжний дефіцит США – глобальні валютні резерви) співставлення втрат і вигод процесу корекції дисбалансів відрізнятиметься за своїм макроекономічним змістом та каналами актуалізації зовнішніх ефектів у розрізі кожного бінарного складника триполярної моделі “США – ЄС-ЄВС – профіцитні країни Азії (з поправкою на профіцитні країни-експортери первинних ресурсів (для спрощення цю комбінацію можна визначити як Азія+)”:

- бінарна комбінація “США – Азія+”. Оскільки саме дана комбінація найбільшою мірою визначає порядок денний глобальних монетарних взаємин через ув’язку платіжного балансу США з динамікою глобальних валютних резервів, а останніх з цінами на первинні ресурси, то саме від цього залежить експансія глобальної ліквідності і, як наслідок, поведінка глобальної інфляції, процентних ставок, вартості активів. По-суті, ця комбінація найбільшою мірою відповідає за номінальні процеси у довгостроковому періоді, але не можна виключати, що в короткостроковому періоді експансія глобальної ліквідності, відповідно до механізму грошової ілюзії, впливає на зростання ВВП та споживання, тобто торкається реальних величин глобальної економіки. Звідси, процес корекції в аспекті вигод передбачає уповільнення глобальної інфляції та усунення прогресуючого ризику обвальної девальвації долара, а в аспекті загроз – підвищення процентних ставок з відповідними наслідками для реципієнтів капіталу і відтак глобальної фінансової стабільності в розумінні того, що нестача ресурсів для фінансування платіжних балансів може викликати до життя широкий типологічний набір валютних криз та їх поширення. Проте ця ланка найбільш проблемна, оскільки передбачає зміну мотивів нагромадження резервів широкого кола країн, які повинні піти на радикальний перегляд засадних принципів побудови макроекономічної політики в умовах глобальної конкуренції та фінансової нестабільності;

- “США – ЄС-ЄВС”. Як вже було сказано, в рамках цієї взаємодіючої групи процес корекції матиме найменше негативних проявів, оскільки сучасний рівень розвитку фінансової системи дає змогу задіяти ефект оцінки вартості активів, або ж хеджувати ризики через ринок деривативів.

Втім, не можна виключати того, що від взаємовідносин між США та ЄС-ЄВС залежить валютна структура глобальних трансакцій, а також значна частка міжнародної торгівлі та ПП, які обслуговують найбільш інноваційні сегменти економіки. Тому, в рамках цієї комбінації номінальні зміни отримують можливість компенсації завдяки розвитку фінансового сектору, залишаючи актуальним панівне значення реальних змін. Щодо процесу корекції, то вигоди передбачають посилення ролі євро відповідно до питомої ваги ЄС-ЄВС у структурі глобального ВВП та експорту, що дасть змогу досягнути більш рівномірного розподілу втрат і вигод від корекції платіжного балансу емітентами резервних валют, а в аспекті загроз, то різкі зміни паритету долар-євро можуть погіршити конкурентні позиції європейської економіки порівняно з американською, яка більш гнучка і має більш розгалужені аутсорсингові зв'язки з Азією, куди, окрім того, вивозить значні ПП для зниження витрат в рамках глобального просування товарів;

• “ЄС-ЄВС – Азія+”. В цьому випадку економіка ЄС-ЄВС опиняється в ситуації найбільшої вразливості, оскільки корекція передбачатиме підвищення конкурентного тиску на європейську економіку з відповідною рецесією та негативними наслідками для глобальної економіки. Оскільки ЄС-ЄВС має високий рівень торговельної відкритості, то рецесія може суттєво знизити імпортний мультиплікатор та погіршити умови торгівлі для третіх країн, запускаючи в дію ланцюжок уповільнення зростання глобального доходу. З огляду на це, в рамках цієї комбінації глобальна економіка стикається з домінуванням реальних процесів над номінальними. Як наслідок, вигоди від процесу корекції стосуватимуться зниження ризику раптового і несподіваного зростання курсу євро стосовно долара в майбутньому, тоді як загрози – визначатимуться швидкістю та характером корекції. Різка корекція дисбалансів без участі Азії+ становить загрозу для глобальної економіки через рецесію в Європі, а плавна і з участю дозволить суттєво знизити вразливість європейської економіки від зовнішніх шоків, що може позитивно відобразитись на решті світу. Окремим аспектом тут слід виділити те, що від поведінки Азії+ залежать ціни на первинні ресурси. Намагання ЄЦБ обмежити вплив з боку їхнього зростання на інфляцію в зоні євро призводить до відносно завищених процентних ставок по євро,

порівняно з долларом, емітент якого намагається пом'якшити наслідки іпотечної кризи. Завдяки цьому, глобальна економіка не просто стикається з проблемою асиметричного розподілу тягаря боротьби з глобальною інфляцією, але й з тим, що відносно більш високі ставки по євро заохочують додатковий тиск на курсовий паритет. Звідси, дана бінарна комбінація є найбільш вразливою ланкою триполярної моделі корекції глобальних дисбалансів.

По-суті, сформований асиметричний макроекономічний зміст прояву кожної з бінарних комбінації триполярної моделі корекції глобальних дисбалансів стає суттєвою перешкодою для врівноваження глобальної економіки. Поведінка номінальних та реальних змінних останньої порізному визначається в рамках сукупності взаємодій бінарних комбінацій, що дозволяє тільки окреслити певні макроекономічні рамкові умови корекції, які припадають на кожного з учасників процесу. Однак неможливість чіткого зведення номінальних змінних до реальних, а також зовнішніх ефектів від номінальних й реальних змін один до одного визначає широку палітру політичних інтерпретацій з приводу характеру та динаміки корекції, внаслідок чого її запуск може виявитись під питанням. Це наглядно демонструє проблему відсутності легітимних інституціональних координат, які би дозволили привести до спільного знаменника асиметричний макроекономічний зміст прояву взаємовідносин в трикутнику "США – ЄС-ЄВС – Азія+". Тобто, проблема корекції дисбалансів стикається з класичним перерозподільчим конфліктом. Що для глобальної економіки важливіше: збереження стабільності у сфері міжнародної торгівлі і зростання ВВП ЄС-ЄВС за нижчого рівня зростання в Азії+, викликаного підвищенням валютного курсу, чи збереження фінансової нестабільності в сукупності з глобальною інфляцією внаслідок експансії міжнародної ліквідності, викликані монетарними взаєминами США та Азії+. При цьому, характер корекції визначатиме і ступінь загострення конфлікту. Формально-логічна модель даного процесу представлена у табл. 6.24.

Таблиця 6.24.

Перерозподільчий конфлікт у категоріях аналізу втрат і вигод від процесу корекції глобальних дисбалансів

	Відсутність корекції	Швидка корекція	Плавна корекція	Баланс вигод і втрат
	Збереження тенденції розкручування спіралі дисбалансів	Девальвація долара, різке зростання євро + раптовий відхід профіцитних країн від попиту на долари	Помірні зміни паритетів долар/євро + підвищення курсової гнучкості профіцитних країн	У розрізі центрів
США				
Вигоди	Полегшений доступ до фінансування подвійних дефіцитів, часткове полегшення контролю за інфляцією за низьких ставок і значного дешевого імпорту	Підвищення можливостей у сфері конкурентоспроможності. Ефект оцінки вартості активів здорожує вартість америкаських закордонних активів. Більш жорсткі зовнішні умови вимагатимуть здійснення більш жорсткої макроекономічної політики, що матиме позитивний вплив на приборкання глобальної інфляції	Плавне і рівноважне здешевлення долара дають змогу уникнути конфлікту між довгостроковою конкурентоспроможністю і макроекономічною стабільністю. Оздоровлення фінансового сектору, перехід до більш жорстких макроекономічних рамок умов	США отримують більше вигод практично від кожної ситуації. Втім, плавна корекція є більш прийнятна, порівняно з її відсутністю при умові, що тиск на інфляцію з боку збільшення вартості первинних ресурсів посилюватиметься. Найбільша дилема стосується вибору між рівнем інфляції та станом фінансового сектору. Чим більш загрозливою буде перша, тим більшою мірою США повертатимуться до жорсткої політики
Втрати	Загроза раптової та глибокої девальвації долара та втрати довгострокової конкурентоспроможності. Поява проблеми зростання цін на первинні ресурси	Підвищення глобальних процентних ставок та обмежений приплив капіталів, що погіршує можливості фінансування подвійних дефіцитів, може погіршити становище у фінансовому секторі США та негативно вплинути на динаміку споживання	Зменшення можливостей експлуатації ефекту резервної валюти, що вимагатиме більшого врахування стану платіжного балансу при встановленні процентних ставок. Підвищення вразливості до зовнішніх шоків внаслідок більш збалансованого попиту на американські активи	

ЄС-ЄВС				
Вигоди	Тиск у напрямку структурних реформ, спрямованих на підвищення гнучкості економіки	Можливості нівелювати негативний вплив зростання цін на первинні ресурси завдяки зростанню курсу євро	Розв'язання конфлікту між структурної негнучкістю та зростаючою глобальною роллю євро за умов внутрішніх реформ ринків праці та соціального забезпечення	Найбільші вигоди від першого та третього сценарію. Повільна корекція більш прийнятна, оскільки враховуватиме довгострокови й ефект структурних реформ. Втім, у першому та другому випадку втрати вищі
Втрати	Всезростаюче погіршення короткострокової конкурентоспроможності, підвищення вірогідності рецесії	Завищення курсу євро різко погіршує позицію у сфері міжнародної торгівлі, що може викликати рецесію. Зростання глобальних ставок обмежить можливості ефективної автоматичної стабілізації бюджету	Євро може отримати конкурентів в особі регіональних валют. Реформи можуть викликати значні втрати добробуту навіть за довгострокових позитивних наслідків	
Азія+				
Вигоди	Економічне зростання та посилення гео економічного статусу	Можливості додаткового тиску на США. Зростання інтересу до диверсифікації інвестицій та торгівлі. Зниження інфляції	Розв'язання конфлікту між вибором режиму валютного курсу та оптимальними темпами економічного зростання. Посилення регіональних валют. Більш жорстка макроекономічна політика з курсовою гнучкістю розширять можливості внутрішнього споживання та структурної адаптації	Виграш від будь-якого сценарію, особливо у першому та третьому випадку. Однак вигоди від відсутності корекції дедалі більше зважуватимуться можливостями контролювати внутрішню інфляцію, а вигоди від плавної корекції будуть тим більшими, чим швидше профіцитні країни почнуть підвищувати конкурентоспроможність, засновану на нецінових принципах.
Втрати	Посилення інфляції та проблема боротьби з нею. Можливе погіршення структури економіки в силу обмеженої курсової гнучкості вверех	Уповільнення зростання ВВП, необхідність більш жорсткого пристосування до умов конкуренції	Унеможливлення довгострокового підтримання позитивного балансу інвестицій та заощаджень, що уповільнить нагромадження зовнішніх активів та вимагатиме пристосування до нових умов конкуренції	

Глобаль- ний баланс втрат і вигод	Більше втрат у вигляді прискорення глобальної інфляції і ризику фінансової нестабільності	Більше втрат у вигляді уповільнення зростання глобального ВВП зі збереженням ризику фінансової нестабільності	Більше вигод, оскільки плавна і багатостороння корекція базується на врахуванні сильних та слабких сторін усіх учасників	Важко визначити, оскільки це залежить від асиметричного змісту втрат і вигод.
--	---	---	--	---

Як видно з табл. 6.24., для глобальної економіки та практично усіх учасників вигідніший варіант плавної корекції. Тобто актуальність багатостороннього підходу впливає з того, що в процес корекції повинні бути залучені одразу усі провідні геоекономічні центри світу: США, ЄВС, найбільші профіцитні країни, тобто країни Азії (перш за все Китай)⁵¹⁶. Розпочатий у 2006 р. МВФ процес багатосторонніх консультацій з приводу подолання проблеми дисбалансів між США, ЄС, Японією, Китаєм та Саудівською Аравією окреслив практично канонічні тези з приводу того, в який спосіб необхідно досягнути змін завдяки злагодженій позиції усіх учасників, що передбачає:

- більш жорстку макроекономічну політику США, зокрема обмеження дефіциту Федерального бюджету, що повинно покращити поточний рахунок та обмежити можливості експансії глобальної ліквідності (з точки зору її пропозиції);

- гнучкість валютних курсів в Азії, що дасть змогу обмежити експансію глобальної ліквідності (з точки зору попиту);

- структурні реформи в ЄС-ЄВС задля уможливлення запобігання негативним наслідкам у сфері реального сектору від швидкого підвищення курсу євро та уможливлення зростання його значення в умовах, коли ринки не виключають можливість тиску на ЄЦБ задля подолання рецесії⁵¹⁷.

Втім, багатосторонні консультації результатів не дали і були сприйняті з певним скептицизмом глобальними гравцями⁵¹⁸. Основна причина цього полягає в тому, що учасники консультацій зіткнулися із суттєвими внутрішніми проблемами, які не дозволяють піти на

⁵¹⁶ Зокрема, про це зазначалось у: Genberg H., Park Y.-Ch., Persaud A. Economic Policy Co-ordination is Needed to Re-align Global Imbalances // CEPR. – 2005. – Sept. // www.cepr.org.

⁵¹⁷ Див.: Lipsky J. The Multilateral Approach to Global Imbalances // Remarks at the Brussels Economic Forum, 2007, May 31. // www.imf.org; The Multilateral Consultation on Global Imbalances // IMF Issues Brief. – 2007. – April. – P. 1–3.

⁵¹⁸ Наприклад, М.Ксафа порівнює оголошені МВФ багатосторонні консультації як «застарілу новину» для глобальних ринків. Див.: Xafa M. Global Imbalances and Financial Stability // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/111. – P. 2–3.

багатосторонні поступки. Наприклад, збалансування бюджету США прив'язане до політичних ініціатив щодо продовження кількох військових кампаній, структурні реформи в ЄС мають низьку політичну підтримку, хоча залишаються актуальними навіть з внутрішньоєвропейських міркувань, Японія намагається подолати наслідки десятиліття депресії, а Китай – лідер нагромадження резервів – може розглядати політику прискореного розвитку як передумову глобальної гегемонії. Іншим проявом незначної вірогідності результативності міжнародних ініціатив з подолання проблеми дисбалансів є наявність об'єктивних перешкод для того, щоб зміна системи формування валютних курсів між США та Азією дала вагомий результат.

Так, як видно з характеру запропонованих до реалізації напрямків та сфер координації у сфері подолання проблеми дисбалансів, більшість з них спрямовані щодо обмеження глобального сукупного попиту або ж, принаймні, його реструктуризації. На це вказує те, що макрополітика США повинна бути більш обмежувальною, тобто стати напряму фактором рестрикції попиту на глобальному рівні та на рівні самих США. В цьому випадку більш збалансований поточний рахунок повинен виступити підґрунтям для врівноваження глобального попиту та пропозиції. Проте гнучкість валютного курсу вверх в Азії є іншим боком цього. Вона повинна обмежити експансію глобальної ліквідності (уповільнити зростання валютних резервів) та підвищити внутрішнє споживання, що в сукупності дасть можливість для зниження рівня профіциту платіжного балансу. Незважаючи на логічність такого підходу до подолання проблеми дисбалансів, існують передумови для унеможливлення зведення корекції дисбалансів до механічного обмеження глобального попиту⁵¹⁹.

Знецінення долара ще не гарантує покращення ситуації з платіжним балансом США, так само його різкий стрибок вгору та амбітні плани нової Адміністрації Білого дому щодо підтримки фінансового сектору скоріше консервує проблему зовнішньої нерівноваги. Якщо нові підходи до розуміння процесу пристосування платіжного балансу до нових рівноважних умов акцентують на фінансових аспектах цього процесу (про

⁵¹⁹ Наприклад, А. Ферреро наголошує, що фіскальний фактор зовнішнього дефіциту США не є провідним фактором погіршення платіжного балансу як тренду. В основі трендового погіршення перебувають фактори диференціалів продуктивності праці та зміни в демографічних структурах США та за кордоном. Тобто, капітал спрямовується до швидкозростаючих економік з більшою часткою молодого населення, чим вигідно відрізняється США від решти розвинутих країн, що і є причиною довгострокового дефіциту та його млявого реагування на зміни валютного курсу. Див.: Ferrero A. The Long-Run Determinants of the US External Imbalances // Federal Reserve Bank of New York Staff Report. – 2007. – № 295. – P. 1–51.

що вже йшлося), то підходи, засновані на врахуванні структурних проблем, явно скептичні щодо реальної перспективи подолання платіжного дефіциту економіки США. Зокрема, це пов'язано з тим, що останній є наслідком поєднання комбінації виробництва товарів, що є, і що не є предметами міжнародної торгівлі, в розрізі структур виробництва в США та країн-партнерів⁵²⁰. Подібними є міркування щодо того, що знецінення долара може позитивно вплинути на збільшення американського експорту, але аж ніяк не на зменшення американського імпорту. Останнє є наслідком об'єктивної неможливості суттєвого зростання імпортних цін в умовах девальвації долара: американський імпорт і так здійснюється в доларах, експортери переймаються своєю часткою на ринку, а витрати з розподілу та просування продукції є дуже високими з огляду на географічні масштаби країни. В підсумку, односторонні зміни в експортних можливостях без змін в обсягах імпорту не призведуть до покращення платіжного балансу⁵²¹. Продовженням полеміки на дану тему є твердження К. Манн, згідно з якою швидший розвиток нової економіки в США змінює цінові еластичності попиту на експорт та імпорт у такий спосіб, що зміни валютного курсу не призведуть до позитивних наслідків у сфері платіжного балансу⁵²².

Втім, найбільш полемічною залишається проблема, чи може дефіцит поточного рахунка в таких обсягах змінитись на протилежний за відносно короткий період. Так, Дж. Айзенман та Й. Сан наголошують, що тривалість підтримання нерівноваги поточного рахунка знаходиться в оберненій залежності від його фізичного виміру, тобто чим більшими є обсяги дисбалансу, тим вони менш тривалі. Така логіка впливає з того, що тільки малі відкриті економіки можуть підтримувати нерівноважні платіжні позиції відносно довго. З точки зору глобальної економіки це є закономірно, оскільки не існує жорстких фінансових обмежень щодо фінансування фізично незначних дефіцитів, а фізично малі профіцити не створюють суттєвого тиску на внутрішню експансію ліквідності. У випадку із глобально значими фізичними вимірами нерівноваги поточного рахунку справа обстоїть зовсім інакше. Тривале підтримання нерівноваги

⁵²⁰ Ergler Ph., Fidora M., Thimann Ch. External Imbalances and US Current Account: How Supply-Side Changes Affect an Exchange Rate Adjustment // ECB Working Paper. – 2007. – № 761. – P. 6–40.

⁵²¹ Goldberg L., Wiske Dillon E. Why a Dollar Depreciation May Not Close the US Trade Deficit // Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance. – 2007. – Vol. 13. – № 5. – P. 1–7.

⁵²² Mann C. The US Current Account, New Economy Service, and Implications for Sustainability // Paper Prepared for the Conference “On the Future Agenda for Economic Policy”. – Institute for International Studies: Stanford University. – 2002. – Oct. 24. – P. 1–21.

платіжного балансу великими економіками змінює глобальну рівновагу, що вимагає пристосування до цього усього світу, у першу чергу самої нерівноважної країни, що підтверджують емпіричні дані за 1966–2005 роки. Однак, як показують ці автори, є єдиний виняток – США⁵²³. З їхнього дослідження випливає, що платіжний надлишок Китаю дуже скоро повинен зникнути, але це не матиме наслідків для США. Подібної думки дотримуються й інші автори, які наголошують на тому, що процес корекції платіжного дефіциту США означає вихід на позначку 3% дефіциту поточного рахунку щодо ВВП. При цьому, відтворення дисбалансів у напрямку платіжної нерівноваги США визначається глобальними екзогенними факторами, у той час як значення валютного курсу для врівноваження балансу платежів суттєво послаблюється, значні дефіцити розвинутих країн важче коректувати, а сам процес реверсів далеко не завжди становить проблему⁵²⁴. Відповідно, якщо на курс долара не можна покластись повною мірою у сфері корекції дисбалансів, то який тоді механізм перебуватиме в основі цього процесу.

Природно, що основний фокус тут концентрується на протилежності платіжного дефіциту США – Китаї, або Азії загалом. Але саме це і наражає глобальну економіку на суттєву небезпеку, оскільки величезний надлишок платіжного балансу в Азії, зокрема Китаї, є наслідком суттєвого перевищення заощаджень над інвестиціями, чому є структурні пояснення. Одні автори наголошують, що основою глобальних дисбалансів є надлишок заощаджень в Азії, який виникає внаслідок поєднання старіючого населення із надлишком трудових ресурсів, що гальмує зростання реальних заробітних плат, але дає змогу підтримувати значні інвестиційні доходи в секторах, зорієнтованих на експорт і не дає змогу підтримувати значні доходи в секторах, які стикаються з проблемою “інвестиційного голоду”⁵²⁵. Інші автори йдуть іще далі і констатують, що зростання заощаджень населення в умовах його старіння, невизначеності щодо пенсійного й медичного забезпечення та зростання вартості освіти стає дедалі менш значимим у поясненні феноменальних заощаджень. У випадку Китаю основна проблема полягає в тому, що в структурі

⁵²³ Aizenman J., Sun Y. Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters // NBER Working Paper. – 2008. – № 13734. – P. 1–18.

⁵²⁴ G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment / Ed. by R. Clarida. – Mas.: NBER, 2007. – 448 p.

⁵²⁵ На основі аналізу з позицій загальної рівноваги це доводиться у таких працях як: Feltenstein A., Rochon C., Shambloo M. High Growth and Low Consumption in East Asia: How to Improve Welfare While Avoiding Financial Failures // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/278. – P. 3–35.; Ferrucci G., Miralles C. Saving Behavior and Global Imbalances: The Role of Emerging Markets Economies // ECB Working paper. – 2007. – № 842. – P. 3–45.

заощаджень зростає значення підприємницького сектору, а нерозвинутий внутрішній фінансовий ринок та обмежений доступ до фінансування робочого капіталу штовхає фірми до підтримання значних заощаджень, внаслідок чого реальні зарплати та інвестиційні доходи не зростають, а навіть знижуються⁵²⁶. Вирішення проблеми, як наголошують практично усі автори, що досліджують цю проблему, полягає у корекції курсу вгору задля розширення можливостей споживання й лібералізації та розвитку фінансової системи. Глобальна ж фінансова трансформація, оптимізуючи використання глобальних заощаджень, і повинна стати несучою конструкцією процесу безболісного підтримання нерівноважних платіжних позицій. Проте одна з головних умов врівноваження платіжного балансу на основі створення стимулів для внутрішнього споживання – гнучкий валютний курс – таки не виконується. Вперте небажання Китаю провесту реальну, а не формальну лібералізацію валютного режиму та дозволити юаню коліватися навіть попри те, що це прискорить виконання ним ролі регіональної валюти⁵²⁷, демонструє, що експансія ліквідності може тривати, що призводить глобальну економіку до нового стрибка інфляції цін на первинні ресурси та посилює тиск на економіку ЄС-ЄВС, або ж наражає її на фінансовий обвал, обумовлений кризою ліквідності як результати примноження поганих боргів.

Держава добробуту в ракурсі глобалізації та фінансових дисбалансів: теоретичне обґрунтування трилерами 2⁵²⁸

Соціально-орієнтована ринкова економіка Західної Європи, яка здобула назву “рейнська модель”, дедалі більшою мірою фокусує на собі дослідницьку увагу, оскільки такі країни за останнє десятиліття стали учасниками складних геоекономічних, макроекономічних та інституціональних трансформацій. Це пов’язано із: становленням Європейського валютного союзу та запровадженням євро, передумовою чого є необхідність виконання маастрихтських критеріїв конвергенції, які прямо впливають на фіскальну політику, отже можливості реалізації податково-бюджетними важелями соціальних стандартів; зростаючим глобальним значенням євро або ж з глобалізацією євро відповідно до

⁵²⁶ Aziz J., Cui Li. Explaining China’s Low Consumption: The Neglected Role of Household Income // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/181. – P. 3–36.

⁵²⁷ Debating China’s Exchange Rate Policy / Ed. by Lardy N., Goldstein M. – Was. (D.C.): IIE, 2008. – 592 p.

⁵²⁸ Більш детальний аналіз див.: Козюк В. В. “Рейнська модель” в глобальних торговельних та монетарних процесах // Фінанси України. – 2007. – № 7. – С. 141–154.

ефекту диверсифікації; фінансовою глобалізацією, коли переливи потоків капіталу та волатильність валютних курсів хоч і відірвались від фундаментальних макроекономічних процесів, але визначають характер та можливості пристосування економіки країни до нових рівноважних умов.

Внутрішні наслідки такого пристосування безпосередньо залежать від характеру соціальної системи, державного регулювання окремих сегментів економіки та, в ширшому розумінні, величини державного навантаження на економіку, тобто рівня перерозподілу ВВП через бюджет. Останнє ж є відображенням величини податкового навантаження, що позначається на спроможності економіки гнучко реагувати на структурні зрушення глобального рівня. У свою чергу, вступ Китаю у ВТО та експансія країн третього світу, перш за все Азії, розширення ЄС на Схід та залучення у сферу глобальної мобільності праці посткомуністичних країн трансформує глобальну торгівлю, знижує рівноважну заробітну плату у Європі, що актуалізує проблему глобальної конкуренції, яка вже не ведеться на абстрактному зовнішньому ринку, а розгортається у глобальному континуумі, частиною якого є ЄС/ЄВС. В сукупності вказані процеси перетинаються у контексті позиціонування “рейнської моделі” у сфері глобальної економіки.

Сьогодні аналіз такого господарства концентрується на питаннях про відповідність соціального устрою держави добробуту глобальному устрою з ліберальними потоками товарів, капіталів та робочої сили. Аналіз економіки Німеччини в цьому плані є дуже показовий, оскільки демонструє глибоку дилему між необхідністю реформ для підтримання економічного зростання та активністю консервативних інститутів соціальної політики⁵²⁹.

Скептицизм щодо релевантності “рейнської моделі” моделі глобальної економіки сучасного типу найхарактерніше проступає в рамках таких позицій:

- виникнення феномена “нової конкуренції систем”, в основу якого покладено принцип конкурування у сфері величини податкового тягаря на бізнес задля приваблення мобільних капіталів⁵³⁰;

⁵²⁹ Гутник В. Выбираясь из тупика. Манифест реформирования немецкой экономики // МЭиМО. – 2005. – № 3. – С. 103–109.; Стрежнева М. Проблемы социальной политики в Европейском союзе // МЭиМО. – 2006. – № 8. – С. 22–31.

⁵³⁰ Sinn H.-W. The New Systems Competition // NBER Working Paper. – 2002. – № 8747. – P. 1–24.; Tanzi V. Globalization and Future of Social Protection // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/12. – P. 1–23.

- виникнення конкуренції за місця розташування бізнесу, причому, якщо в попередньому випадку мова йде про податкову конкуренцію, то тут до уваги береться увесь спектр активності суспільного сектору економіки щодо створення сприятливого середовища для припливу інвестицій (низькі податки, низька інфляція, розвинута інфраструктура, високий освітній рівень населення, відсутність корупції тощо)⁵³¹;

- технологічний розвиток та подальша ерозія податкової бази, що впливає з е-комерції та поширення е-грошей, а також підвищення мобільності виробничих факторів, що в сукупності призводить до виникнення феномену “фіскальних термітів”⁵³²;

- глобальна торговельна інтеграція дедалі більше стає несумісною з системою страхування на випадок безробіття та завищеною реальною заробітною платою у Західній Європі. Так, інтеграція посткомуністичних країн разом з Китаєм та Індією до глобальної торговельної системи, а також розширення ЄС на Схід автоматично знижують рівноважну реальну заробітну плату в ЄС. Однак її негнучкість вниз одразу породжує проблему безробіття, вивозу капіталів, реалокатії ресурсів у напрямку секторів з інтенсивними потребами у капіталі. Існуюча система страхування на випадок безробіття тільки погіршує конкурентноспроможність ЄС в глобальних масштабах⁵³³.

Послаблення держави загального добробуту та тенденція до зменшення ролі соціального захисту та перерозподілу добробуту впливає із загальної закономірності до зменшення ролі держави в економіці як магістральної тенденції в умовах глобалізації та ліберального ухилу в міжнародній політиці⁵³⁴. Зазначимо, що дослідження

⁵³¹ Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.

⁵³² Tanzi V. Globalization, Technological Developments, and the Work of Fiscal Termites // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/181. – P. 1–23. В цьому випадку під “фіскальними термітами” розуміються такі явища та процеси, які зменшують податкову базу та роблять її в подальшому менш доступною та зручною для оподаткування, що загрожує державі загального добробуту втратою матеріальної основи існування. Згідно з Танзі, такими “термітами є е-комерція, е-гроші, міжнародна торгівля всередині компаній, офшорні центри та податкові гавані, деривативи та хедж-фонди, неможливість оподаткування фінансового капіталу, зростаюча активність компаній на зовнішніх ринках, закордонний шопінг тощо.

⁵³³ Sinn H.-W. The Welfare State and the Forces of Globalization // NBER Working Paper. – 2007. – № 12946. – P. 1–23.

⁵³⁴ В цьому випадку зменшення ролі держави в економіці як виклик “рейнській моделі” обумовлюється тим, що глобалізація руйнує традиційне уявлення про можливості держави і потребує трансформації рівнів представлення регуляторної активності, в ієрархії яких нація-держава є тільки одним з компонентів: Tanzi V. The Demise of the Nation State? // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/120. – P. 1–17. Іншим аспектом цього є загальний тренд щодо лібералізації та дерегуляції економічного життя, що, природно, призводить до затребуваної зміни меж між державою та ринком: Tanzi V. The Changing Role of the State in the Economy: A Historical Perspective // IMF Working Paper. – 1997. – WP/97/114. – P. 1–21. Аналіз документів ЄС та підсумкових документів зустрічей лідерів країн Великої Сімки щодо необхідності зменшення соціального тягаря для економіки в сучасних умовах та координації політики провідних країн у цій сфері дає змогу побачити процес

неоінституціонального характеру та розвідки в царині міжнародної політики останнім часом також аналізують процеси “ерозії” держави добробуту. З цього кута зору впливає, що поступове посилення політичних акцентів на неоліберальній ідеології, порівняно з традиційним кейнсіанством, в якому робився наголос на необхідності маніпулювання попитом з метою досягнення повної зайнятості, соціал-демократичною доктриною велфеферизму та перерозподільчими інтенціями неомарксизму позначилися на зміні політики, насамперед, щодо міжнародної економіки. Виведення наперед таких принципів, як вільна торгівля, свобода переливів капіталів та інвестування породили процес глобалізації, а остання і виступила тією детермінантою, яка робить державу добробуту несумісною з глобальною конкуренцією та мобільністю виробничих факторів. При цьому домінування принципу ефективності над принципом справедливості та солідарності призвело до зниження ролі держави в економіці, посилення ринкових витоків у функціонуванні самого суспільного сектору. Глобальний масштаб даних процесів поставив під ризик функціонування базові інституції громадянського суспільства та демократії, оскільки держава-нація втратила свою важливу роль у системі забезпечення загальнолюдських цінностей, серед яких поширення добробуту на усіх є принципово важливе, а сфері міжнародних відносин бракує легітимності та інструментів для компенсації такої втрати⁵³⁵. Однак такі радикальні бачення “занепаду” держави не підтримують навіть фахівці ООН, які визнають, що розвиток глобалізації вимагає від держави модернізації в ринковому напрямку⁵³⁶.

У багатьох дослідженнях запровадження євро та реалізація монетарної політики з наднаціонального рівня розглядається як стримуючий фактор розвитку та прогресу “рейнській моделі”. Функціонування ЄВС потребує гнучкості в усіх країнах-членах, оскільки в сукупності вони не становлять оптимальної валютної зони, отже шоки можуть мати реальні, а не номінальні наслідки. Номінальна конвергенція обмежує можливості дефіцитного фінансування в разі, якщо податкових

“ерозії” держави добробуту. Див. у: Стрежнева М. Проблемы социальной политики в Европейском союзе // МЭиМО. – 2006. – № 8. – С. 22–31.

⁵³⁵ George S. A Short History of Neoliberalism // Conference on Economic Sovereignty in a Globalizing World. – 1999. – March 24-26 // www.globalpolicy.org; Neubauer D. The Incredible Shrinking State. Will There Be Social Services When the State Goes Out of Business? Peace Institute Talk. – 1997. // www.hawaii.edu; Higgot R. Coming to Terms with Globalization: Non State Actors and Agenda for Justice and Governance in the Next Century // Warwick University Working Paper. – 1999. – P. 1–30.; Сорос Дж. О глобализации / Пер. с англ. – М.: Эксмо, 2004. – 224 с.

⁵³⁶ Globalization and the State: an overview. Report prepared by the Secretariat. – Group of Experts on the United Nations Programme in Public Administration and Finance. – 2000. – P. 1–9.

надходжень бракуватиме для покриття видатків⁵³⁷. При цьому, активізація системи автоматичних стабілізаторів при маніпулюванні бюджетним балансом впродовж циклу також обмежує боргові засоби фінансування соціальних видатків. Останнє, звичайно, є позитивним фактом, але тривалий досвід бюджетної розбалансованості доводить те, що зростання державного боргу в багатьох випадках не пов'язано з інвестиціями чи дією механізму автоматичної стабілізації, а зумовлюється неспроможністю гнучко варіювати соціальними видатками в рамках міжчасової оптимізації параметрів бюджету⁵³⁸.

Попри це, існують дослідження, які демонструють, що глобалізація хоч і є викликом державі загального добробуту, все ж таки залишає достатньо простору для маневру, зокрема через реформування соціальних систем та адаптацію їх до глобальної конкуренції⁵³⁹. Втім, висока відкритість економіки більшості соціально-орієнтованих господарств ЄС демонструє інший підхід до реагування на виклики глобалізації: варіація соціальних видатків корелює з силою екзогенних шоків, які по каналах міжнародної торгівлі передаються динаміці ВВП та показникам бюджету⁵⁴⁰.

Втім, такий підхід скоріше відображає те, наскільки фіскально-перерозподільчий аспект держави добробуту інтегрує в собі структурні особливості економіки, коли на останню покладено місію пом'якшувати зовнішні шоки, які пов'язані, як правило, з шоками торгівлі. Водночас, посилення ролі євро у глобальних монетарних процесах та експансія країн з низьким рівнем оплати праці в системі глобальної торгівлі якісно оновлюють контекст, у якому функціонують держави добробуту ЄС-ЄВС. Зазначені процеси є структурними факторами глобалізаційного впливу на "рейнську модель". Так само різкі зміни в процесах подолання сучасних глобальних дисбалансів, підсилені глобальною торговельною інтеграцією, як показано вище, можуть стати джерелом суттєвого напруження у

⁵³⁷ Европейский экономический и валютный союз: предварительные итоги и перспективы развития // МЭиМО. – 2005. – № 5. – С. 3–15.; de Bandt O., Mongelli F. Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area // ECB Working Paper. – 2000. – № 20. – P. 5–28.

⁵³⁸ Tujula M., Wolswijk G. What Determines Fiscal Balances? An Empirical Investigation in Determinants of Changes in OECD Budget Balances // ECB Working Paper. – 2004. – № 424. – P. 3–40.; Caselli F., Giovannini A., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/55 // www.imf.org.

⁵³⁹ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – С. 143–166.; Мартен Д., Мецжер Ж-Л., П'єр Ф. Метаморфози світу: Соціологія глобалізації / Пер. з фр. – К.: КМ Академія, 2005. – С. 81–95.

⁵⁴⁰ Дискусії з приводу цього містяться в полеміці між Р. Масгрейвом та Дж. Б'юкененом: Суспільні фінанси і суспільний вибір: Два протилежних бачення держави / Пер. з англ. – К.: КМ Академія, 2004. – 175 с.

трикутнику: глобальні монетарні процеси, глобальна торговельна інтеграція, функціонування соціально-орієнтованого ринкового господарства.

Відповідно до глобалізаційного впливу на державу добробуту спроможність перерозподіляти значну частку ВВП через бюджет поступово слабшає. Так, тенденція до зростання частки державних доходів та видатків у ВВП для найбільш розвинутих країн є показовою, починаючи з часів наполеонівських воєн (закон Вагнера). Особливо яскраво цей процес відбувався після Другої світової війни. Наприклад, у 1960 р. частка державних видатків країн-членів ОЕСР в % до ВВП становила 26%, у 1970 – 31,8%, у 1980 – 39,0%, у 1990 – 43,4%, у 2000 – 41,0%, у 2005 – 44,3%. Тут можна побачити імплементацію різного роду кейнсіанських варіантів макроекономічного управління попитом та лівоцентристських програм соціальної рівності та партнерства.

Водночас, для країн ЄС з 1995 по 2004 рр., тобто за останнє десятиліття, спостерігається процес зменшення частки державних витрат у ВВП. Наприклад, для Австрії співвідношення цього показника по 2004 р. до показника за 1995 р. становило 0,87, для Бельгії – 0,95, Великої Британії – 0,98, Греції – 0,99, Данії – 0,94, Ірландії – 0,82, Іспанії – 0,87, Італії – 0,91, Нідерландів – 0,84, Німеччини – 0,85, Фінляндії – 0,86, Франції – 0,97, Швеції – 0,85, і тільки для Люксембургу 1,00 та Португалії 1,03⁵⁴¹.

Прояв такої тенденції демонструє, що глобалізація послаблює можливості експансії держави добробуту. Це саме стосується появи тенденції до зменшення частки витрат на оплату праці у відтворювальній структурі ВВП розвинутих країн, виникненні феномена “конкурентного корпоратизму” (тобто конкуренції за зниження чи гальмування зростання оплати праці, на противагу звичній боротьбі за підвищення оплати найманої праці), початку болісних реформ трудового та пенсійного законодавства, посилення приватизаційних процесів та трансформації фіскальних інституцій у напрямку контролю за витратами практично в усіх країнах ЄВС⁵⁴². Рис. 6.23. демонструє основні канали того, як структурні зміни, викликані глобалізацією та лібералізацією, зменшують податкову базу держави добробуту.

⁵⁴¹ Обраховано за даним Євростату. Euro-indicators news release. Eurostat. – 2005. – № 120. // www.europa.eu.int.

⁵⁴² Детальніше про це див.: Stark J. The Euro Area's Role in the Global Economy. Speech Held at The Institute of European Affairs, Dublin, 13 Oct. 2006. // www.ecb.int; Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65.; Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. – 1998. – № 191. – P. 1–58.; Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – С. 164.

- поєднання “рейнської моделі” з глобальною системою вільної торгівлі може викликати потребу у захисній курсовій політиці. А це є загрозою для проблеми забезпечення глобальної монетарної та фінансової стабільності в умовах посилення ролі євро в системі глобальних фінансів. Небажаність зростаючого курсу євро для держав добробуту Західної Європи обумовлена створенням додаткових курсових стимулів для конкурентоспроможності товарів країн з дешевою робочою силою, перш за все країн Азії, а запобігання рівноважному ревальваційному тренду євро послабить контроль за глобальною та євро інфляцією;

- поєднання “рейнської моделі” з глобальним посиленням ролі євро ставить під політичний ризик подальший прогрес системи глобальної торговельної лібералізації, оскільки можливість конкурувати з дешевим імпортом з країн третього світу (зокрема Азії) за таких обставин стає вкрай низькою. Тим більше, що у світовій практиці існують прецеденти негативного зв'язку між монетарною (валютно-курсвою) та торговельною політикою. До таких прикладів належать: циклічність між девальваціями в Бразилії/Аргентині та підвищенням торговельних тарифів в Аргентині/Бразилії⁵⁴⁴; ультиматум Р. Ніксона щодо вибору партнерів США по Бреттон-вудській системі між девальвацією золотого вмісту долара на 10% чи підвищенням усіх торговельних тарифів США на 10%; “доларова дипломатія” Р. Рейгана, коли суттєва ревальвація долара у першій половині 1980-х рр. супроводжувалась закликами щодо посилення торговельного протекціонізму у США, ставлячи під сумнів перспективи колективних переговорів про зменшення тарифів у рамках ГАТТ⁵⁴⁵ тощо;

- поєднання системи світової вільної торгівлі та глобального посилення ролі євро вимагає від ЄС/ЄВС активних реформ, спрямованих на лібералізацію окремих секторів економіки, підвищення гнучкості зарплат та ринків праці, зменшення фіскального навантаження на економіку, внаслідок чого необхідним стане зменшення обсягів соціальних видатків, усунення перерозподільчих елементів з соціальної та податкової політики, підвищення пенсійного віку та тривалості робочого дня тощо. Ці процеси ставлять під сумнів саму можливість виживання “рейнської моделі” соціально-орієнтованої ринкової економіки в сучасних глобальних умовах.

⁵⁴⁴ Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley). – 1998. – Paper C98, 103. – P. 1–44.

⁵⁴⁵ Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. – 2001. – № 8634. – P. 1–108.

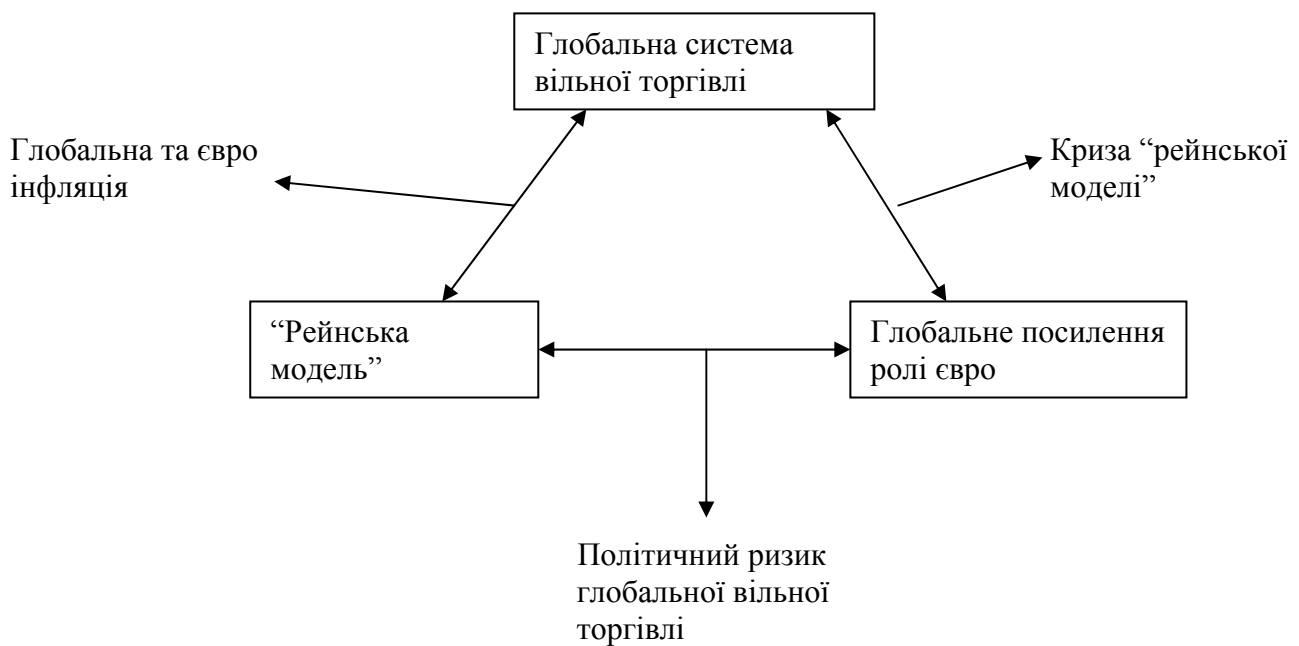


Рис. 6.24. Модель трилеми: потрібна несумісність “рейнської моделі” держави добробуту, глобальної системи вільної торгівлі, глобального посилення ролі євро

Зазначимо, що потреби в модернізації держави добробуту відповідно до неоліберальної ідеї багато в чому обумовлені і самим процесом євроінтеграції (необхідність гнучкості економіки для забезпечення ефективного функціонування валютного союзу). Необхідність таких реформ визнається і у МВФ⁵⁴⁶, і у ЄЦБ⁵⁴⁷. Проблема полягає в тому, що дуже часто такі реформи не мають відповідної політичної підтримки, внаслідок чого темпи зростання та структурної трансформації європейської економіки поступаються темпам зростання та модернізації економіки США, уповільнюючи набуття євро належного глобального статусу, що знову-таки ставить у залежність глобальні фінанси та монетарні процеси від макроекономічного курсу ФРС через розрив зв'язку між зовнішнім дефіцитом та валютним курсом США, з одного боку, та від політики профіцитних країн Азія+, з іншого.

⁵⁴⁶ Western Europe: Structural Reforms Remain Key to Stronger Growth // World Economic Outlook. – IMF: Washington D.C., 2006. – Sept. – P. 44–49. Урядник МВФ де Рато чи не найбільш лаконічно сформулював основні проблеми ЄС: ціна на нафту, глобальні дисбаланси, високе безробіття, старіння населення. Див.: Rato de R. The Global Economy and Challenges for Europe. Speech at Barcelona, Oct. 25, 2005. // www.imf.org. Ці проблеми є як ризиком функціонування держави добробуту в умовах глобалізації, так і наслідком браку реформ такої держави, внаслідок чого її низька адаптивність породжує структурні диспропорції та соціальні втрати, навіть якщо вони тою чи іншою мірою компенсуються через соціальні трансферти.

⁵⁴⁷ Stark J. The Euro Area's Role in the Global Economy. Speech held at The Institute of European Affairs, Dublin, 13 Oct. 2006. // www.ecb.int.

РОЗДІЛ 7

ПРОБЛЕМА МАКРОФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В ПЕРСПЕКТИВІ ГЛОБАЛЬНИХ МОНЕТАРНИХ РЕФОРМ

7.1. Системна нестабільність у сфері глобальних монетарних та фінансових процесів

Проблема розмитих контурів міжнародного валютного устрою світу: глобальна монетарна нестабільність

Функціонування міжнародного монетарного устрою як системи покликано забезпечити цілий комплекс процесів, протікання яких пов'язує між собою національні монетарні політики в глобальному форматі та процедури забезпечення рівноважності платіжних балансів. Специфіка останніх полягає в дуалістичній природі: макроекономічній, що відображає взаємодію змінних платіжного балансу із макроекономічними змінними, серед яких на передній план висувуються монетарні змінні; фінансовій, яка відповідає за процес фінансування платіжних диспозицій з точки зору забезпечення руху капіталів та його інституціонального підкріплення у вигляді функціонування фінансових ринків. З цих міркувань, системні трансформації в кожному з аспектів пристосування платіжних балансів породжують якісно нові змістові одиниці, з яких складається міжнародний валютний устрій світу. Цю картину можна простежити, розглядаючи основні проблемні сфери міжнародної монетарної економіки в екстраполяції на еволюцію міжнародних валютних систем.

Серед таких сфер можна виділити проблему забезпечення:

- міжнародної ліквідності, тобто базових елементів уможливлення трансакційної форми взаємодії суб'єктів міжнародного (глобального) бізнесу, а також взаємодії між офіційними учасниками міжнародних економічних відносин. Міжнародна ліквідність, будучи базою забезпечення можливості країни вступати у трансакційну взаємодію, опосередковує процеси визначення кондицій фінансового ринку. З цих міркувань, така проблемна сфера відповідає не тільки за уможливлення розрахунків, але й за формування потенціалу платоспроможності, який агрегується на рівні фінансової системи і перетворюється у глобальний попит;

- фінансування у вузькому чи пристосування у ширшому розумінні платіжних балансів. Фактично саме тут визначається, у який спосіб буде задіяна міжнародна ліквідність для того, щоб, не руйнуючи принцип

неперервності ринкової взаємодії між суб'єктами, досягнути певного прийняттого дискретного стану платіжного балансу. З іншого боку, взаємодія міжнародної ліквідності з потоками капіталу та валютним курсом відображає варіативність безпосереднього макроекономічного процесу пристосування платіжних балансів в певних рамкових умовах міжнародного валютного устрою;

- контролю за глобальною грошовою пропозицією, що функціонально вміщує принцип автоматичного забезпечення системної стабільності. Дві попередні проблемні сфери безпосередньо пов'язані з питаннями контролю та стабільності, оскільки коливання в обсягах ліквідності визначає умови попиту, функціонування фінансових ринків те – з яким ступенем легкості індивідуальний попит на рівні країни перетворюється на глобальний, приймаючи до уваги розподіл тягаря по пристосуванню платіжних дисбалансів. Тобто у сфері контролю визнається те, якими є системні обмеження на агреговану монетарну експансію з точки зору стримування глобальної інфляції (дефляції). Контроль за інфляцією на системному рівні відображає те, що вона є прямим антиподом фінансовій стабільності. В цьому випадку особливий наголос, який робиться на контрадикторності інфляції та фінансової стабільності у міжнародних процесах, суттєво переважає той, який апелює до національного рівня аналізу⁵⁴⁸. Цю закономірність можна вважати філогенетичною з точки зору розвитку економічної думки про міжнародну валютну систему або навіть онтологічною, приймаючи до уваги, що в міжнародній системі взаємодіючих компонентів набагато більше, ніж на національному, внаслідок чого нестабільність певного параметра виводить з рівноваги широкий набір складових елементів, активність яких не є належною до окремої країни, тим самим викликаючи до життя проблему легітимності у міжнародній політиці.

Якщо ж подивитись на основні компоненти міжнародного валютного устрою, то вони щільно пов'язані з проблемними сферами міжнародної монетарної економіки, а саме:

- визначенням та статусом резервних активів. Цей елемент є складовою процесів щодо розуміння та поведінки міжнародної ліквідності;

⁵⁴⁸ Непрямо про це йде мова практично в усіх дослідженнях міжнародної валютної системи. Однак найбільш рельєфно ця теза простежується у П. Ліндєрта. Див.: Lindert P. *International Economics*. – 9th ed. – Irwin, 1991. – P. 495–530.

- режимом валютних курсів. В сукупності із режимом руху капіталу та резервними активами цей компонент відповідає за процеси пристосування платіжних балансів;
- рамковими обмеженнями на індивідуальну та агреговану експансію з точки зору контролю за інфляцією.

Оглядом можна стверджувати, що міжнародний золотий стандарт передбачав, що резервним активом є золото, валютні курси є фіксованими через визначення і підтримання золотого вмісту банкнот, а системний контроль за коливаннями цін здійснювався через обмежені фізичні можливості колективного збільшення монетарного золота, чому сприяв теоретично симетричний процес розподілу тягаря пристосування платіжного балансу. Фінансова стабільність у такій системі забезпечувалась через слідування жорстким макроекономічним рамковим умовам підтримання золотого стандарту, а суттєві дестабілізації пов'язувались із надмірною внутрішньою паперовою експансією, необачною політикою окремих фінансових установ, чи з поєднанням глибоких шоків з першими двома явищами. Бреттон-вудська модель визначала, що резервними активами є золото або ж долар США, або ж обмежений набір тогочасних провідних валют, але з огляду на те, що тільки долар розмінювався на золото, валютні курси були фіксованими, але могли коректуватись. Системний контроль за інфляцією спирався на процедуру пред'явлення доларів з-за кордону до обміну на золото, внаслідок чого, по-суті, зводився до необхідності реалізації США такої монетарної політики, яка була би сумісна з їхніми можливостями виконувати міжнародні зобов'язання щодо конвертації валютних резервних активів у золото. Фінансова нестабільність у такій системі втілювала широкий набір варіантів, починаючи від неадекватної поведінки фінансових інституцій, закінчуючи кризою самого долара в умовах наростаючого конфлікту між пріоритетом досягнення внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Ямайський устрій передбачає те, що за резервні активи може обиратись будь-яка валюта, а грошові системи будь-якої країни не можуть бути прив'язаними до золота, країна може обирати режим валютного курсу, а сам курс може бути гнучким. З гнучкістю курсу асоціювався і системний контроль за інфляцією, оскільки передбачалось, що його коливання повинні відображати відмінні темпи інфляції в країнах-парах. Тобто, у випадку, коли кожна з країн здійснює жорстку антиінфляційну політику підстав для накладання якихось системних

обмежень на монетарну експансію не існує, а валютні курси реагують тільки на реальні шоки в розрізі країн; у випадку, коли з'являються інфляційні диференціали як відображення відмінних прераференцій у сфері політики, то коливання курсів нівелюють їх наслідки. Фінансова нестабільність так само має широкий набір проявів, однак найбільша проблема так і залишилась. Відсутність емпіричних критеріів системного контролю за глобальною інфляцією призвела до того, що конкуренція за статус резервних активів, проблеми контролю за національною інфляцією, пошуки прив'язки валютних курсів тощо призвели до перекосів у валютній структурі міжнародних трансакцій, посилили залежність світу від політики центрів емісії резервних валют. Проте найбільшою проблемою цього стало те, що замість автоматичної корекції платіжних балансів з допомогою плаваючих курсів та монетарної стабілізації економіки на основі звільнення від зачарованого кола експорту/імпорту політики світ розділився на валютні блоки, долаючи складний шлях від епохи високої і нестабільної інфляції періоду 1970–1980-х, боргових криз 1980–1990-х до сучасної моделі поширення принципу реалізації незалежним центральним банком монетарної політики з пріоритетом цінової стабільності та глобальної фінансової інтеграції.

Якщо прийняти до уваги глобальні трансформації у сфері монетарних взаємин та фінансової інтеграції, то виникає питання, чи відповідає насправді поточна ситуація якомусь певному відомому образу міжнародної валютної системи?

З позиції підходів до інтерпретації фінансових трансформацій можна побачити чіткий тренд від централізовано-урядової до децентралізованої ринкової фінансової системи. З позиції підходів до інтерпретації зрушень у сфері глобальних монетарних процесів чіткості в поглядах не існує. Наприклад, згідно з аналізованим підходу БВ2 світ набагато більше відповідає ознакам долароцентричної моделі з негнучкими валютними курсами⁵⁴⁹ (Бретон-вудська система), ніж Ямайської, незважаючи на те, що курси між провідними валютами плаваючі, а кількість країн, що офіційно переходять до плаваючого курсу зростає. Е. Роуз більш категоричний, констатує, що сучасну модель слід називати “Бретон-

⁵⁴⁹ Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System // NBER Working Paper. – 2003. – № 9971. // www.nber.org; Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries // NBER Working Paper. – 2004. – № 10332. // www.nber.org; Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // NBER Working Paper. – 2004. – № 10497. // www.nber.org.

вуде навпаки” (табл. 2.14.), оскільки в центрі монетарних процесів є політика цінової стабільності, що операційно забезпечується таргетуванням інфляції, а понад дві третини глобального ВВП виробляється саме за умов експліцитного чи імпліцитного підтримання індексу споживчих цін на рівні, що відповідає конвенціональним умовам цінової стабільності⁵⁵⁰. Дж. Айзенман, у свою чергу, наголошує на тому, що обсяги нагромаджених валютних резервів у країнах з ринками, що виникають, змінюють модель міжнародного монетарного устрою в напрямку більш децентралізованої системи пристосування до шоків та страхування від глобальних валютно-фінансових потрясінь, що, природно, применшує значення та роль МВФ у глобальній економіці⁵⁵¹. Дж. Вільямсон, стоячи на засадах національно-центричного підходу, вважає, що основа нової монетарної системи світу мала би базуватись на поєднанні більш ефективного та дієвого МВФ в сукупності з плаваючими курсами та таргетуванням інфляції⁵⁵².

Неявно, але в кожному з цих підходів проблема глобальної фінансової стабільності розглядається під оптимістичним кутом зору. Наприклад, у випадку БВ2 – вона є наслідком імпліцитних домовленостей між США та Китаєм, коли кожна зі сторін отримує свої вигоди, які можна екстраполювати і на інші країни, що примикають до цієї системи. В підході Е. Роуза та Дж. Вільямсона основний акцент робиться на стабільності режиму таргетування інфляції як антипода внутрішньо нестабільним режимам фіксованих курсів, що за змістом робить таку візію методологічною основою національно-центричного погляду на забезпечення глобальної фінансової стабільності. У випадку Айзенмана стабільність асоціюється із широкими можливостями, які дає гіпертрофія валютних резервів. Акцент на національно-центризмі тут більш неявний, але в поєднанні з баченням Роуза може бути покладений в основу децентралізованої моделі глобальної макрофінансової стабільності (і національний рівень відповідальності за контроль над інфляцією, і національний рівень протистояння валютно-фінансовим потрясінням). Проте такі оптимістичні бачення нової моделі глобального монетарного

⁵⁵⁰ Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting Is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Papers. – 2006. – № 12711. – P. 1 – 31.

⁵⁵¹ Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working Paper. – 2007. – № 13277. – P. 1–19.

⁵⁵² Williamson J. The Future of the International Monetary System // Global Imbalances and Developing Countries: Remedies for a Failing International Financial System / Ed. By J.J. Teunissen and A. Akkerman. – Amsterdam: Forum on Debt and Development, 2007. – P. 129.

порядку варто визнати обмеженими, оскільки, як видно з самого їхнього змісту, вони акцентують на окремих елементах і не беруть до уваги функціонування глобальної монетарної та фінансової економіки як системи загалом. З іншого боку, більш прискіпливий аналіз сучасних процесів у сфері функціонування міжнародного валютного устрою дає змогу побачити, що його контури стають дедалі більш розмитими, а певні ознаки становлення “нових” систем нагадують більш структуровані аспекти більш загального еkleктизму. Таку закономірність можна простежити на прикладі ключових елементів міжнародного монетарного устрою: характер резервних активів, режим валютних курсів, контроль за інфляційними процесами на рівні системи.

Теоретично Ямайський устрій передбачає наявність тільки одного офіційного резервного актива – СДР. Плаваючі курси мали би передбачати відмову від інтервенцій і, відповідно, підтримання частки резервних активів у найбільш ліквідній формі, якою по-суті є деномінація валютних резервів у певний обмежений набір ключових валют. Однак вже саме визначення поправок до Статуту МВФ, яке передбачає можливість вибору режиму валютного курсу, неявно дозволило сформуватися довгостроковій тенденції щодо не реалістичності гнучкого курсоутворення для усіх країн одразу. Модель гнучких курсів не стала моністичним принципом функціонування сучасного монетарного устрою світу, проте відкрила шлях до глибоких диспропорцій, які тільки посилились у процесі експансії глобалізації.

Виникає питання, чому плаваючі курси як наріжний елемент Ямайської моделі, як не дивно, опинились у меншості і почали виходити з неї відносно недавно. Відповідь доволі очевидна. Фіксовані курси виявились найпростішим та найбільш очевидним способом забезпечення контролю за центральним банком та обмежувачем макроекономічної експансії. М'які фіксації продемонстрували намагання скористатися вигодами двох полярних режимів, а гнучкість валютного курсу в сукупності із жорсткою монетарною політикою виявилась складовою макроекономічного вибору багатьох країн тільки наприкінці 1990-х мірою посилення глобальної фінансової інтеграції. Втім, як тільки виникло питання про несумісність гнучких курсів у багатьох країнах з макрофінансовою стабільністю, одразу з'явилось інше – вибір валюти прив'язки та деномінація резервних активів. Саме тут найбільшою мірою сконцентрувався проблемний пласт функціонування глобальних

монетарних процесів, оскільки національні форми контролю за інфляцією з допомогою обмежено гнучких курсів, або ж намагання поєднати гнучкість з визначною траєкторією номінального валютного курсу автоматично породили неявну необхідність ідентифікації з тим чи іншим валютним блоком і, що важливо, виступили джерелом наповнення змістом конкуренції серед ключових валют. В таких умовах сформувалося два фундаментальних процеси, які демонструють розмитість контурів чинного монетарного устрою світу в аспекті резервних активів:

- роль СДР звелась до рахункової складової операцій МВФ та окремої країни. Якщо спеціальні права запозичення задумувались і запроваджувались у 1969 році як спосіб зняти напруження у сфері асиметричного статусу долара в Бреттон-вудській системі задля посилення міжнародної складової врівноваження платіжних балансів, то їх збереження в умовах формування Ямайської моделі слід визнати не більше ніж спробою продемонструвати політ-коректність і не включати певну валюту в систему операцій міжнародних інституцій. В подальшому світ став свідком продовження занепаду ролі СДР в глобальних монетарних процесах⁵⁵³. Відхід від розуміння міжнародної ліквідності як запасу (читай золота для підтримання фіксованих курсів) в напрямку створення рахункових одиниць не змінило самого факту посилення ринкових чинників формування валютних резервів. Завдяки цьому питома вага СДР вже у 1980-х роках у структурі глобальних валютних резервів знизилась до менш ніж 1%. Експансія фінансової глобалізації ще більше підвищила можливості уникнення будь-якої централізованої схеми фінансування дефіцитних платіжних балансів завдяки доступу до приватних ринків капіталу. Так само регіональні угоди між центральними банками щодо валютних свопів продемонстрували наявність вагомих альтернатив системам, в яких міжнародна ліквідність випадає за рамки

⁵⁵³ Наприклад, розуміння того, що роль СДР в міжнародних монетарних процесах деградуватиме, з'явилося ще у раних 1970-х. Дж. Вільямсон, один з тогочасних фахівців МВФ, працюючи над цією проблемою, визнав, що саме намагання побудувати таку систему СДР, яка забезпечила би симетрію у пристосуванні платіжних балансів, наразилась на небажання широкого кола країн жертвувати частиною свого суверенітету. Див.: Williamson J. *The Failure of World Monetary Reform, 1971-1974*. – N.-Y.: New York University Press, 1977. В іншій праці Вільямсон із сумов визнав, що він “присвятив два роки з найкращих у житті, 1972-1974, спробам побудувати більш симетричну міжнародну валютну систему, засновану на СДР”. Див.: Williamson J. *The Future of the International Monetary System // Global Imbalances and Developing Countries: Remedies for a Failing International Financial System* / Ed. By J.J. Teunissen and A. Akkerman. – Amsterdam: Forum on Debt and Development, 2007. – P. 128–129.

автоматичного функціонального елемента монетарної політики чи обмежує попит на неї за подобою ринкового попиту⁵⁵⁴;

• зміни у валютній структурі резервних активів дедалі більше стають елементами глобальних ринкових процесів. Поява такої закономірності цілком логічна, якщо врахувати, що пом'якшення визначень резервних активів з 1922 р. відкрило шлях для конкуренції між провідними валютами, а перехід на плаваючі курси абсолютизував її. Завдяки такій конкуренції поєднання зрушень у макрофінансовій ситуації в центрах емісії резервних валют з екзогенним попитом на них (тобто попитом з боку країн, які пред'являють попит на валютні резерви) привносить елемент системної нестабільності, яку так намагаються нівелювати як апологети плаваючих курсів, так і апологети централізації процесу управління міжнародною ліквідністю. В останньому випадку, як показав досвід краху Бреттон-вудської системи, нестабільність є епіфеноменом конфліктних цілей монетарної політики, отже міститься в самій системі. Однак в першому випадку ситуація є набагато складніша. Це пов'язано з тим, що зміни в структурі глобальних валютних резервів спроможні справляти глибокий вплив як на монетарну політику центрів емісії резервних валют, валютні курси, так і на ліквідність глобальних фінансових ринків (наприклад, якщо під час зміни структури глобальних резервів змінюються валютні курси, які не були передбаченими, то невідповідність новим рівноважним умовам валютної структури активів та пасивів фінансових інститутів може спровокувати фінансові потрясіння на мікрорівні, які з легкістю переносяться на системний рівень). Тобто конкурентний характер визначення статусу резервних валют одразу означає, що і зміни валютної структури глобальної ліквідності стають ринковими, оскільки уможливорюються через функціонування фінансових

⁵⁵⁴ Детальніше див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 334–336. Критичний погляд на проблему СДР можна побачити через призму скепсису про адекватність МВФ як інституції в світі гнучких валютних курсів. Див.: Giannini C. “Enemy of None but a Common Friend of All”? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/10. – Р. 43. Дж. Боутон дивиться на цю проблему з позиції зростаючого значення приватних ринків капіталу. Див.: Boughton J. Reflections on Reform at the IMF and the Demands of a Changing World Economy // IMF. Finance and Development. – 2004. – Sept. – Р. 9–13. З іншого боку, перебування різних країн на відмінних стадіях розвитку фінансової лібералізації та трансформації фінансових систем демонструє, що і зацікавленість у функціонуванні системи СДР є відмінною. Так, розвинуті країни та країни, які нагромадили значні валютні резерви та які мають вільний доступ до ринків капіталу, системи СДР як елемента міжнародної ліквідності не потребують взагалі, тоді як найбільш бідні країни можуть бути зацікавлені у цьому механізмі з огляду на різного роду можливості у сфері полегшення доступу до зовнішнього фінансування та пом'якшення проблеми корекції платіжного балансу в умовах високого рівня бідності. Про це див.: Clark P., Polak J. International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/217. – Р. 1–29.

ринків. Якщо прийняти до уваги кілька кратне зростання глобальних резервів щодо світового ВВП, то і зміни у валютній структурі перших мають набагато більш системне значення, ніж ще 10–15 років тому, привносячи елемент нестабільності у глобальні макрофінансові процеси.

Так, ще у 1980-х роках Р. МакКіннон висунув ідею, згідно з якою нестабільність американської грошової пропозиції, що дестабілізує внутрішні інфляційні процеси та діловий цикл, є наслідком нестабільності екзогенного попиту на долари⁵⁵⁵. Якщо прийняти до уваги пануючу на той час систему таргетування грошових агрегатів, то екзогенні зміни в попиті на валюту дійсно спроможні змінювати і зв'язок проміжних цілей монетарної політики з кінцевими, і структуру та функціональне наповнення грошових агрегатів.

В умовах таргетування інфляції ситуація не стає кращою. Екзогенні зміни в попиті на резервні активи в обсязі та в розрізі валюти деномінації вже меншою мірою зачіпають технологічний каркас монетарної політики, оскільки значення кількісних змінних у системі таргетування інфляції скоріше інформаційне, ніж функціональне, однак вони починають впливати на процентні ставки через канали фінансового ринку. Останній може опинитись у стані незбалансованої ліквідності, або ж акселеруючи експансію кредиту в умовах падіння ставок, або ж обмежуючи кредит при підвищенні ставок. Природно, що все це накладається на високу ймовірність: А) неспівпадіння динаміки ставок з динамікою ділового циклу та стану фінансової системи в центрах резервної валюти; Б) флуктуацій у сфері доступу до фінансування платіжних балансів країн, які не можуть повною мірою покластись на плаваючі курси тощо. В обох випадках посилення суб'єктивних тенденцій у сфері взаємодії міжнародної ліквідності та фінансових ринків призводить до глибоких спотворень у протіканні ринкових імпульсів на стику функціонування глобальної фінансової та монетарної систем. Однак основна причина цього – відсутність симетрії в режимах валютних курсів, інакше би питання резервних активів як системного елемента валютного устрою світу не виникало, принаймні теоретично, відповідно до логіки переходу до гнучких курсів у рамках Ямайської моделі.

Погляд на режим валютних курсів з позиції функціонування міжнародного валютного устрою демонструє подальше примноження

⁵⁵⁵ McKinnon R., An International Standard for Monetary Stabilization. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.

суперечностей, які демонструють загальну системну еkleктику. Примноження таких суперечностей в умовах глобалізації прогресує. На сьогодні можна виділити ряд концептуальних підходів до проблеми валютно-курсних режимів, які демонструють скоріше прагматику пристосовчого монетарного вибору до нового оточення, ніж однозначний вибір на користь якогось базового режиму, що відповідав би умовам цілісності глобального монетарного режиму по типу золотого стандарту чи Бреттон-вудської системи.

Так, підхід з позиції “трилеми” наполягає на тому, що монетарний вибір у відкритій економіці похідний від того, як узгоджується між собою мобільність капіталів та пріоритет внутрішньої (плаваючі курси і автономія монетарної політики від екзогенних процесів) чи зовнішньої (фіксовані курси та стимули для розвитку торговельної інтеграції) рівноваги. У довгостроковій перспективі модель “трилеми” за характером актуалізації нагадує об’єктивність економічного закону і те, що міжнародна монетарна система еволюціонує за таким принципом, не викликає сумнівів⁵⁵⁶. Продовженням або конкретним виразом дії «трилеми» у постбреттонвудській практиці є гіпотеза А. Свободи, яка отримала назву “спорожнення середини” спектру режимів валютних курсів; життєздатними в умовах нарощування мобільності капіталів є тільки полярні режими – плавання та жорстка фіксація⁵⁵⁷. Проміжні режими є проявом суперечливих монетарних цілей, які є “запрошенням” до спекулятивних атак та свідченням того, що ринки спроможні розрізнити здорову стерилізацію коливань валютних резервів та грошової маси та стерилізацію як прояв конфлікту в структурі макроекономічного вибору центрального банку⁵⁵⁸. Альтернативою є підхід, згідно з яким багато країн насправді тяжіють до фіксовано орієнтованих курсів в зв’язку з: “страхом перед плаванням”; намаганнями прив’язатись до більш потужної країни і отримати позитивний гравітаційний ефект; неможливістю здійснювати дисципліновану монетарну політику та контролювати інфляцію в умовах браку інституціонального захисту незалежності центральних банків; бажанням створити стимули для розвитку інтра регіональної торгівлі через прив’язку до валюти третьої країни, здебільшого долара США.

⁵⁵⁶ Про зміст проблеми “трилеми” та її емпіричні наслідки див.: Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility // The Bank of Nederland Conference Papers // www.dnb.nl. Про значення “трилеми” як методологічної матриці еволюції міжнародної валютної системи див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 23–83.

⁵⁵⁷ Swoboda A. Credibility and Viability in International Monetary Arrangements // Finance and Development. – 1986. – № 23. – Р. 15–18.

⁵⁵⁸ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – Р. 1–61.

Табл. 7.1. дає підстави вважати, що в сукупності спостерігається загальна тенденція до руху у бік поляризації режимів валютних курсів за останні 15 років, однак така поляризація чітко ідентифікується тільки з поправкою на те, що запровадження країнами ЄВС єдиної валюти розглядається як жорстка фіксація, замість того, щоб розглядати ЄВС як окрему одиницю з плаваючим курсом. Так само можна стверджувати, що, незважаючи на певне “спорожнення середини”, існує певний поріг відходу від м’яких фіксацій в країнах, які не належать до категорії розвинутих, після чого питома вага країн з такими режимами не змінюється суттєво.

Таблиця 7.1.

Еволюція режимів валютних курсів, %

	1990	1995	2000	2005-2006
Усі країни				
Жорстка фіксація	16,88	18,23	26,37	26,92
М’яка фіксація	67,53	56,91	40,11	45,60
Плавання	15,58	24,86	33,52	27,47
Кількість країн	154	181	182	182
Розвинуті країни				
Жорстка фіксація	4,35	8,33	50,00	54,17
М’яка фіксація	69,57	50,00	12,50	4,17
Плавання	26,09	41,67	37,50	41,67
Кількість країн	23	24	24	24
Країни з ринками, що виникають				
Жорстка фіксація	6,67	9,38	15,63	12,50
М’яка фіксація	76,67	81,25	37,50	40,63
Плавання	16,67	9,38	46,88	46,88
Кількість країн	30	32	32	32
Країни, що розвиваються				
Жорстка фіксація	22,77	22,40	24,60	25,40
М’яка фіксація	64,36	52,00	46,03	54,76
Плавання	12,87	25,60	29,37	19,84
Кількість країн	101	125	126	126

Джерело: Eichengreen B. Exchange Rate Regimes and Capital Mobility: How Much of the Swoboda Thesis Survives? // NBER Working Paper. – 2008. – № 14100. – Р. 17.

Примітка: Дані на основі класифікації А. Бубулі та І. Откер-Роуба. Дані на основі популярної класифікації К. Рейнхарт та К. Рогоффа, які представлені у наведеній роботі Б. Ейченгріна, майже аналогічні. Відмінності стосуються тільки окремих перехідних режимів.

Втім, зростання інтересу до плавання в рамках гіпотези “спорожнення середини” не гарантує посилення симетричності в пристосуванні платіжних балансів з відповідними наслідками для монетарної політики та фінансових ринків.

По-перше, найбільш явне плавання в розвинутих країнах не гарантує, що “трилема” підтверджується повною мірою, що пов’язано із

вже згаданою проблемою більш значного гравітаційного ефекту коливання ставок по доларах, ніж по євро, а також із трансформацією фінансових ринків. Це свідчить про те, що ринки спромагаються передбачити динаміку валютних курсів, тим самим посилюючи залежність в поведінці процентних ставок, викривлюючи принцип автономії монетарної політики від зовнішніх шоків за умов плаваючого курсу, або ж реальна інтеграція посилює тенденцію до корельованої поведінки ставок⁵⁵⁹. З цих міркувань можна говорити не стільки про відносність дії “трилеми”, скільки про те, що повнота її прояву може варіюватись у розрізі ієрархічних рівнів, які задаються координатами строкового горизонту та інноваційності ринків.

По-друге, “страх перед плаванням” та інші форми уникнення фактичної гнучкості курсів також послаблюють дію механізму “трилеми”, окреслюючи контури валютних блоків, наявність яких явно не вписується у концептуальну архітектуру Ямайської системи. З іншого боку, як вже зазначалось, будь-які ухили в бік обмеженої гнучкості курсів одразу ставлять питання про резервні активи та макрофінансову форму поведінки міжнародної ліквідності.

По-третє, збереження вагової питомої ваги проміжних курсових режимів у країнах з ринками, що виникають, та в країнах, що розвиваються, на думку Б. Ейченгріна, засвідчує відсутність альтернатив у вигляді таргетування інфляції, інституціонально захищеної незалежності центрального банку, або ж сформованого валютного союзу, який став би проявом тенденції до фіксованих курсів, але вже у формі спільної валюти⁵⁶⁰. Така лінія аргументів є продовженням тези про те, що незалежність центробанку та жорсткий номінальний якір у вигляді стабільності цін є кращою альтернативою фіксації курсів⁵⁶¹. Як ми вже зазначали у розділі 1–2, таргетування інфляції та реалізація політики цінової стабільності дійсно дуже часто знімає питання про негативні наслідки для економіки значної варіативності валютних курсів, оскільки флуктуації курсів зменшуються мірою прогресу у сфері підтримання низької інфляції та завоювання довіри до монетарних органів.

⁵⁵⁹ Fratzscher M. The Euro Bloc, The Dollar Bloc and The Yen Bloc: How Much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World // ECB Working Paper Series. – 2002. – № 154. – P. 5–43.

⁵⁶⁰ Eichengreen B. Exchange Rate Regimes and Capital Mobility: How Much of the Swoboda Thesis Survives? // NBER Working Paper. – 2008. – № 14100. – P. 1–22.

⁵⁶¹ Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. – Fall 2000. – P. 1–20.

Втім, позиція Ейченгріна, як контр-аргумент Свободі, неявно передбачає, що таргетування інфляції та інституціональні реформи центробанків є надбаннями еволюції останніх безвідносно до того, у якому середовищі вони оперують⁵⁶². Бачення глобальної стабільності як такої, що є похідною національно-центричного розуміння ефективності центральних банків, по-суті, перетворилось на своєрідний ідеал легкодосяжної гармонії у глобальних монетарних взаєминах. Водночас, найбільш слабким місцем такого підходу є те, що він не враховує ряд структурних зрушень, які випливають зі зростаючих потоків капіталу та фінансових дисбалансів. Мається на увазі, що, принаймні, дві впливові тенденції забезпечують виникнення глобального резонансу від уникнення курсової гнучкості, яка, водночас, і не може розглядатись як альтернатива у вигляді фіксації курсів, і яка явно засвідчила, що апологетика конкуренції у сфері резервних валют та гнучких курсів не передбачала такі масштабні наслідки від обмежень на курсові коливання. Такими тенденціями можна назвати:

- намагання обмежити курсову динаміку в певному з напрямів відповідно до стану глобальних фінансових ринків та внутрішніх макроекономічних процесів. Так, намагання обмежувати курсову динаміку вниз панувало в країнах з ринками, що виникають, з періоду виходу зі смуги макроекономічної нестабільності 1980-х років. У такий спосіб у добу глобалізації сформувалась своєрідна перша хвиля зростаючого попиту на резервні активи. Попит на них розглядався одразу і як спосіб забезпечення виходу на міжнародні приватні ринки запозичень, і як спосіб контролю за інфляцією в умовах посилення образу цінової стабільності як пріоритету макрополітики в оточенні зростаючих потоків капіталу. Валютно-фінансові кризи 1990-х продемонстрували вразливість такої стратегії. Зростаючий курс долара тільки посилив зовнішню вразливість тих країн, які обмежували гнучкість вниз своїх валют. Відносно низька ліквідність глобальних ринків капіталу породжувала ситуацію підвищення вимог до позичальників, що ще більше заохочувало підтримку курсів та попит на резерви. Після Азійської кризи ситуація змінилась. Обмеження динаміки курсу вверх почало розглядатись як

⁵⁶² Ми ж наполягаємо, що саме середовище глобалізації актуалізувало такі трансформації. Див. розділ 1-2, а також ряд інших робіт: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – 512 с.; Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – 320 с.; Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – 192 с.

найпростіший спосіб забезпечення профіциту платіжного балансу та зростання резервів, спираючись на мотив підтримання глобальної конкурентоспроможності (монетарний меркантилізм), чи страхування від криз, що опосередковуються реверсами потоків капіталу. В сукупності із падаючим доларом та експансією міжнародної ліквідності кондиції фінансових ринків змінились. Перенасичення ліквідністю почало переростати в самодостатнє джерело пошуків доходності та масованого припливу капіталів на ті сегменти фінансових ринків, які ще не потрапили у силову вісь формування глобальної рівноваги⁵⁶³. В підсумку обмеження курсової динаміки в кожен з боків у таких масштабах не просто не відповідає логіці постбретонвудських монетарних імперативів. У випадку обмеження динаміки вниз нарощуються проблеми із зовнішніми запозиченнями та переоцінкою валюти, а у випадку обмеження руху курсів вверх формуються глобальні дисбаланси. Обидва випадки переростають у однаково вагоме джерело нестабільності, яке впливає з логіки самої Ямайської моделі, коли не існує жодних легітимних способів впливу на курсову політику на системному рівні. Винятком є інфляція, але в умовах довіри до центральних банків та дезінфляційної тенденції, що пов'язується з глобалізацією, даний спосіб втрачає свою надійність (принаймні як ранній індикатор чи як форма вираження дієвості “трилеми”);

- поява обоюдно небезпечних наслідків альтернативних шляхів пристосування до припливу значних обсягів міжнародного капіталу. Так, як показують емпіричні дослідження ситуації на валютних ринках, практично в усіх регіонах світу тривалий час спостерігався підвищувальний тиск на валюти. Втім, так само спостерігається повсемістне намагання обмежити рух курсів вгору завдяки зростанню валютних резервів⁵⁶⁴. Спільну компоненту у відповіді на цей тиск все ж

⁵⁶³ Наприклад. Якщо простежити за процесом інтеграції фінансових ринків країн з ринками, що виникають, з глобальним, то можна побачити своєрідну фазово-сегментну дихотомію. Відкриття або зростання доступності для нерезидентів одного ринку насичує його спекулятивним припливом капіталів. Згодом це призводить до переоцінки як відповідного фінансового інструменту, так і валюти, зокрема внаслідок розігріву кон'юнктури і зростаючих можливостей у сфері споживання. Далі відбувається криза або охолодження такого сегмента ринку. Посткризовий період характеризується відновленням з тим рівнем активності нерезидентів, який загалом кореспондує з глобальними рівноважними процесами відносно доходності, ризику, спредів тощо. Це перша фаза. Друга фаза починається тоді, коли стає доступним інший сегмент, що включається в систему фінансової інтеграції і так далі, аж поки усі можливі і неможливі активи не будуть включенні в систему глобального спільного знаменника. Якщо подивитись більш предметно, то можна стверджувати, що першу фазу започатковує ринок облігацій, далі, як правило, слідує ринок акцій, пізніше ринок нерухомості, спеціалізовані активи (банківських чи страхових компаній), іпотека, аж до земельних активів.

⁵⁶⁴ Managing Large Capital Inflows. Chapter 3. // IMF. World Economic Outlook. – 2007. – P. 13.

такі важко назвати консолідованим чи колективним уникнення ревальвації щодо долара. Однак це засвідчило те, що якщо цілі регіони опиняються в стані масштабного припливу капіталів (в цьому випадку не має значення, чи це обумовлено структурними змінами у сфері глобальних заощаджень, чи циклічним підвищенням ліквідності глобальних ринків капіталу, чи структурними зрушеннями у сфері фінансової глобалізації, наприклад, зниженням дії ефекту домашнього зміщення тощо), то їхня реакція у вигляді зростання валютних резервів стає глобально значимою детермінантою взаємопідсилення глобальних дисбалансів та експансії глобальної ліквідності. Окрім того, що сам даний факт можна кваліфікувати як загрозу глобальній макрофінансовій стабільності (див. вище), він є відправним пунктом виникнення нових джерел нестабільності. Зокрема, в умовах масштабних припливів капіталу більшість національних економік опиняється перед проблемою експансії внутрішнього попиту, навіть за умов, коли такий приплив поповняє резерви, а не ревальвує курс. При цьому, чим м'якшою є макроекономічна політика в моменти припливу капіталів, тим більш жорсткою буде криза, або тим глибшою буде рецесія, коли потоки зупиняються. Також, існують чіткі свідчення про те, що динаміка реального ВВП та внутрішнього попиту після припливу нижча, ніж у період до припливу і тільки на момент піку – найвища. Платіжний дефіцит та реальний ефективний курс реагують подібно⁵⁶⁵. Такі наслідки масштабних припливів капіталу нагадують грошову ілюзію, коли пом'якшення макроекономічних умов спочатку розігриває економіку, але такі зміни все ж таки є більше номінальні, ніж реальні.

Звідси видно, що масштабні припливи капіталів, які були би неможливі без структурних змін у сфері фінансової глобалізації та характерних монетарних взаємин між дефіцитними і профіцитними країнами, наражають практично усі країни з ринками, що виникають, на дилему: чи реагувати з допомогою валютного курсу, відсікати спекулятивну компоненту вхідних потоків і погіршувати глобальну конкурентоспроможність, чи збільшувати резерви, тим самим і поглиблюючи проблему глобальних дисбалансів, і наражаючи економіку на перегрів та подальше підвищення вірогідності кризи. Можна було би не

⁵⁶⁵ Ibid. – Р. 16. Це дослідження показує, наскільки важливою є фінансова політика, яка має застосовуватись для стримування внутрішнього попиту в умовах перегріву економіки внаслідок припливу капіталів. Однак переважно фінансові рішення проциклічні, тобто такі, які не відповідають логіці стримування перегрітої кон'юнктури.

виводити на передній план даний набір альтернатив, оскільки він досить відомий економічній науці з часів Азійської кризи. Однак, чим більш масштабними ставатимуть дисбаланси, а глобальні ринки капіталу переобтяжені ліквідністю, тим більш обмежувачими для національного макроекономічного маневру будуть такі альтернативи і тим більш деструктивною буде кожна з них, особливо коли фоновий рівень системної нестабільності зростатиме. В умовах же колапсу фінансових ринків та кризи ліквідності ситуація мало чим відрізнятиметься. Навпаки, вона демонструватиме, що чим більшою мірою країни покладаються на приплив капіталів, тим глибшою буде рецесія та криза фінансування платіжного балансу.

В сукупності ці тенденції засвідчують найбільшу прогалину чинного монетарного устрою світу – відсутність контролю за інфляційними процесами на системному рівні, зважаючи на те, що відсутність справжнього плавання курсів та обмежений вибір резервних валют одразу перетворює попит на резерви у фактор експансії глобальної ліквідності. Мається на увазі, що покладання на те, що коливання курсів відображатиме інфляційні диференціали, тим самим обмежуючи можливості одночасної колективної монетарної експансії, себе не виправдали. Цю ситуацію можна простежити, незалежно від характеру тлумачення глобальної ліквідності чи то як запасу (в ролі запасу може виступати або монетарне золото, або глобальні валютні резерви, чи валютні резерви + доларова готівка тощо), чи то як приросту грошової маси в розвинутих країнах в сукупності з низькими процентними ставками у світі⁵⁶⁶. З теоретичної точки зору можна побачити певний зв'язок між кількісним (обсяг резервів) та якісним (процентні ставки) станом глобальної ліквідності. Такий зв'язок можна умовно розділити на наступний набір каналів, в межах кожного з яких формуватимуться свої специфічні наслідки для фінансової стабільності:

- канал “процентні ставки – грошова маса”. В рамках цього каналу експансія глобальної ліквідності опосередковується м'якою монетарною політикою в розвинутих країнах, або у вужчому розумінні – в центрах емісії резервної валюти. Більш м'яка політика відкриває можливості для актуалізації цілого набору подальших змін. По-перше, це прямий вплив

⁵⁶⁶ Огляд дискусій з приводу тлумачення глобальної ліквідності див.: Clark P., Polak J. International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/217. – P. 1–29.; Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. – № 911. – P. 5–25.

зростання грошової пропозиції на стан фінансових ринків, ліквідність яких зростає, отже активізуються інтенції щодо пошуку дохідності, що забезпечує приплив капіталів до решти країн, що збільшує у них валютні резерви. По-друге, м'якша політика заохочує експансію сукупного попиту, тим погіршує платіжний баланс у країнах-центрах емісії резервних валют, що створює сприятливі можливості для їх фінансування завдяки припливу капіталу з тих країн, які знаходяться у стані збільшення попиту на резерви. Варто зазначити, що в рамках цього каналу принципово важливого значення набуває режим монетарної політики в країні, валюта якої розглядається як резервна. Так, таргетування процентних ставок у рамках кейнсіанського підходу ув'язувало їх динаміку з внутрішнім діловим циклом, а обмеження на потоки капіталів робило цей канал дуже вузьким. Таргетування грошової маси формувало кількісні обмеження на приріст грошових агрегатів, внаслідок чого масштабний приріст глобальної ліквідності міг відбуватись тільки тоді, коли центральний банк усвідомлював наявність значного екзогенного попиту на його валюту, пристосовуючись до цього оперативними корекціями грошової пропозиції. Інакше, екзогенний попит на валюту для формування резервів у рамках заданого приросту грошової маси резервної валюти просто би перерозподіляв сукупний попит між центром емісії останньої та країною, що пред'являє попит на резерви. Тобто, в такому випадку грошова маса не забезпечувала би певний визначений *ex ante* центробанком набір одиниць сукупного попиту “дома”, а перетікала би “за кордон” у вигляді сформованих валютних резервів. В такому випадку глобальний приріст сукупного попиту був би суттєво обмежений, хоча країна з ключовою валютою опинялась би в стані привнесення екзогенних шоків (тобто характерний випадок, описаний МакКіноном). Таргетування інфляції та довіра до центробанку ситуацію ускладнює. Підтримання цінової стабільності в такому режимі допускає, що поведінка грошової маси може бути досить вільною. Ключова роль кореспонденції між процентними ставками та інфляційними очікуваннями уможливорює ситуацію, коли поведінка грошової маси може бути некерованою. Довіра до політики допускає, що реакція на шок також може бути більш гнучкою, тобто підвищення ставок та експансія грошових агрегатів може продовжитись. У такому випадку фінансові ринки можуть опинитись у стані переобтяження ліквідністю навіть тоді, коли поточні інфляційні очікування ще не скоро сигналізуватимуть про необхідність підвищення ставок, створюючи сприятливе підґрунтя для дефіциту платіжного

балансу в одних та експансії валютних резервів в інших. Завдяки цьому, в рамках такого режиму ймовірність розкручування дисбалансів відповідно до логіки перенасичення ліквідністю фінансових ринків дуже висока, що відповідає “ньюенвайронменталістському погляду” на проблему зв’язку між ціновою та фінансовою стабільністю;

- канал “процентні ставки – валютні резерви”. Як вже неодноразово зазначалось, підвищення попиту на валютні резерви у світі призводить до зниження глобальних процентних ставок. Профіцитні платіжні баланси та приплив капіталів, як джерела формування валютних резервів, разом перетворюються на глобальні джерела попиту на активи, тим самим знижуючи глобальні рівноважні ставки. Завдяки цьому експансія глобальної ліквідності опиняється в стані додаткових ендогенних стимулів. По-перше, країна емітент резервної валюти отримує легкий доступ до фінансування, завдяки чому внутрішній ринок отримує додаткові можливості та ресурси, які спрямовуються як на згладжування внутрішнього споживання (посилення тиску на дефіцит поточного рахунку), так і на більш ризикові інвестиції закордон (посилення тиску на резерви приймаючих країн). По-друге, країна, яка збільшує резерви, отримує додаткові можливості щодо залучення капіталу, оскільки в очах глобальних інвесторів їхні вкладення розглядатимуться як імпліцитно застраховані. Приплив капіталу збільшує внутрішню ліквідність приймаючої країни, тим самим створюючи додаткові стимули для забезпечення номінальних споживання та інвестицій. В обох випадках зниження ставок у сукупності із збільшенням резервів може призвести до автономного зміщення у бік більш прийняттого ставлення до ризику. Більш ризикова поведінка в глобальних масштабах може суттєво похитнути фінансову стабільність завдяки тому, що дієвість алокаційного механізму “відсікання” поганих проектів послаблюватиметься. Іншою проблемою є те, що в умовах швидкого зростання глобальної ліквідності та низьких ставок дуже важко визначити, завдяки чому падають спреди. Чи це обумовлено тільки факторами ліквідності, чи ставленням до ризику. Сам факт можливості третього варіанту, коли зміни ставлення до ризику детермінуються змінами в обсягах ліквідності і є найбільш небезпечним, оскільки завжди генеруватиме посилення морального ризику внаслідок того, що валютні резерви в ролі запасу розглядаються як гарантія вкладень у профіцитну країну, а валютні резерви в ролі попиту – як гарантія вкладень у дефіцитну;

• канал “валютні резерви – грошова маса – процентні ставки”. В цьому випадку експансія ліквідності визначається тим, як у країнах, де є збільшення резервів, зростання грошової пропозиції робить фінансові умови дуже м’якими. Такі внутрішні процеси зумовлюють пришвидшення сукупного попиту та вартість активів, що відкриває шлях для подальших номінальних змін.

З аналізу цих каналів видно, що національна модель забезпечення цінової стабільності не гарантує, що експансія глобальної ліквідності опиняється під контролем, тим самим залишаючи відкритим питання про контроль над тими світовими цінами, які знаходяться у зв’язку з нею і які не знаходяться прямо в зоні моделі ухвалення центробанками рішень щодо контролю за внутрішньою інфляцією. З цього випливає, що глобальні умови змінюють зв’язок між монетарною експансією в одній чи декількох країнах та рештою світу. За прикладом останніх років функціонування Бреттон-вудської системи такий зв’язок в основі мав експансію в центрі емісії резервної валюти, що через систему фіксованих курсів розповсюджувалась на решту світу. В теперішніх умовах монетарна експансія в центрі резервної валюти та підвищення попиту на резерви в решті світу однаково детермінують експансію глобальної ліквідності.

Монетарна етимологія експансії глобальної ліквідності, яка однаково відображає динаміку валютних резервів світу та підтримання низьких процентних ставок, знаходить емпіричні підтвердження⁵⁶⁷. Інфляційні ж наслідки цього у вигляді зростання світових цін на первинні ресурси також легко розпізнати в аналізі зв’язку між динамікою валютних резервів, процентних ставок та первинних ресурсів⁵⁶⁸. Як наслідок, розмитість контурів міжнародної валютної системи дає найбільшу слабину у сфері контролю за глобальною інфляцією. Проблема полягає у тому, що найбільш реактивний компонент глобальної інфляції – ціни на первинні ресурси, опиняються поза контролем і починають реагувати на антиінфляційні заходи тільки тоді, коли боротьба з інфляцією на національному рівні може перерости у проблему рецесії. Це впливає з того, що системи таргетування інфляції забезпечують реакцію

⁵⁶⁷ Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. – № 911. – P. 5–25.

⁵⁶⁸ Щодо каналу валютних резервів див.: Козюк В. В. Глобальний монетаризм та актуальні проблеми кількісної теорії // Економіка України. – 2008. – № 8. – С. 24–35. та розділ 3. Щодо каналу процентних ставок див.: Krichene N. Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/130. – P. 1–26.

центробанку в межах поточної інфляційної ситуації. Коливання цін на первинні ресурси тут сприймається як транзитивний шок, а у випадку, коли шок стає більш тривалий, монетарна реакція формулюється відповідно до того, наскільки номінальна негнучкість в часі перекриває чи не перекриває час, необхідний для зворотної поведінки світових цін. Це є природне припущення з точки зору наявності раціональних очікувань та центробанків, що користуються довірою. Світові ціни можуть відреагувати відповідно до сигналів, що подаються монетарними органами. Однак у випадку, коли світові ціни стають дедалі більше детермінованими глобальними дисбалансами, їх поведінка відривається від досягнення цінової стабільності на національному рівні. На них впливають фактори глобальної ліквідності та швидке поширення стимулів для споживання та інвестицій по світу. Оскільки між глобальною ліквідністю та дисбалансами існує зв'язок, то розкручування спіралі останніх породжує інфляцію світових цін, яка вже не може бути зведена до транзитивного шоку, а починає дедалі більш наполегливо впливати на поведінку цінних індексів в усьому світі, викликаючи і занепокоєння з приводу перспектив контролю за інфляцією, і перестороги з приводу того, як в таких умовах зберегти економічне зростання та глобальні конкурентні переваги у ціновому спектрі. Відрив інфляції цін на первинні ресурси від національно орієнтованих систем забезпечення цінової стабільності могло сформуватись виключно в умовах, коли спіраль глобальних дисбалансів випала за межі стратегічної та тактичної панорами монетарної політики. Таке розщеплення інфляції дуже подібно до проблеми лагів, однак у цьому випадку дещо відмінне за змістом.

Відсутність системного контролю за експансією ліквідності в глобальній економіці загалом призводить до того, що національним моделям забезпечення цінової стабільності зростання вартості первинних ресурсів загрожуватиме тоді, коли дисбаланси сягнуть значних масштабів, фінансові бульбашки опиняться на межі вибуху, а фінансовий цикл – напередодні обвалу. Звідси процентні ставки завжди втрачатимуть свою функціональну ефективність. Їх зростання буде необхідне з метою зниження інфляції, стабілізації очікувань та обмеження експансії глобальної ліквідності, а їх зниження буде необхідне з точки зору компенсації проциклічності фінансової системи на фазі спаду. Посуті, виконання центробанками функції кредитора останньої інстанції може йти всупереч з потребою здійснення більш жорсткої політики задля

стримування експансії ліквідності у глобальних масштабах. Характерний приклад – дії ФРС впродовж 2007–2008 років. Наприклад, під час розгортання кризи на американському фінансовому ринку тільки одноденні операції оцінювались у млрд. дол. Зокрема, 17 та 20 грудня 2007 р. ФРС здійснила операцій з підтримки ліквідності по 20 млрд. дол., 24 та 28 січня й 11 лютого 2008 р. – по 30 млрд. дол. США⁵⁶⁹. Якщо ж подивитись на загальний алгоритм поведінки провідних центробанків під час фінансових потрясінь цього періоду, то практично усі вони синхронно забезпечили пом'якшення доступу до джерел поповнення ліквідності, подовжили строковість пасивів фінансових установ, збільшили фізичні обсяги допомоги установам, які потребували екстреної підтримки чи структурної корекції активів та пасивів за строками⁵⁷⁰. На прикладі ФРС С. Кечетті аргументує наявність як стандартного, так і експериментального (експериментування на ходу) підходу до управління банківською ліквідністю, що, за будь-яких обставин, роздуло внутрішні активи даної установи, тобто збільшило внутрішню грошову пропозицію⁵⁷¹.

Фактор синхронної поведінки центробанків щодо підтримки фінансового сектору особливо важливий не стільки з міркувань глобальної взаємозалежності та фінансової інтеграції, скільки з точки зору конфігурації засобів підтримання глобальної фінансової стабільності. Демонстрація конфліктності цілей та суперечливості наслідків особливо чинна. Підтримка фінансового сектору дала змогу уникнути значних потрясінь на фінансовому ринку та їх поширення на реальний сектор. Завдяки цьому вдалося запобігти поширенню по глобальній економіці тенденції до стискання торгівлі та появи тенденції до рецесії. З іншого боку, такі масштабні фінансові пакети допомоги фінансовому сектору дуже швидко перетворюються на додатковий імпульс експансії глобальної ліквідності з подальшим тиском у бік розгортання дисбалансів та зростання світових цін. Абсолютно не випадково, що рекордні ціни на нафту та карколомне зростання цін на сільськогосподарську продукцію у світі відбулося практично на фоні акцій з підтримки фінансового сектору з боку провідних центробанків.

⁵⁶⁹ Chailoux A., Gray S., Kluh U., Shimizu S., Stell P. Central Bank Response on the 2007-08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/210. – P. 24.

⁵⁷⁰ Ibid. – P. 1–54.

⁵⁷¹ Cecchetti S. Crisis and Responses: the Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008 // NBER Working Paper. – 2008. – № 14134. – P. 1–14.

Тут яскраво простежується ситуація, коли підтримка ліквідності фінансового сектору в умовах глобалізації дуже швидко “обростає” зовнішніми ефектами, які на фоні довгострокової тенденції до підвищення світових цін перетворюються на потужний фактор експансії глобального попиту та глобальної інфляції саме тоді, коли боротьба з нею мала би вимагати більш жорсткої поведінки з боку монетарних органів. Активізація ж інфляційних процесів та послідуєчий перехід до більш жорстких монетарних умов насправді підкреслив, що фінансові кризи в сукупності із загрозами інфляції може посилити проблему глобальної волатильності на фінансовому ринку. Наприклад, дії монетарних органів щодо підтримки фінансового сектору створюють підґрунтя для падіння ставок, заохочуючи глобальну інфляцію, а коли вона починає переростати з інфляції цін на первинні ресурси, тобто із абстрактної світової форми в інфляцію споживчих цін, які мають конкретне національне значення, – центробанки починають підвищувати ставки. Вже значне нависання глобальної ліквідності, активність фондів суверенного багатства, приплив капіталів з профіцитних країн створили певний буфер, що пом’якшив волатильність, але за інших обставин немає гарантій, що така волатильність не призвела би до більш глибоких наслідків, наприклад у сфері дестабілізації потоків капіталу та погіршення умов доступу до фінансування платіжних балансів, загрожуючи поверненням до традиційних криз валютного курсу. Звідси пряма дорога до виходу на глобальний рівень традиційної дилеми: або згладжування шоку і загроза посилення інфляції, або погіршення ситуації у фінансовому та реальному секторі і рецесія. Це те зачароване коло, з якого намагались вийти центробанки, переходячи на неокласичну модель реалізації монетарної політики, здобуваючи довіру та забезпечуючи цінову стабільність. Якщо на національному рівні вихід з такого кола можливий завдяки факту довіри та окресленій зоні відповідальності, то у випадку світових цін довіра до центробанків не спрацює, оскільки наразі не існує глобалізації такої довіри порівняно з тим, якою є глобалізація інфляціогенних факторів: довіра залишається прив’язаною до конкретного центробанку, а зростання цін на первинні ресурси – до експансії глобальної ліквідності.

З іншого боку, відсутність системного контролю за глобальною ліквідністю, отже – інфляцією світових цін, буде розтягувати в часі механізм номінальної корекції. Мається на увазі, що національно-центрована монетарна політика, яка реагує більшою мірою на індикатори

внутрішнього балансу, пропускає появу моменту, коли глобальний попит настільки розігріє ціни на первинні ресурси, що вони починатимуть впливати на національні ціни. І тільки тоді, коли тиск на останні стане суттєвий, перехід до рестрикційної політики дасть змогу обмежити попит і тільки тоді загальмувати світові ціни, коли всередині країни можуть виникнути ознаки рецесії, які вимагатимуть знову таки пом'якшення політики. Посуті, відрив моделі монетарної політики, що є національно-центрованою, від глобалізованої моделі поведінки світових цін привносить у монетарну політику додаткову проциклічність, що розхитуватиме діловий цикл не стільки завдяки вадам сучасного монетарного режиму (таргетування інфляції, незалежний центробанк, орієнтація на раціональні очікування), скільки завдяки тому, що екзогенність шоку має глобальний характер, а пристосування до нього – національний.

Проциклічність, фінансова нестабільність, потоки капіталу та валютні резерви

Якщо подивитись на сучасне фінансове оточення міжнародного валютного устрою, то можна побачити разючі відмінності з тим періодом, коли заклалися визначальні риси останнього. Трансформація глобальної фінансової системи окреслила нову грань нестабільності у сфері глобальних монетарних процесів, і в даному випадку вона пов'язана не стільки з внутрішнім змістом розмитих контурів такого устрою, скільки з появою нових рис у сфері фінансів: децентралізацією, посиленням значення ринкових інституцій і, як наслідок, проциклічністю. Актуалізація останньої справила потужний вплив на необхідність перегляду звичних індикаторів макрофінансової стабільності, а також спектр проблем, які адресуються сучасним центральним банкам. Поєднання проциклічності з властивістю відтворювати дисбаланси на системному рівні вже вийшло за рамки національно-центричного аналізу проблеми підтримання стабільності у сфері макроекономіки та фінансових ринків, оскільки виявилось невід'ємним елементом протікання монетарних процесів глобального рівня. Перенесення проблеми проциклічності фінансової системи на глобальний рівень одразу ставить питання про те, що потоки міжнародного капіталу мають яскраво

виражену проциклічну складову⁵⁷². З іншого боку, зростання обсягів потоків капіталу призводить до загострення проблеми валютних резервів та валютних курсів, що адресує системну нестабільність сфері платіжних дисбалансів.

У цьому випадку можна побачити переплетення структурних зрушень та структурних асиметрій у сфері глобальних монетарних та фінансових процесів, які демонструють вразливість глобальної стабільності:

- розмиті контури Ямайської валютної системи дають змогу режимам валютних курсів варіюватись, а поведінка курсів набагато ближче до обмеженої гнучкості, що призводить до проблеми вибору валюти прив'язки, а від так і до проблеми визначення і поведінки глобальної ліквідності;

- система глобальної ліквідності спирається на принцип конкурентного протиборства ключових валют (які є хартальними, тобто обумовленими не фізичними вартісними обмеженнями, а інституціональними у вигляді поведінки центральних банків) з яскраво вираженим асиметричним перекосом на користь долара США;

- країни з ринками, що виникають, виявились джерелом потужного рівноважного зміщення попиту на глобальну ліквідність, що призвело до виникнення нової конфігурації структурних факторів її динаміки, підтримання та наслідків її експансії;

- таке рівноважне збільшення попиту є, принаймні частково, результатом намагань забезпечити самострахування від руйнівних глобальних валютно-фінансових потрясінь;

- одним з потужних джерел забезпечення такого попиту є приплив капіталів. Якщо утримання від руху курсу вгору задля підтримання конкурентоспроможності, або своєрідне таргетування профіциту платіжного балансу є активною формою забезпечення самострахування та відповідного збільшення резервів, то згладжування впливу руху капіталів на валютні курси з допомогою резервів є пасивною формою. В

⁵⁷² Як видно з попереднього аналізу, проциклічність розглядається як виклик монетарним процесам з точки зору поведінки фінансових бульбашок та їх наслідків для динаміки макроекономічних процесів. Експерт ООН, професор Ж.-А. Окампо чи не вперше ставить питання про те, що проблема проциклічності може бути адресована і системі резервних активів, що базується на національних грошах. Водночас, основний акцент у цій роботі здійснюється на проблемі того, як поєднання імперфекцій ринку капіталу з проциклічністю обумовлюють ризики у сфері монетарної політики країн з ринками, що виникають, які надзвичайно чутливі до системи міжнародної ліквідності, що склалась. Див.: Ocampo J.-A. The Instability and Inequities of the Global Reserve System // UN Department of Economic and Social Affairs Working Paper. – 2007. – № 59. – P. 1–17.

останньому випадку ув'язка “приплив капіталів – експансія валютних резервів” стає наріжним каменем пристосування національної монетарної політики до глобальних фінансових умов;

- якщо потоки капіталу в умовах трансформації глобальної фінансової системи мають яскраво виражену проциклічну складову, то вона автоматично переноситься не на валютні курси і платіжні баланси, отже реальний сектор, а на ланку “потоки капіталів – валютні резерви”, тим самим накладаючи на проциклічність як результат внутрішньої трансформації фінансової системи та її інтеграції з глобальною проциклічність, що впливає із флуктуацій ліквідності, викликаних реакцією монетарних органів у вигляді управління валютними резервами на вектор потоків капіталу;

- у поєднанні з рівноважним підвищенням попиту на резерви, проциклічність у ланці “потоки капіталу – валютні резерви” відтворюється у ланці “валютні резерви – глобальні фінансові дисбаланси”, тим самим привносячи елемент нестабільності як у спектр фінансових, так і монетарних процесів глобального рівня. В першому випадку це стосується проблеми фінансових бульбашок, поведінки спредів, ставлення до ризиків, векторів потоків капіталу. В другому – раптових та масштабних змін у сфері валютних курсів, а також флуктуацій у сфері глобальної інфляції.

З огляду на те, що питання резервних активів центральне у визначенні будь-якого міжнародного валютного устрою світу, то джерела їх формування стають одразу фундаментальним фактором протікання усього спектру глобальних макрофінансових процесів. Особливо, коли такі резервні активи за визначенням є валютою, що емітується центральними банками. Незважаючи на значний профіцит платіжних балансів, потоки капіталу залишаються найважливішим джерелом збільшення резервних активів в світі за останнє десятиліття (табл. 7.2.).

Таблиця 7.2.

Джерела акумулювання резервів в країнах, що розвиваються, % ВВП

	1995	1997	1999	2001	2003	2005
Потоки капіталу	3,8	2,4	0,9	1,1	3,0	1,3
Поточний рахунок	-1,9	-1,5	-0,3	0,1	1,4	2,8

Джерело: Ocampo J.-A. The Instability and Inequities of the Global Reserve System // UN Department of Economic and Social Affairs Working Paper. – 2007. – № 59. – P. 11.

Так, у 1990-х саме потоки капіталу забезпечували збільшення резервів, покриваючи, окрім цього, дефіцитні платіжні баланси країн, що розвиваються. У 2000-х ситуація змінилась на користь профіцитних платіжних балансів. Однак у розрізі регіонів світу потоки капіталу продовжують залишатись домінуючим джерелом збільшення резервів у 2000-х, окрім Східної Азії. Так, у Східній Азії за 2001–2005 рр. поточний рахунок забезпечив 17,7% збільшення резервів, а чистий приплив капіталів – 12,2%. В Центральній та Східній Європі, відповідно, – 5,2% та 13,5%, в Латинській Америці та Карибах – -1,0% та 6,2%, на Близькому Сході та Північній Африці – 2,9% та 15,4%, в Південній Азії – 2,9% та 11,8%, в Африці, південніше Сахари, – 2,1% та 7,2%⁵⁷³. Завдяки цьому питання потоків капіталу одразу стає питанням про:

- характер взаємозв'язку між проциклічністю та стабільністю у макрофінансовій сфері глобальної економіки, оскільки, якщо послуговуватись логікою мотиву самострахування, вона залежить саме від резервів, що, однак, не означає, що так є насправді;

- вузький діапазон можливих рішень приймаючих країн, в основі якого знову-таки опиняється макроекономічна реакція у вигляді зміни обсягів резервів. У цьому випадку можна побачити збіг орієнтиру на збільшення резервів з метою самострахування та можливостей, які дає масштабний приплив капіталів.

Проте такий збіг аж ніяк не гарантує, що глобальна фінансова стабільність буде підтримуватись у такий спосіб загалом. Вужчим тлумаченням буде припущення, що рух у бік вищої стабільності синхронізується з циклічною фазою нарощування припливу капіталів, а відхід від стабільності за протилежної ситуації. Причина неадекватності такого і широкого і вузького розуміння проблеми виходить за межі традиційного розуміння негативних наслідків гіпертрофії резервів⁵⁷⁴, а стосується системних моментів.

⁵⁷³ Ocampo J.-A. The Instability and Inequities of the Global Reserve System // UN Department of Economic and Social Affairs Working Paper. – 2007. – № 59. – P. 12.

⁵⁷⁴ Так, до таких традиційних проблем можна віднести: прискорення інфляції, поява квазіфіскальних втрат, надлишкова ліквідність банківського сектору, зростання вартості активів, збільшення схильності до спекуляцій тощо. Ці питання ми вже розглядали в контексті аналізу гіпертрофії глобальних валютних резервів. Однак у цьому контексті про це доречно згадати з точки зору того, що такі проблеми привносяться в економіку багатьох країн з огляду на зростаючі масштаби спрямування капіталу до них. Макроекономічне пристосування до припливу капіталів у будь-якій формі не позбавлене втрат добробуту, на чому наголошується у розвідках з проблеми припливу капіталу. Див.: Ocampo J.-A. The Instability and Inequities of the Global Reserve System // UN Department of Economic and Social Affairs Working Paper. – 2007. – № 59. – P. 1–17.; Managing Large Capital Inflows. Chapter 3. // IMF. World Economic Outlook. – 2007. – P. 1–29.

Перше. Спроби представляти попит на резерви як функцію від певного параметра відкритості мають внутрішній недолік. Такий попит має потужну ендогенну складову, і експансія глобалізації завжди його підживлюватиме. Більш продвинуті підходи намагаються врахувати стан середовища, в якому актуалізується попит на резерви, припускаючи, що одні тільки фізичні параметри відкритості не говорять про нагромадження ризику дестабілізацій, потрясінь тощо, вражаючою країни формою чого є реверси в потоках капіталу. Однак спроби спертись на стан глобального фінансового середовища при визначенні лінії поведінки у сфері попиту на резерви мають дуалістичні наслідки. Такі функції дають чіткий орієнтир щодо того, що самострахування з допомогою резервів прив'язується до певного емпіричного паттерна. Нагромадження ризиків та нестабільності, що може мати широку палітру виразів (погіршення ліквідності у фінансовому секторі, потрясіння на валютно-фінансових ринках, зрушення в ставленні до ризику, інвестиційні переорієнтації в розрізі сегментів ринку, реальні шоки тощо), штовхає до підвищення попиту на резерви, у такий спосіб ізолюючи країну від негативних наслідків глобальних дестабілізацій, ймовірність яких нарощується. Протилежна ситуація повинна тягнути за собою зниження попиту на резерви. Побудова таких функцій на експертних методах дуже часто може призвести до завищення обсягів резервів, які за того чи іншого стану середовища можуть вважатись адекватними, наперед занижуючи значення валютного курсу як каналу адаптації до шоку, ступінь гнучкості фінансового сектору, міжнародне кредитування останньої інстанції тощо. Це посилює національно-центричну орієнтацію в забезпеченні глобальної стабільності і суттєво спрощує орієнтацію центральних банків у системі емірджетних процесів глобального фінансового середовища, хоча і ускладнює відповідний аналітичний апарат.

Однак і орієнтування функції попиту на емпіричні критерії одразу ставить питання про симетричність реакції центральних банків та проциклічність. Так, у випадку, коли реакції монетарних органів симетричні в розрізі змін стану середовища (природним емпіричним проявом чого є коливання в обсягах потоків капіталу), вони мають стабілізуючі наслідки, які повною мірою проявляються як позитивні зовнішні ефекти на глобальному рівні. Рис. 7.1. демонструє, як симетрична реакція центробанків на зміни у стані глобального фінансового середовища з допомогою зміни попиту на резерви дозволяє

стабілізувати глобальні макрофінансові процеси. Звичайно, тут не враховано, що автономні зрушення в монетарній політиці в центрах емісії резервної валюти можуть внести суттєві корективи у цю схему, але, як показує досвід, беззастережність поведінки провідних центробанків дуже часто заохочується кондиціями екзогенного попиту на активи, деноміновані у їхні зобов'язання. Також тут неявно експлуатується відомий ще з часів Р. Триффіна принцип, що чисте збільшення активів у ключовій валюті в світі можливе тільки за умови, що країна її емісії опиниться в стані платіжного дефіциту⁵⁷⁵.

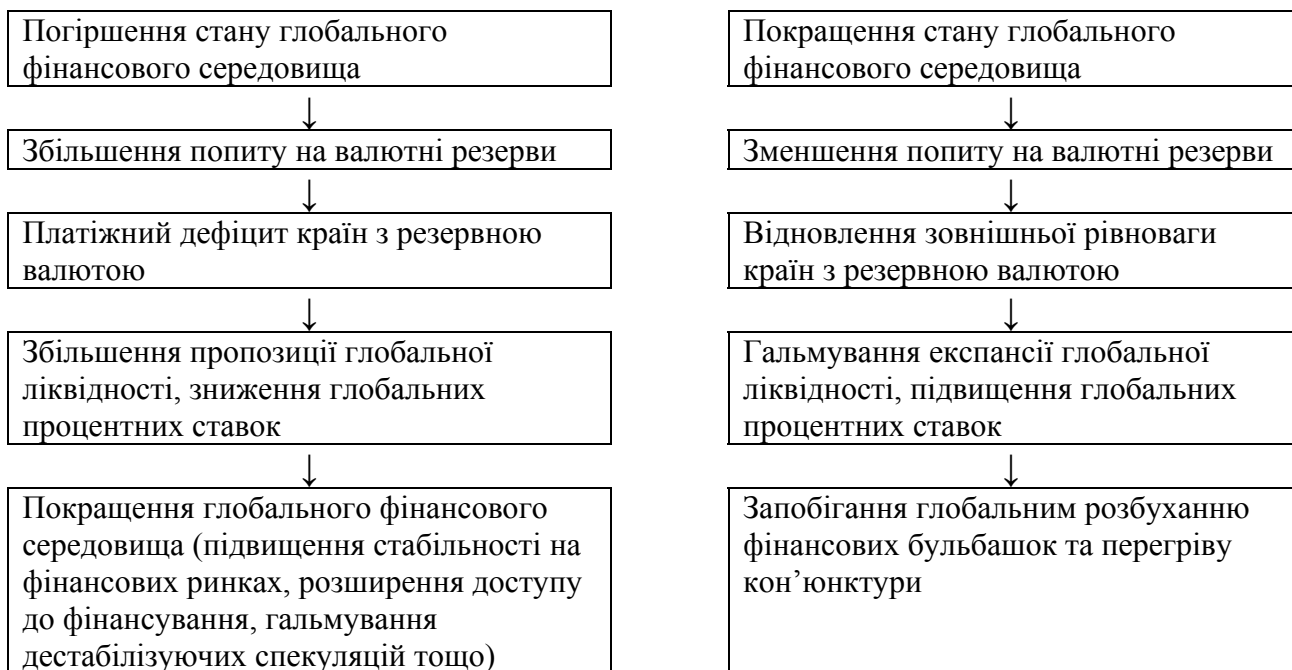


Рис. 7.1. Стабілізуючі ефекти симетричної реакції центробанків на зміни стану глобального фінансового середовища

У випадку, коли зміни у попиті на резерви не симетричні, стабілізуючі ефекти зникають, відкриваючи шлях до розкручування спіралі глобальних дисбалансів. Власне кажучи, гіпертрофія валютних резервів якраз і демонструє, що реакції центробанків односторонні. При погіршенні стану середовища монетарні органи збільшують резерви, а при покращенні попит на них також не зменшується. Така закономірність

⁵⁷⁵ Як правило, це розглядається як один з основних негативів системи резервних активів, що спирається на національні хартальні гроші. Інший негатив – асиметрична автономія монетарної політики країни-центра емісії резервної валюти. На прикладі Бреттон-вудської системи показано Р. Триффін у відомій праці: Triffin R. *Gold and Dollar Crisis*. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. – 246 p.. В сучасному контексті ця проблема піднята у: Ocampo J.-A. *The Instability and Inequities of the Global Reserve System* // UN Department of Economic and Social Affairs Working Paper. – 2007. – № 59. – P. 1–17.

опосередкована такими причинами: мотиви нагромадження резервів можуть виходити за рамки само-страхування, а підключення інших мотивів, наприклад, монетарного меркантилізму, взагалі ставить під сумнів позицію, що резерви необхідні саме для убезпечення від негативних наслідків у сфері реверсів потоків капіталу; сприйняття припливу капіталу як наперед залежного від стану середовища вимагає міжчасової оптимізації попиту на резерви, оскільки не відомо заздалегідь, що стане причиною погіршення ситуації: потрясіння на периферії, які обмежують приплив капіталу, чи в розвинутих фінансових системах, що може захопити приплив; пристосування до зрушень у монетарній політиці центрів емісії резервної валюти не може виключати зростання резервів; експансія резервів може демонструвати інституціональну слабкість центробанку, що намагається не брати на себе відповідальність за погіршення стану фінансового сектору в умовах необхідності реалізації жорсткої політики (випадок своєрідної неповної стерилізації, коли внутрішні монетарні умови вимагають проведення рестриктивної політики, але збільшення зовнішніх активів центробанку стає зручним способом збільшення внутрішньої ліквідності) тощо. Завдяки тому, що реакції центробанків односторонні, одразу загострюється проблема дисбалансів з усіма відповідними наслідками.

Друге. Найбільша небезпека криється у тому, що ув'язка між дисбалансами та експансією резервів і є складовою визначення стану середовища. Більше того, ця складова дає змогу запускати потужні проциклічні збурення у глобальну фінансову систему через поведінку глобальної ліквідності. Звідси випливає, що ситуація у сфері попиту на резерви визначає стан середовища, а стан середовища – характер попиту на резерви. На рівні окремої країни така закономірність може не спрацювати, оскільки індивідуальний попит на зовнішні активи ув'язується з тим, як зважуються макрофінансові можливості країни протистояти ризикам глобальних дестабілізацій. Такий попит вміщує своєрідну “інсайдерську інформацію” про стан економіки країни. Завдяки цьому актуалізується вже відомий конфлікт, коли індивідуальна раціональність призводить до виникнення колективної неефективності.

Фокус на проблему проциклічності в цьому контексті можна навести з допомогою наступного прикладу. Відбуваються автономні зрушення в ув'язці між попитом на резерви та дисбалансами. Наприклад, у період після Азійської кризи спостерігається одразу і погіршення платіжного

балансу США і гіпертрофія резервів у світі, а особливо в Азії. Це визначає довгострокові тенденції щодо підтримання низьких глобальних процентних ставок, породжуючи передумови для швидкого поширення ліквідності по інтегрованій мережі глобальної фінансової системи. Нові можливості у сфері експансії ліквідності запускають масовані потоки капіталу, які починають додатково підживлювати джерела зростання резервів та розбухання фінансових “бульбашок”.

Невизначеними будуть два питання. 1). Що відбудеться швидше: експансія глобальної ліквідності зруйнує глобальну інфляційну стабільність чи крах “бульбашок” зруйнує фінансову стабільність? Події 2008 р. продемонстрували, що все це може відбутись одночасно, тільки погіршуючи загальну картину вразливості світу до нового масштабу глобалізації фінансових загроз та звужуючи поле для маневру монетарних органів, оскільки процентні ставки виконуватимуть контрадикторну місію: їх підвищення вимагається необхідністю боротьби з інфляцією, а зниження – стабілізацією фінансового сектору. 2). Як поведуть себе потоки капіталу. До цього часу будь-які потрясіння обмежували приплив капіталів у країни, що розвиваються, незалежно від того, чи вони пов’язані з нестабільністю у них, чи в розвинутих країнах. Прикладом є циклічність поведінки чистих потоків капіталу до країн з ринками, що виникають. У добу глобалізації перший великий цикл розпочався з 1986 р. і тривав до 1998 р. З 1999 р. по 2001 р. спостерігається невеликий підцикл. З 2002 р. відновлюється зростаюча фаза циклу⁵⁷⁶. Однак теперішній випадок особливий. Ослаблення долара, платіжний дефіцит США та криза американського фінансового ринку не виключає, що капітал буде “перечікувати” потрясіння на розвинутих ринках, спрямовуючись на ринки нових учасників глобальної фінансової інтеграції. Основна причина того, що взагалі можна поставити питання таким чином, полягає у величезному стрибку, який зробили країни з ринками, що виникають, забезпечуючи тривале економічне зростання та підвищення доходів на душу населення, трансформуючи свої фінансові системи, інтегруючись з глобальними фінансовими ринками шляхом виходу їхніх цінних паперів за межі окремого класифікаційного сегмента, нагромаджуючи значні суверенні зовнішні активи. За будь-яких обставин, факт проциклічності не зникне. Якщо внаслідок світової дестабілізації приплив капіталу уповільниться, то

⁵⁷⁶ Це чітко ілюструють дані рис. 4.5. та аналіз у розд. 4.

тим уповільниться експансія глобальної ліквідності, тягнучи за собою погіршення умов виходу на ринки для фінансування платіжних балансів, а також умови доступу фінансових установ розвинутих країн та решти світу фінансувати свої пасиви. Це запустить спадаючу хвилю на фінансові ринки. Якщо ж приплив не уповільниться, то він суттєво перерозподілятиме ресурси між країнами, які вражені кризою, і тими, які опиняться в ролі “гаваней”. Обидві позиції не сприятливі, оскільки проциклічність у першому випадку погіршить стан реального сектору, а в другому випадку – активізує “пошук дохідності” та роздмухуватиме “бульбашки” в приймаючих країнах. Реальна, номінальна та фінансова дивергенція буде неминучою, привносячи додаткові флуктуації в процес взаємовідносин між учасниками глобальної економіки.

Третє. Забезпеченість резервами, розглядаючись як спосіб підвищення фінансової стійкості країни, в умовах децентралізованої та проциклічної фінансової системи може виконати зворотний ефект. Неявна гарантія стабільності, втілена у резервах, може заохочувати: збільшення ризикових суверенних та приватних запозичень країни; приплив капіталів; зниження спредів та покращення умов доступу до джерел фінансування. В будь-якому з цих випадків валютні резерви можуть виступити відправною точкою майбутніх фінансових дестабілізацій, обумовлених проциклічністю та схильністю до переоцінки фінансових вартостей. А) Дестабілізація має винятково внутрішнє походження та прояв у вигляді перегріву та охолодження внутрішнього фінансового ринку. Б) Різке охолодження ринку може припинити приплив капіталу або його відплив. Валютні резерви зможуть тільки частково амортизувати кризу, прояви якої стосуватимуться внутрішнього (відкликання коштів вкладниками в іноземній валюті або попит на неї як спосіб перестраховатися від знецінення національної валюти) чи зовнішнього попиту (втеча капіталу) на іноземну валюту.

Четверте. Якщо валютні резерви страхують від настання валютних криз або фінансових криз, які перетворюються на валютні, то в умовах зміни характеру дестабілізацій їхня роль зменшується. Так, поступовий відхід від валютно-боргових криз, до фінансових (табл. 5.3., розд. 5), що проявляються у високій корельованості ринків (поведінка процентних ставок та спредів), можливостей протиставити резерви внутрішнім флуктуаціям кон’юнктури фінансових ринків практично не існує. Завдяки цьому, з’являється структурний розрив між тим, що резерви опинились

складовою проциклічності функціонування глобальної фінансової системи через ефекти ліквідності, але вони не спроможні ізолювати країну від криз, центром якої буде не валютний курс, а зростання спредів, обмеження доступу до фінансування та обвал капіталізації, які зумовлюють проблеми в реальному секторі так само, як валютні кризи, знекровлюючи фінансовий сектор, запускаючи рецесію та колапс споживання. З цих міркувань, через ефекти ліквідності експансія резервів може розпочати цикл припливу капіталу, але вона не гарантує захисту від того, що у децентралізованій та інтегрованій глобальній фінансовій системі криза вражає вже не стільки валютний курс, скільки фінансовий ринок.

Системна складність та нестабільність

Накладання зрушень у глобальних монетарних процесах на трансформацію глобальної фінансової системи породило серйозну проблему, яку в категоріях теорії систем можна описати як системну складність. Остання має два фундаментальні елементи, поєднання яких перетворюється на джерело системної нестабільності. З боку монетарних процесів таким елементом є мультивалютність. У цьому випадку, це не просто функціонування системи за принципом моделі “нація – центральний банк – національна валюта”, що є природним наслідком переходу до Ямайської системи. Найважливішою її методологічною домінантою є абсолютна відносність усіх вартісних параметрів економіки, визначальною складовою якої є відносність у визначенні вартості національних грошей⁵⁷⁷. З боку фінансових трансформацій – децентралізація та багаторівневість. Остання впливає з наступних процесів, які умовно можна звести до таких домінант як фінансова лібералізація та дерегуляція, глобальна фінансова інтеграція за принципом збільшення кількості учасників, а не просто зростання фізичних параметрів ринків, перехід на ринкову модель функціонування фінансових систем з відповідними інституціональними змінами, розширення прямого доступу та доступу через фінансових посередників до фінансових вартостей, фінансові інновації, які породжують швидкий приріст модерних фінансових інструментів. Природно, що поєднання фінансової

⁵⁷⁷ Так, М. Бордо та Х. Джеймс спеціально запропонували розрізняти ньютонівську концепцію грошей, що втілюється у наявності єдиного вартісного еквівалента – золота, та ейнштейнівську, згідно з якою усі вартості відносні і визначаються у співвідношенні між собою в просторі та часі. Див.: Bordo M., James H. One World Money, Then and Now // NBER Working Paper. – 2006. – № 12189. // www.nber.org. Більш детальний аналіз даної роботи буде дано нижче.

глобалізації з новою економікою само по собі вже породжує ускладнення системи до неймовірних рівнів, трансформуючи базові стереотипи поведінки ринкових агентів⁵⁷⁸.

Ці елементи накладаються на такі базові структури, які визначають “фізичну модель” складності:

- операції в режимі реального часу. Прогрес у сфері інформаційних технологій дав змогу здійснення масштабних операцій в межах часу, що достатній для усвідомлення. Технічним аспектом цього є перехід на валові платежі в мережі Інтернет;

- сітьова організаційна модель. Будь-яка децентралізація була би неможлива без відповідних зрушень в інформаційних технологіях, які породжують діджиталізацію продукту і можливість обмінюватися ним не в реальному просторово-часовому континумі, а віртуальному. Завдяки цьому сітьова модель організації взаємодії дуже швидко стала домінуючим фактором розвитку фінансових ринків (в силу швидшого технологічного переходу), а згодом поширилась на інші види діяльності. Оскільки ця модель транскордонна за визначенням, будь-які трансакції починають рано чи пізно зводитись до фінансових, які стають одиницями оперування у глобальній фінансовій мережі;

- перехід до нелінійних зв'язків. Мірою децентралізації фінансової системи та перетворення її на глобальну мережу традиційні двосторонні зв'язки в протіканнях процесів попиту і пропозиції поступаються системі зв'язків, в якій результат не детермінується вичерпним набором параметрів, а дедалі більше визначається композиційною поведінкою усього їхнього набору. Він може бути нам відомий тільки частково, хоча б тому, що окремі одиниці з нього самообумовлені, або самодетерміновані. Висока вірогідність інерційності одних та емірджентність інших також стає основою нашого обмеженого розуміння поведінки системи в лінійних категоріях. Завдяки цьому, система загалом стає нелінійною, а традиційні попит і пропозиція зберігають свої контури без втілення у них базових рушійних сил, що їх обумовлюють, оскільки неможливо визначити, яка з цих сил в конкретний момент виступить на боці попиту, а яка на боці пропозиції, тим більше, що певні сили можуть репрезентувати і попит, і пропозицію водночас;

⁵⁷⁸ Детальніше ця проблема висвітлена в працях М. Кастельса. Див.: Castells M. The Information Age, vol. 1. The Rise of the Network Society. – London: Blackwell, 1996.

- емірджетність. Нелінійність як детермінаційний паттерн системи породжує ситуацію вкрай високої чутливості. Посуті, в сітвовій системі будь-які збурення набувають інформаційного характеру, стаючи відправною точкою подальших збурень. Висока чутливість системи до зміни вихідного інформаційного стану на одиницю призводить до мультиплікування реакцій, які, тільки встигнувши виникнути, вже перетворюються на збурення так само практично в режимі реального часу. Завдяки цьому будь-який феномен у глобальній фінансовій павутині породжує цілий потік емірджетних субфеноменів, активізація яких інколи може впливати на протікання самого “материнського” феномена;

- відсутність чіткого усвідомлення логіки взаємодії системних складових. Нелінійність та емірджетність у сітвовій системі породжують ситуацію неможливості простежити одразу всі можливі канали та форми взаємодії між складовими системи. Незважаючи на комп’ютеризацію процесів ухвалення рішень з метою зниження рівня невизначеності, ускладнення системи завдяки децентралізації та переходу на сітвовий паттерн призводить до того, що «чорні скрині» накопичуються, а не зникають. Неможливість усвідомлення логіки переходу від одного стану до іншого, або навіть неспроможність визначити параметри стану обумовлює виникнення різного роду конфліктних течій. Утворення спонтанного порядку може межувати з біфуркаціями;

- суб’єктивізація. Незважаючи на розрив семантичної єдності між явищем та змістом, оперування у глобальній мережі все одно не втрачає своєї функціональної конкретики. Змінюється форма, основою чого є суб’єктивізація сприйняття різного роду процесів, їх інтерпретацій та прогнозування наслідків. Чим більше децентралізація поглинається мережею, що розростається, тим більшою мірою прискорюється інформаційний метаболізм. Але таке прискорення не стосується змістової складової. В результаті обмін відбувається на рівні окремих знаків-фактів, а не їхнього змісту чи послідовності знаків-фактів, що дозволило би, принаймні, частково зробити поправку на застосування гносеологічного інструментарію охоплення змісту. Традиційне розуміння імперфекцій глобальних ринків капіталу є віддзеркаленням найбільш яскравої ситуації, однак воно не спирається на те, що така ситуація стає не окремим випадком, а системним явищем. Внаслідок таких зрушень суб’єктивізація стає одним з визначальних факторів оцінки стану системи. У більш конкретних категоріях вона спирається на певні моменти. Найважливіше серед них – прирощення кількості одиниць учасників, орієнтація на

індивідуальну чутливість до збурень, ухвалення рішень, які враховують вірогідні зворотні зв'язки. Інформаційні технології уможливають все це з технічної точки зору (моделювання на основі суперкомп'ютерів), так само як моделі нечіткої логіки та нейронних мереж – з точки зору методологічного апарату.

З іншого боку, складність та нестабільність стають породженням подальшої глобалізації у реальному та віртуальному вимірі окремих рівнів економіки. На мікрорівні такі закономірності впливають з того, що практично більшість збурень мають екзогенний характер, і окрема фірма дедалі більшою мірою стає вразливою до нестабільності у глобальному середовищі як континуумі. Віддзеркаленням цього стають перманентні організаційні зміни: злиття, поглинання, ускладнення структур управління тощо⁵⁷⁹. На макрорівні вони обумовлені тим, що органи макроекономічної політики опиняються в такому ж саме статусі, як і бізнес-одиниці на мікрорівні. Вони так само є мішенями та джерелами інформаційних збурень. Єдина відмінність – уряди та центробанки оперують макроекономічними інструментами, які мають двосторонню дію: в напрямку пристосування, або компенсації збурення, а також в напрямку породження нової хвилі збурень. Власне, це означає, що органи макроекономічної політики знаходяться на вищому ієрархічному рівні породження та інтенсивності обернених зв'язків, порівняно з бізнес-одиницями. На глобальному рівні ці закономірності вже повною мірою спираються на флуктуації мережі як відносно цілісної системи, а також на збурення, які стосуються найбільш конгломерованих (значимих з точки зору глобального резонансу, що походить з їхньої активності чи стану як цілісності, що має інтенсивне напруження у каналах прямих та обернених зв'язків) одиниць мікро- (глобальні ТНК, ТНБ, найбільші фінансові установи) та макрорівня (провідні центробанки, уряди, фонди суверенного багатства).

Природно, що системна складність перетворюється на джерело системної нестабільності. Ця теза є прямим висновком, який можна зробити з теорії хаосу. Неможливість звести явища до детермінованих характеристик тим більше посилюється, чим більшою мірою прогресує розмірність системи, або, іншими словами, чим складніша система, чим більшою мірою вона функціонує за принципом зворотних зв'язків, тим більшою мірою спостерігається невизначеність її поведінки. Конкретна

⁵⁷⁹ Наприклад, Ф. Капра зазначає, що людство опинилось на межі такої інтенсивності організаційних змін, що воно вже не спроможне адекватно за ними встигати та пристосовуватись. Структури змінюються швидше, ніж паттерни людських взаємин, які "оживляють" такі структури. Завдяки цьому приріст фінансового багатства супроводжується втратою розчаруваннями, що породжує глибоку кризу сучасного менеджменту. Див.: Капра Ф. *Скрытые связи* / Пер. с англ. – М.: София, 2004. – С. 122–130.

причина не породжує конкретний наслідок. Навпаки, наслідок більше нагадує випадковість та множину траєкторій розвитку подій, що сліднують за тим, що тільки образно можна назвати причиною⁵⁸⁰. В найбільш радикальному випадку така логіка може бути зведена до формули “все визначає все”. У менш категоричному випадку – одна подія може мати багато наслідків, що породжує невизначеність, намагання пристосуватись до невизначеності зумовлює випадкові рухи, які, накладаючись на зростаючу розмірність системи, призводять до мультиплікування її нестабільності загалом.

Щодо нашого випадку, то накладання мультивалютності і глобальної фінансової трансформації на процес розширення учасників глобального ринку та децентралізацію призводить до того, що кількість одиниць, які потрапляють у зону глобальних трансакцій починає експоненціально зростати. В таких умовах такі явища, як ендогенна нестабільність та проциклічність, схильність до дисбалансів та домінування фінансового сектору у визначенні профелю глобальних мікропроцесів перетворюються на окремі аспекти більш загального волатильного ландшафту глобальних процесів. У такому ландшафті макрофінансова стабільність різко трансформує свій зміст. Це яскраво простежується на прикладі практично усіх проблем, пов'язаних з фінансовою та монетарною стабільністю, рівноважністю/нерівноважністю глобальних дисбалансів.

Трансформація змісту макрофінансової стабільності відбувається в напрямку руху до того, коли явища у сфері фінансової глобалізації стають омніктивними. Поняття омніктивність (від англ. *omnijective*) означає об'єднання суб'єктивних та об'єктивних категорій. Іншими словами, не існує чіткої межі між первинністю об'єктивного та суб'єктивного в процесі сприйняття та інтерпретації реальності, або ж омніктивність – це ситуація, коли неможливо сказати, що є первинним: суб'єкт так само визначає реальність об'єкта, як об'єкт визначає реальність сприйняття суб'єкта сам по собі⁵⁸¹.

Основою формування омніктивності на фінансових ринках є вище аналізовані тенденції до децентралізації та суб'єктивізації рішень, коли

⁵⁸⁰ Стосовно значення теорії хаосу для методології економічної науки див.: О'Брайен Д. Теория и эмпирическое наблюдение // Панорама экономической мысли конца XX столетия / Под ред. Д. Гринэуэя, М. Блини, И. Стюарта: В 2-х т. / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2002. Т. 1. – С. 74–76.

⁵⁸¹ Поняття “омніктивність” було запроваджено М. Талботом на позначення складних феноменів, що стосуються багатозначного тлумачення реальності, коли неможливо чітко розмежувати, де спостереження за об'єктом є, власне, об'єктивним, а де суб'єкт сам “конструює” реальність об'єкта. Запровадження цієї категорії здійснюється в рамках аналізу гносеологічних можливостей голографічної теорії, яка зародилась у надрах квантової фізики, когнітивістики та сучасної психології. Див.: Талбот М. Голографическая вселенная / Пер. с англ. – М.: София, 2004. – 368 с.

інформаційний метаболізм не оперує змістовими категоріями. Важливою детермінантою омніктивності є те, що складні явища дедалі важче пояснювати з допомогою однієї чи декількох конкуруючих гіпотез. Тобто, чим більш складним є явище, тим більше його пояснень, а чим більше суб'єктів, які оперують такими поясненнями, тим більшою мірою одні з них будуть схильні сприймати одні інтерпретації, а інші – альтернативи. Звичайно, тут не може бути рівно стільки інтерпретацій, скільки суб'єктів, однак чим більше буде перших за зростаючої кількості других, тим більшою мірою стратегії поведінки ставатимуть мультиваріантними, а кількість суб'єктів з відмінною поведінкою зростатиме. Якщо це екстраполювати на проблему глобальної фінансової стабільності, то вона зведеться до ситуації, коли конкуруючі гіпотези щодо рівноважності/нерівноважності внутрішніх та зовнішніх дисбалансів породжуватимуть ситуацію, коли:

А) стабільність чи нестабільність будуть феноменами омніктивними. Тобто, якщо за певного набору конкуруючих гіпотез сформуватиметься домінування суб'єктів з певним сприйняттям майбутнього відповідно до інтерпретацій ситуації, що закладається у передумови такого майбутнього, то неможливо буде сказати, чи майбутні процеси об'єктивні, чи визначенні домінуванням суб'єктів з відповідними сприйняттями чи очікуваннями. В такій ситуації стабільність та дестабілізація рівнозначно визначаються як об'єктивними, фундаментальними, процесами, так і тим, наскільки вони конвенціональні у сприйнятті відповідних акторів. Якщо ринок схиляється до того, що є стабільність, навіть попри передумови для протилежного в рамках певного набору гіпотез, то ситуація такою і буде. Те саме стосується процесу дестабілізації;

Б) в омніктивній системі зростає фонова волатильність. Вона пов'язана зі своєрідним “самонавчанням” економічних агентів, які змінюють свою поведінку, шукаючи пристосування рішень до більш переконливих аргументів щодо пояснення того, що відбувається, чи того, що буде відбуватись за даних обставин.

Основною проблемою, яку породжує омніктивність на фінансових ринках, є те, що стосується двох ситуацій. По-перше, вихід з неї з'являється у найбільш радикальних випадках, тобто коли переважна більшість учасників ринку має однакові очікування. Найхарактернішим прикладом цього є обвал фінансових ринків, вплив капіталів, масове відкликання депозитів з банків тощо, тобто все те, що зовні нагадуватиме

“стадну поведінку” під час фінансових криз. По-друге, омніктивність розширює лаги негативних та позитивних процесів, девальвуючи значення швидкості прояву зв’язків між об’єктивними процесами. Наприклад, під час спаду віра у те, що все погано, погіршує ситуацію, а підчас буму віра в те, що все добре, призводить до ейфорії, завищення можливостей та нагромадження алокаційних диспропорцій, які призводять до кризи.

Приклад глобальних фінансових дисбалансів як епіцентру дискусій про макрофінансову стабільність це наочно підкреслює. Сприйняття ситуації як стабільної сприяє нагромадженню диспропорцій, внаслідок чого момент їхньої ринкової корекції відтягується в часі, створюючи додаткові занепокоєння щодо характеру ситуації та перспектив, а також примножуючи необхідність переконання у тому, що все гаразд. Протилежне також правильно. Звідси, сприйняття дисбалансів як стійких, а ситуації – як свідчення стабільності – заохочує розкручування спіралі дисбалансів. В подальшому з’являється напруження серед конкуруючих пояснюючих гіпотез та невизначеність щодо оптимальної поведінки, яка спиралась би на певний об’єктивний критерій, а не на суб’єктивні категорії схильності, віри, близькості по духу тощо. Потужний інформаційний метаболізм на рівні знаків, а не змісту, дуже швидко може призвести до того, що в один з моментів спостерігатиметься феномен вакууму сприйняття інтерпретацій, після чого учасник ринку готовий різко змінити свою поведінку в бік невиправдано застережливої. В таких умовах криза як радикальний варіант ринкової корекції стає наслідком ситуації, коли граничний приріст занепокоєння в розрізі зростаючої кількості суб’єктів з відповідними настроями перевищить граничний приріст переконаності у стабільності в розрізі спадаючої кількості таких суб’єктів. Звідси впливає, що омніктивність на ринку стає запобіжником швидкого настання корекції, продовжуючи ілюзорне існування стабільності, всупереч тому, що такі корекції запобігали би настанню справжньої кризи з глибокими дестабілізуючими наслідками.

Одним з випадків феномена омніктивності у сфері фінансової глобалізації є ситуація, коли корекція ринку та корекція дисбалансів дуже часто маскуються одна в одній. Так, в умовах, коли значна кількість учасників, що функціонують децентралізовано і розгалужено, отримують сигнал про початок зміни ситуації на ринку, то виникає питання про те, як

його інтерпретувати з точки зору фундаментальних процесів. Особливо яскраво ця закономірність актуалізується в умовах, коли внутрішні та зовнішні фінансові дисбаланси накладаються або взаємопідсилюються. Звідси, будь-який з руху ринку – “вгору” чи “вниз” – починає екстраполюватись на характер поведінки валютного курсу та платіжного балансу, тобто тих змінних, які в сукупності з валютними резервами та платіжним балансом закордону репрезентують зовнішні дисбаланси.

Можна припустити, що внутрішні дисбаланси, які стосуються фінансових “бульбашок”, більш флюктуючі. В умовах значної децентралізації і “змістової” віддаленості учасників сітьової економіки один від одного, швидкий інформаційний метаболізм призводить до того, що сприйняття коливань ринку втрачає свою однорідність: для одних – це звична поточна волатильність; для других – початок корекції ринку, в розумінні гальмування роздування “бульбашки”; для третіх – початок більш фундаментальної корекції. Аналогічну картину можна спостерігати і щодо зовнішніх дисбалансів. Зміни частки ключових валют у структурі глобальних валютних резервів, коливання екзогенного попиту на активи провідних економік, зрушення в балансі заощаджень та інвестицій закордону так само одні можуть сприймати як тимчасові, другі – як початок корекції дисбалансів, треті – як передумова фундаментальних змін. Такі учасники можуть аналізувати ситуацію ізольовано щодо внутрішніх дисбалансів, щодо зовнішніх, або ж окремі учасники одразу сприймають ситуацію у комплексі.

Відповідно, тільки залежно від того, якими будуть комбінації питомої ваги кожного з учасників запускатиметься в дію процес руху ринку в той чи інший бік з певною інтенсивністю. Якщо вектор та інтенсивність руху визначається тільки комбінацією питомої ваги кожного з набору учасників, то ринок вже через деякий час опиняється в стані як мінімум трьох можливих ситуацій: усвідомлення помилки прогнозування і швидкого повернення до початкового стану; усвідомлення помилки буде після відчутної зміни ситуації на ринку, відповідно, повернення до початкового стану супроводжуватиметься масштабними амплітудами коливання ринку; усвідомленню неадекватності припущень може передувати повномасштабна криза (рис. 7.2.–7.3. та табл. 7.3.).



Рис. 7.2. Алгоритм зв'язку між змінами на ринку та підсумковим його станом

Таблиця 7.3.

Варіанти сприйняття змін у розрізі учасників ринку

Сприйняття змін:	Як поточної волатильності (група 1)	Як початку корекції (група 2)	Як фундаментальних (група 3)
Ситуація на ринку внаслідок реакції на зміни	Швидке повернення до початкового стану	Можливе повернення до початкового стану після відчутних зрушень	Криза з невизначеністю щодо повернення до початкового стану

Варіанти домінування на ринку учасників з тим чи іншим сприйняттям змін		
Домінують учасники груп 1 та 2 (табл. 7.3.)	Домінують учасники груп 2 та 3	Домінують учасники груп 1 та 3
↓	↓	↓
Поточна волатильність, оскільки учасники мають симетричні сприйняття. Спостерігатиметься “зближення до оптимізму”	Обвал, внаслідок того, що учасники мають симетричні сприйняття і погіршення ситуації “зближуватиме їх ближче до песимізму”	Поточна волатильність, оскільки учасники, що домінують асиметричні сприйняття

Рис. 7.3. Залежність між комбінацією питомої ваги учасників з тим чи іншим сприйняттям змін та поведінкою ринку

В такому ракурсі ринок набуває рис, які важко звести до рівноважної моделі в кожен окремий момент часу. Це більше буде нагадувати не стільки пошук рівноваги, скільки блукання від одного стану до іншого, в якому рівновага може сприйматися як конвенціональна процедура взаємодії між домінуючим набором учасників ринку з відносно гомогенними очікуваннями та сприйняттями. Зовнішньою формою цього буде поточна волатильність, помножена на високу ймовірність як обвалу,

так і злету. Але в умовах, коли існуватимуть хоча б незначні ознаки ймовірності обвалу, вони поступово витіснятимуть інші ідеосенкразії. Накладання цього на карту ставлення до ризику в розрізі інтегрованої та сегментованої глобальної фінансової системи, а також на зміни ставлення до ризику в процесі розгортання подій викликатиме поширення додаткових хвиль збурень по усій системі загалом, при тому, що одні ринки будуть вражені більше, ніж інші. Визначити наперед, які саме, буде дуже важко. Можна тільки припустити, що загальний рівень інтеграції з глобальною економікою може виявитись більш суттєвим, ніж реальні фундаментальні процеси на рівні окремої країни. Вища значимість секторних шоків, порівняно з останніми, також відіграватиме важливу роль у посиленні екзогенних факторів дестабілізації та їхнього перетворення на тригер подальших негативних змін, наприклад, коли секторний шок, помножений на негативні очікування, призводить до обвалу усього ринку.

Від характеру тенденцій у сфері внутрішніх дисбалансів дуже суттєво залежить поведінка зовнішніх. Тут можна побачити парадоксальні моменти. В умовах, коли фінансовий цикл опиняється на спадній фазі винятково в одній країні-емітенті резервної валюти, попит на неї матиме тенденцію до зниження, що, з одного боку, ускладнює проблему ліквідності на грошовому ринку в ній, але з іншого, – дає змогу уповільнити загальну експансію ліквідності, пов'язану з попитом на резервні активи та підтриманням зовнішніх профіцитів. Це стосується і ситуації, коли спостерігаються кризові процеси на окремому сегменті фінансового ринку, що швидко передається тенденціям у сфері резервних валют. За ефектами диверсифікації та висловлення невпевненості у майбутньому ключової валюти іде період валютно-курсової волатильності та невизначеності щодо глобальних процентних ставок. Він пов'язується з наявністю своєрідної пам'яті щодо виконання ролі ключової валюти в поведінці тих, для кого вона є резервною. Зворотня корекція також можлива, наприклад, у випадку, коли з'являються позитивні сигнали з інших сегментів ринку, або ж негативні сигнали з країни-емітента конкуруючої резервної валюти. Звідси виникає проблема того, що корекція ринку та корекція дисбалансів ховаються одна в одній, відкриваючи шлях до інтерпретаційних варіацій з відповідними ендегенними флуктуаціями у сфері глобальних макрофінансових процесів. Дійсно, у короткостроковому періоді буде дуже важко

визначити, чи справді локальна фінансова криза переросте у корекцію дисбалансів як системного явища. У середньостроковій перспективі, коли з'являються можливості розмежування корекції ринку та корекції дисбалансів, відкривається шлях або до повернення до статусу кво із волатильністю ринку (внаслідок повернення до початкових позицій), або до корекції дисбалансів загалом. За будь-яких обставин, у кожному випадку розвиток подій визначатиметься екзогенно стосовно країни-емітента ключової валюти.

У випадку, коли криза швидко поширюється, обвалюючи ринок за ринком, з'являється глибока тенденція до збереження статусу кво щодо зовнішніх дисбалансів, при тому, що внутрішні радикально коректуються, руйнуючи “бульбашки” одна за одною. Цю закономірність можна ототожнити з “інфляцією навпаки”. Експансія глобальної ліквідності роздуває фінансові “бульбашки”, а коли вони руйнуються, знищується фінансова вартість (зворотна поведінка цін), але зберігається першоджерело – зовнішні дисбаланси, як передумова та джерело такої експансії. Тобто, на позитивній фазі розкручування дисбалансів як грошової ілюзії вартість активів зростає, а на негативній – знижується. Можна провести паралель: у системі дисбалансів як грошової ілюзії фінансові вартості поводять себе як зростаючий ВВП та зайнятість у традиційному макроекономічному розумінні, а обвал ринку поводить себе за аналогією з інфляцією. Саме така паралель дає змогу побачити феномен “інфляції навпаки” в умовах глобальної фінансової кризи, інспірованої експансією глобальної ліквідності.

З вищесказаного випливає ще більш прикра ситуація. Хоча ми і пов'язуємо локальну кризу з неможливістю відрізнити корекцію ринку від корекції дисбалансів, вона може значно впливати на глобальні монетарні процеси у вигляді змін структури глобальних валютних резервів та поведінки платіжних балансів, валютних курсів і процентних ставок у світі, внаслідок чого дестабілізація переходить з фінансової на монетарну площину функціонування глобальної економіки. Світова ж криза розвивається за принципом обвалу фінансових вартостей зі збереженням статусу кво у сфері глобальних монетарних процесів, коли наслідки експансії глобальної ліквідності приводяться у відповідність із дією фундаментальних процесів, але джерело та системний характер такої експансії не усувається. Можливе навіть посилення зовнішніх дисбалансів мірою того, як ринки сприймають гнучкість економік провідних світових центрів та реалістичність і безінфляційність антикризових пакетів (рис. 7.4.).

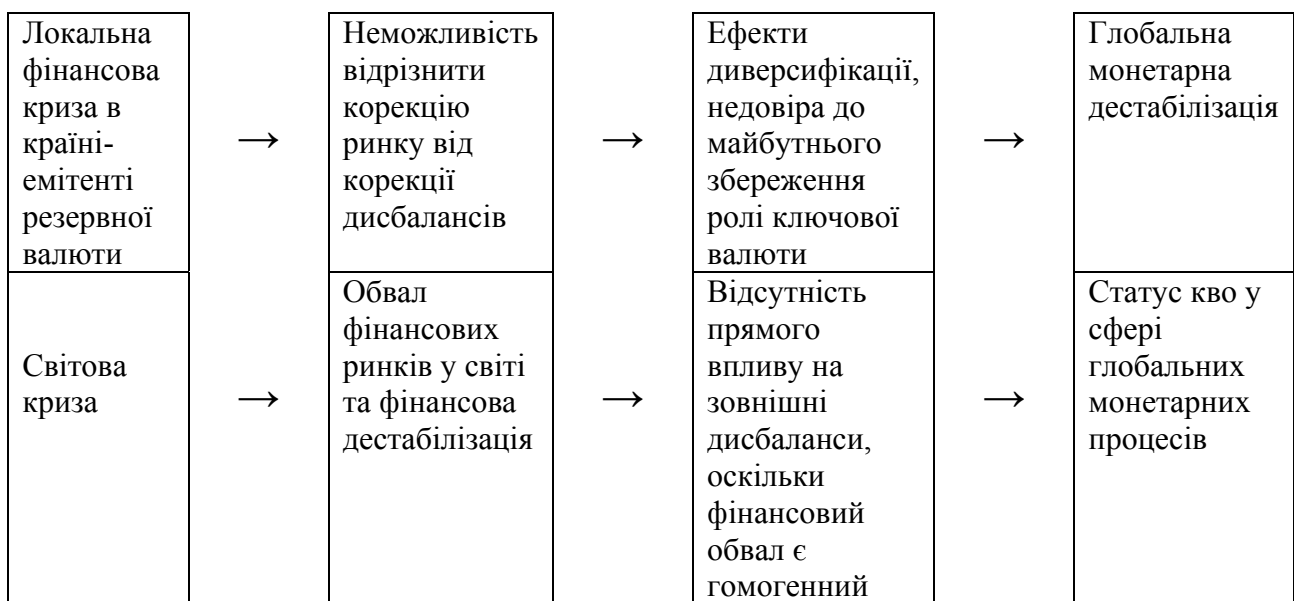


Рис. 7.4. Гетерогенні наслідки локальних та світових фінансових потрясінь щодо глобальної монетарної стабільності

Таку логічну закономірність можна повною мірою екстраполювати на глобальну фінансову драму 2007–2008 р. Поки іпотечна криза в США у 2007 р. сприймалась як така, що не набула системних глобальних рис, спостерігалось послаблення курсу долара, зменшення його частки в структурі глобальних валютних резервів. Антикризові дії ФРС пом'якшували умови ліквідності на внутрішньому ринку, тим самим збільшуючи глобальну пропозицію долара, що заохочувало глобальний попит. На цьому тлі спостерігається рекордне зростання нафтових цін та вартості інших первинних ресурсів, що переростає у прискорення глобальної інфляції та досить мляву боротьбу з нею у зв'язку із небажанням підвищувати процентні ставки в умовах слабкості фінансового сектору. Коли ж у середині 2008 р. стало зрозуміло, що криза набуває глобального характеру і практично усі фондові ринки продемонстрували швидкий обвал капіталізації, глобальні монетарні взаємини продемонстрували великий рівень стабільності. Стискання попиту внаслідок руйнації фінансових основ добробуту та, відповідно, експансії попиту, загальмували глобальну інфляцію, уповільнили зростання цін на первинні ресурси, або ж, навпаки, обвалили їх, тим самим гальмуючи попит у країнах-експортерах. За таких обставин курс долар/євро одразу почав сприйматися як продовження системної конкуренції між більш гнучкою американською економікою, в якій доступ

до фіскального ресурсу на підтримку фінансового сектору виявився швидший, та більш зарегульованою європейською економікою, в якій фінансова стабільність продовжує залишатись національною компетенцією з відповідним децентралізованим та більш складним (в колективному розумінні) визначенням пакету антикризових заходів (процедури погодження національних фіскальних рішень між учасниками інтеграційної зони чи комітетами в Брюсселі тощо). Зростання попиту на долари в країнах з ринками, що виникають, внаслідок падіння фінансових ринків та зростання невизначеності, зашкодило процесам системної корекції дисбалансів, викликаних екзогенним попитом на американські активи та підтриманням профіцитних платіжних балансів. Якщо сюди додати, що переважно валюти країн з ринками, що виникають, продемонстрували тенденцію до руху вниз (характерний приклад подала Південна Корея, де вона опустилась до найнижчої межі з 1997 р.), то зовнішні дисбаланси можуть не коректуватись, а, навпаки, посилюватись. Знецінення валют дасть змогу реалізовувати наміри з монетарного меркантилізму без суттєвого використання валютних резервів.

У таких умовах фактори глобальної інфляції трансформуються. Збереження статус кво у глобальних монетарних взаєминах з актуальною перевагою на користь долара не виключає розкручування глобальної інфляції загалом, однак в умовах фінансової кризи вона різко гальмується завдяки прямим та опосередкованим впливам на сукупний попит (ефект добробуту, ухилення від споживання завдяки невизначеності, погіршення міжбанківської ліквідності, більш жорсткий ризик-менеджмент тощо). Тобто, фінансова криза як обмеження щодо експансії сукупного попиту гальмує інфляцію, а боротьба з нею у вигляді значних пакетів допомоги банкам – навпаки. Зниження процентних ставок та девальвації у країнах третього світу в рамках глобальних зовнішніх дисбалансів та високої реактивності цін на первинні ресурси формуватимуть ґрунт для майбутнього посилення глобального інфляційного тиску.

Отже, що посилення фінансового фактора в монетарній політиці змінює складові моделі динамічної інконсистентності. Замість традиційних інфляції та зайнятості інконсистентність стосується: на національному рівні – інфляції та підтримання ліквідності у фінансовому секторі; на глобальному – поведінки цін на первинні ресурси та глобальної інфляції і глобальної фінансової стабільності.

Проблема спрощення глобального макрофінансового простору

Якщо стверджувати, що перехід певного порогу складності призводить до ендогенної нестабільності, то виникає питання, чи буде процес спрощення системи працювати в напрямку підвищення її стабільності? Переведення цього питання у процесуальну площину одразу приведе нас до того, що зміст відповіді є невід'ємним елементом іншого запитання: у який спосіб забезпечити спрощення системи. Якщо основою складності є мультивалютність і трансформація глобальної фінансової системи на засадах посилення значення ринків, децентралізації та сітьового паттерна організації, то сама логіка питання дає відповідь про досить обмежений набір варіантів спрощення системи. Втім, можливий і інший варіант постановки питання про набір альтернатив. Мається на увазі, що сама фінансова глобалізація як прояв режиму руху капіталу, характеру інтеграції ринків та сукупності способів поведінки забезпечує певний фон для розвитку процесів складності системи, перетворюючись на самодостатню її детермінанту. Таке розмежування необхідне хоча би тому, що експансія фінансової глобалізації може відбуватись за іншою моделлю трансформації фінансової системи (наприклад, на основі традиційного банківського бізнесу), а сама трансформація фінансової системи такого типу може підвищити складність у закритій економіці. Однак без глобалізації трансформація системи не призвела би до виникнення саме такого рівня складності, яка би визначала параметри стабільності усієї глобальної економіки. Звідси тільки поєднання фінансової глобалізації, трансформації фінансової системи за відповідною моделлю та мультивалютність визначають відносно повний набір варіантів спрощення глобального макрофінансового простору.

Для полегшення сприйняття спробуємо провести формально-логічний аналіз кожного з варіантів спрощення глобального макрофінансового простору.

Спрощення на рівні фінансової глобалізації як явища неодмінно повинно передбачати запровадження тих чи інших обмежень на мобільність капіталів, внаслідок чого вдалось би знизити рівень складності, який випливає з інтеграції ринків та взаємозалежності. Це підвищує стійкість країн з точки зору послаблення впливовості на економічні процеси волатильних потоків капіталу, але відроджує відому тезу про алокаційну ефективність ринків, більш потужні стимули для розвитку з боку відкритості та про те, що вразливість в умовах

глобалізації є наслідком не стільки “неадекватної” поведінки ринкових агентів, скільки непродуманої політики держави. Однак варто визнати, що вихід зі складності системи за цим сценарієм ставить під сумнів тривалу еволюцію ринкової економіки, якій внутрішньо властива тенденція до глобалізації, що була призупинена в період світових воєн. Сумнів у правильності повернення до ідеї глобальної інтеграції як антитези економічному і політичному ізоляціонізму опосередковано реабілітує догматичну віру у важливість державної інтерференції, що забезпечує керованість економічного розвитку. Відповідно, небезпека такого варіанту вирішення проблеми системної складності полягає у тому, що увесь комплекс позитивних моментів глобалізації заперечуватиметься. У світлі глибокої тотожності між глобалізацією та ринковим механізмом виникає питання про те, чи заперечення глобалізації означатиме заперечення ринкового механізму. Можна було би не ставити питання у такому драматичному ракурсі, однак історичний досвід перерви у розвитку процесів глобалізації демонструє, що як тільки алокаційний потенціал ринку і глобалізації обмежується, його місце займає державна активність у найменш привабливих формах. Так є тому, що активність держави простягатиметься на зону дії ринкових сил, порушуючи баланс між ринковим саморегулюванням та коректуючою, компенсуючою, стабілізуючою місією держави в рамках моделі змішаної економіки.

Інший варіант – спрощення таксономії фінансової системи, що трансформується. Цей варіант особливо привабливий з точки зору глобальної фінансової кризи 2008 р., коли стрес на найбільш інноваційних сегментах фінансового ринку запустив ланцюгову реакцію неможливості виконання зобов'язань, яка розповсюдилась від найбільш модернізованих фінансових інститутів, втягнутих у фінансові інновації, до традиційних фінансових установ, для яких перші були дочірніми спеціалізованими структурами, або ж позичальниками. Таку позицію можна розглядати як досить симетричну з точки зору того, що висока складність фінансової системи із нелінійними зворотними зв'язками між її складовими генерує нестабільність ендогенно. Це простежується у неадекватності оцінки ризику, його перестрахованні, у широких можливостях здійснення операцій зі значним лівереджем, у суб'єктивізації сприйняття подій та сигналів, завдяки чому стан ринку визначається комбінацією питомої ваги суб'єктів з однаковими сприйняттями. Іншим аспектом складності є те, що експансія фінансових вимог і зобов'язань відображає не стільки

фундаментальні процеси, скільки таксономію самої фінансової системи. Більш ординарна проблема модернізованої системи – проциклічність. Однак зауважимо, що в силу своєї специфіки фінансовим зв'язкам у будь-якій формі властивий ризик та невизначеність. Тому, ускладнення таксономії фінансової системи дуже часто відображає намагання знизити системний ризик, хоча часто це призводить до протилежного результату, саме задля того, щоб уможливити адаптацію до фундаментальних процесів на новому організаційному, технічному та інституціональному рівні. Більш фігурально, це випадок, коли прогрес економіки тісно пов'язаний з розвитком фінансової системи. З іншого боку, системні кризи дуже часто настають незалежно від моделі фінансової системи чи розгалуженості її таксономії. Звідси випливає, що спрощення у сфері структурних характеристик самої фінансової системи зачіпає дуже багато алокаційних складових і заперечує те, що ця система могла би продемонструвати кращий результат за кращого регуляторного режиму чи іншого макроекономічного середовища.

Спрощення мультивалютного ландшафту глобального макрофінансового простору – важлива альтернатива двом попереднім варіантам, оскільки найменшою мірою торкається алокаційних процесів. Попри те, що відхід від мультивалютності не вирішує проблему, яку можна звести до категорії “децентралізація – неадекватність сприйняття та оцінки ризику”, що коріниться у сфері фінансів як таких, або у сфері таксономії фінансової системи, рух у цьому напрямі дає змогу побачити інші переваги. По-перше, усувається цілий пласт одиниць складності, які пов'язанні з ризиками коливань валютних курсів. По-друге, фінансові стреси не переростають у валютні, а валютні у фінансові, що спрощує типологію дестабілізацій і полегшує побудову контрзаходів, позбавлених внутрішніх протиріч за типом контрадикторності цілей у сфері монетарної та фінансової стабільності. По-третє, нівелюється валютний фактор глобальних монетарних взаємин, який призводить до утворення макроекономічного середовища, толерантного до розкручування спіралі дисбалансів.

Кожен з розглянутих тут варіантів має свою унікальну палітру пошуку балансу втрат і вигод. Однак спрощення у сфері мультивалютності в сукупності із відповідними глобальними інституціональними змінами дає змогу привнести певний шар стабільності у глобальні процеси, не вступаючи у суперечність з їхніми глибинними рушійними силами. Питання тільки в тому, в якій формі

відбуватиметься таке спрощення. Зазвичай, глобальна монетарна інтеграція, формування валютних союзів, офіційна доларизація разом чи окремо стають практичним втіленням ідеї відходу від мультивалютності світу. Тут забезпечується суміщення алокаційних вигод, що привносить глобалізація, з тими монетарними засадами глобальної макрофінансової стабільності, які би радикально послабили напруження між глобалізацією, складністю та нестабільністю.

7.2. Глобальна монетарна інтеграція як основа підвищення глобальної стабільності

Монетарна уніфікація світу в ретроспективі

Історичний погляд на ідею монетарної уніфікації світу дає змогу виокремити певний конфлікт між розумінням ролі металу як основи грошової єдності усіх економік і тим, що втручання держави в процес карбування грошей привносить суттєві викривлення у виконання металевими грошима місії єдиного еквіваленту обміну. Понад тисячолітній розвиток грошових систем на основі металів не мав би давати приводу для виникнення ідей про необхідність монетарної уніфікації світу хоча б з тих міркувань, що субстанціональна спільність обігу забезпечувала автоматичну стабільність та відносну прозорість міжнародного обміну. З іншого боку, фактично вже на той час практично усі варіанти спрощення та уніфікації грошового обігу у світі ідентифікувались як такі, що діють у напрямі глобальної монетарної інтеграції: усунення відмінностей у карбуванні монет; спільність обігу; спільність підходів щодо обміну відмінних монет; запровадження спільних монет; запровадження більш стабільних грошей у колективний обіг тощо. Невипадково, що глобальна монетарна інтеграція на своєму ідейному рівні вбирає увесь спектр економічної думки про: глобальний монетарний союз, теорію та практику валютних союзів, теорію оптимальних валютних зон, доларизацію, валютні ради тощо⁵⁸².

Монетарна історія середньовіччя демонструє, що ідеї формування монетарних союзів були спрямовані на подолання глибокого протиріччя між потребами у торгівлі та спотвореннями у грошовому обігу, які привносились державо-центричним підходом до карбування грошових

⁵⁸² Див., наприклад: Kanz S. Single Global Currency // www.singleglobalcurrency.org; Steding W. The Globo. – Norwich University. – 2008. – P. 1–21.

знаків. Вже в добу Пізнього Відродження Г. Скаруффі висунув ідею про необхідність запровадження єдиних грошей у світі за образом того, наче світ – це “одне місто чи одна монархія”. Така апологетика неявно вміщує гуманістичну складову завдяки протиставленню інтересів людини інтересам держави, а також приховує потяг мислителів епохи Відродження до античності. Адже саме в Юлія Цезаря виникла ідея застосування спільних грошей за межами Риму, а за римського імператора Октавіана Августа римські гроші поширились практично на весь світ середземноморських та межуючих з ними цивілізацій.

XIX ст. завдяки швидкому розвитку економічної теорії не залишилось осторонь ідеї монетарної уніфікації світу. Певною мірою тут простежується вже відома з часів ранніх монетарних союзів логіка необхідності уніфікації обігу для розвитку торгівлі, але додається і така важлива складова як впорядкування міжнародного обміну на основі забезпечення переваг спільної субстанціональної основи грошових систем, які сформувались об’єктивно, але які порушуються завдяки втручанням держави. Зазначимо, що такі дискусії були не випадковими, оскільки співпали в часі з активними дебатами про характер монополізації паперової емісії в рамках діяльності центральних банків⁵⁸³. Якщо рання апологетика спрощення грошової основи міжнародного обміну відштовхувалась від проблеми відмінностей у ваговому та якісному вмісті карбованих монет, то поява на арені монетарної історії центральних банків розширила зону конфлікту: як сумістити національний паперовий обіг з внутрішньою стабільністю, що базується на металевій основі, та з необхідністю усунення перешкод для міжнародного обміну, що також спирається на дорогоцінний метал. Як не дивно, але поява центральних банків тільки посилила конфлікт між тим, що вартість у міжнародному обміні прив’язувалась до золота, воно ж було основою стабільності у сфері монетарної політики, а монополізований паперовий обіг, розширюючи можливості з боку центральних банків впливати на внутрішні монетарні процеси, ще більше відкинув розвинуті

⁵⁸³ Особливо рельєфно ці дискусії висвітлено у праці В. Сміт. Див.: Сміт В. Происхождение центральных банков. – Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. – 283 с. Звичайно, міжнародному аспекту тут відведено навіть не останню роль, але це також показово, оскільки є відображенням глибокої тенденції до державо-центризму навіть у період, перед виникненням першої хвилі глобалізації. У свою чергу, міжнародний золотий стандарт, захищаючи внутрішню монетарну стабільність, все ж таки виступив потужною монетарною основою глобалізації, незважаючи на те, що паперові обіги в розрізі розвинутих країн на технічному рівні усунули можливість монетарної уніфікації світу. Причину такого позитивного впливу золотого стандарту на глобалізацію можна шукати в тому, що він зберіг субстанціональну єдність світового обігу, однак, найімовірніше, це пов’язано з тим, що ефективність його функціонування була невід’ємно пов’язана з мобільністю капіталів. Тобто саме з розвитком фінансових ринків пов’язуються ті вигоди для міжнародного обміну, які успадкувались через інтегративний аспект спільної субстанціональної основи грошових систем.

нації від уніфікованого обігу. І тільки глобалізація міжнародного золотого стандарту (поширення його принципів в усіх розвинутих країнах кінця ХІХ початку ХХ ст.)⁵⁸⁴ разом з першою хвилею глобальної фінансової та торговельної інтеграції відклала в часі дискусії про монетарну уніфікацію світу. Він вже сприймався уніфікованим, принаймні функціонально. Детальніше ідейні та евентуальні витoki глобальної монетарної інтеграції представлені у табл. 7.4.

Таблиця 7.4.

Ідейні та евентуальні витoki процесу глобальної монетарної інтеграції

Рік (період)	Подія	Значення
1379–1814 рр.	Функціонування Ганзейської валютної ліги та Рейнської валютної федерації. Запроваджено стандартизовані підходи до карбування монет та принципи конвертованості між золотом та сріблом.	Перший приклад в європейській історії того, як щільні торговельні стосунки вимагають кооперації у монетарній сфері.
1582 р.	Італійський мислитель Гаспаро Скаруффі публікує трактат, в якому описує проект запровадження всесвітніх грошей. Alitnonfo (від грецької – справжнє світло, яке повинно пролитись на світ грошей, що карбуються державами, які маніпулюють цим) повинно стати грошима, що об'єднає усю Європу.	Чи не перша апологетика монетарної інтеграції та уніфікації світу.
1789 р.	Прийняття Конституції США, яка передбачала заснування валютного союзу між штатами. Остаточне втілення цієї ідеї відбулося тільки після громадянської війни.	Перший приклад інституціоналізації вимог щодо монетарної інтеграції.
1838–1867 рр.	Функціонування Германського та Австро-Пруського валютного союзу. Передбачав перехід північних країн на талери, а південних – на флоріни, курс між якими фіксується. Використання срібних монет дозволяється пропорційно кількості населення. У 1857 р. германські учасники та Австрія домовились про фіксацію курсів та взаємне відкликання неконвертованих банкнот.	Приклад запровадження кооперації у монетарній сфері для зняття бар'єрів для торгівлі. Особливо важливо у світлі того, що промисловий переворот у германські землі прийшов із запізненням.
1848 р.	Джон Стюарт Міль у “Принципах політичної економії” констатує, що тільки політичні фактори запобігають світу перейти на спільну валюту. Визнання значних суспільних втрат від відмінних підходів до карбування монет та втрат, пов'язаних з торгівлею. Віра у те, що поява спільної валюти стане наслідком удосконалення та розвитку політичних систем.	Визнання політичної складової бар'єрів усунення втрат від відмінного карбування монет.

⁵⁸⁴ Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1–55.

Продовження табл. 7.4.

1860 р.	Підписання договору Кобдена-Шевальє про вільну торгівлю, який започаткував поширення дискусій про монетарну уніфікацію світу задля стимулювання торгівлі та промислового розвитку.	Формування передумов для зростання інтересу до необхідності спрощення обігу для розвитку торгівлі.
1863 р.	В Берліні проводиться Міжнародна статистична конференція, висновки та пропозиції якої лягли в основу формування Латинського валютного союзу. Основна ідея конференції – жорстка фіксація курсів за принципом: 1 долар = 5 франків; 1 британський фунт = 5 доларів, або 25 франків. Згодом цей принцип став відомий, як 1:5:25.	У зв'язку з особливою позицією Великої Британії пропозиції не були реалізовані. Британія спиралась на досвід функціонування Банку Англії, успішність якого у запровадженні золотого стандарту зменшувала її інтерес до удосконалень монетарного режиму.
1865–1914 рр.	Функціонування Латинського валютного союзу, який об'єднав Бельгію, Болгарію, Францію, Грецію, Італію та Швейцарію. Запровадження фіксованого курсу золотих та срібних монет. Закріплення ідентичного вагового вмісту та розміру монет при можливості збереження національного дизайну. Монети приймалися на усій території союзу.	Приклад затребуваності одразу монетарної стабільності та основи розвитку торгівлі. Особливо важливо у світлі становлення індустріальної цивілізації та виходу на авансцену центральних банків.
1867 р.	Наполеон III скликає Паризьку конференцію. На ній дискутується план створення єдиної валюти. В основу пропонувалось закласти фіксацію курсів між провідними валютами за принципом та досвідом функціонування Латинського союзу. Принцип 1:5:25 має стати основою спрощення міжнародного обігу, оскільки неточні арифметичні співвідношення між валютами ускладнюють розвиток торгівлі та промисловості.	Відсутність домовленостей у зв'язку з тим, що кожна з країн вважала за необхідне покладання її валюти в основу формування єдиних грошей. Британія знову відзначилась особливою позицією, пов'язаною з тим, що у неї вже був запроваджений золотий стандарт.
1869 р.	Британській економіст-публіцист Волтер Бейджхот, шеф-редактор "The Economist" (згодом автор ідеї про виконання центробанками ролі кредитора останньої інстанції) визнає, що за спільністю комерції у всьому світі (купівля-продаж, позичання-кредитування) повинна слідувати спільність грошей. Акцент на те, що в сучасній термінології називається зниженням трансакційних витрат, позитивно сприймається провідними економістами того часу – Дж. С. Мілєм та Ст. Джевонсом.	Продовження апологетики необхідності спрощення грошової системи у світі задля розвитку комерції.
1873–1913 рр.	Функціонування Скандинавського валютного союзу, до складу якого входили Швеція та Данія, а Норвегія приєдналась у 1875 р. Передбачався спільний перехід на золотий стандарт з емісією спільної валюти – крони, яка розмінювалась в розрізі країн на банкноти та монети національної емісії.	Перший валютний союз, сформований в умовах поширення міжнародного золотого стандарту, що відобразило можливості ще більш щільної інтеграції.
1892 р.	Карл Менгер у праці "Походження грошей" зазначає, що міжнародна торгівля породжує спільність виконання грошима функції одиниці рахунку та засобу обігу, внаслідок чого розвиток першої повинен посилити тенденцію до формування спільних грошей у торговельних партнерів.	Продовження апологетики необхідності спрощення грошової системи у світі задля розвитку комерції.

Продовження табл. 7.4.

1900 р.	США оголосили про фіксацію курсу долара щодо золота, що стало продовженням відновлення розмінності долара на метал у 1879 р. Завдяки цьому система міжнародного золотого стандарту стала глобальною, оскільки до цього часу практично усі розвинуті країни перейшли на цю модель, в т. ч. з Росією та Японією. Виняток становив тільки Китай, який до початку Першої світової війни був “у процесі” переходу.	Глобалізація золотого стандарту стала альтернативою ідеї спільної світової валюти. З одного боку, країни мали власні банкноти, з іншого – основа обігу та монетарної політики в усіх була спільна – запаси монетарного золота.
1916 р.	Едвін Кеммерер висунув ідею спільної валюти для Північної та Південної Америк – оро, що від іспанської означало “золото”.	Поширення ідеї монетарної інтеграції за межі Європи.
1923 р.	Густав Ліл’енталь публікує працю “Economicus” з розділом “Про наукову грошову систему та світову валюту”. У ній міститься детальний опис плану та кроків переходу до спільної світової валюти.	Ця праця знаменує збереження ідеї глобальної монетарної інтеграції всупереч процесам дивергенції міжвоєнного періоду та популяризації Лігою Націй ідеї створення національних центральних банків.
1943–1944 рр.	Підготовка та проведення Бреттон-вудської конференції. Голова британської делегації Лорд Джон Мейнард Кейнс оприлюднює ідею спільної світової валюти “банкор”, яка повинна стати базою міжнародних розрахунків, тобто стати основою міжнародної ліквідності. Національні гроші при цьому зберігаються (під видом інструменту внутрішніх стабілізаційних інструментів). Голова американської делегації доктор Гаррі Декстер Вайт запропонував нову валюту “юнітас”, яка була ближче до ідеї золотого стандарту. В підсумку, створена міжнародна валютна система продемонструвала глибоку асиметрію між ідеєю пріоритету національної монетарної політики над ідеологією спільних світових грошей, під якими впродовж майже двохтисячної історії розумілось золото.	Фактична модель Бреттон-вудської системи була фінальною спробою збереження світової грошової спільності, вираженої у фіксації курсів щодо долара та збереження за останнім розмінності на золото.

Примітка: Згруповано автором за: Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1–55.; Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 4–41.; Bordo M., James H. One World Money, Then and Now // NBER Working Paper. – 2006. – № 12189. – P. 1–26.; Kanz S. Single Global Currency // www.singleglobalcurrency.org; Steding W. The Globo. – Norwich University. – 2008. – P. 1–21.

Підсумовуючи зазначений етап розвитку ідей та процесів глобальної монетарної уніфікації, можна конкретизувати⁵⁸⁵: 1) ідея

⁵⁸⁵ Дещо відмінний підхід в цьому напрямі пропонують М. Бордо та Г. Джеймс. Вони виділяють такі основні аргументи на користь монетарної уніфікації та спрощення, які тривалий час панували в економічній теорії того часу: зниження трансакційних витрат; здобуття довіри монетарною системою; зупинення «поганої політики» закордоном; політична інтеграція через гроші. Аналізуючи ці позиції, вони констатують, що усі вони стали основою формування чи не найбільшої утопії XIX ст. – запровадження світових грошей. Див.: Bordo M., James H. One World Money, Then and Now // NBER Working Paper. – 2006. – № 12189. – P. 1–26.

запровадження світових грошей спиралась на думку про те, що валютна децентралізація ставить бар'єри для розвитку торгівлі; 2) примат ідеї торгівлі та комерції загалом як провідних бенефіціарів монетарної уніфікації багато в чому спирається на досвід середньовічної Європи та особливу апологетику вільної торгівлі в добу становлення індустріальної цивілізації; 3) сприйняття металів як прояву інтернаціональної вартості робило схему переходу до світових грошей лінійною, чому багато в чому сприяло панування тривалий час трудової теорії вартості, згідно з якою підхід до вартості товарів та грошей був однаковий; 4) ідея запровадження стабільних грошей була важлива, але не настільки рельєфна, як у випадку торгівлі, оскільки стосувалась намагань окремих найменш розвинутих країн Європи отримати вигоди від зближення з вагомими партнерами; 5) навіть спільна субстанціональна основа обігу не запобігала усуненню повною мірою бар'єрів для торгівлі у зв'язку з тим, що грошові системи потрапили під потужний вплив державо-центризму; 6) у свою чергу, саме зі спільною субстанціональною основою обігу пов'язувались практично усі проекти монетарної уніфікації, які мірою розвитку центральних банків, дедалі більше зосереджувались на проблемі забезпечення монетарної стабільності; 7) ідея про те, що золото є основою міжнародної ліквідності, найдовше протрималась у науковому обігу, залишаючи віру в те, що сфера міжнародних валютно-фінансових взаємин, позбавлена міжнародного формату домовленостей, що механічно прив'язують монетарну політику до золота, становить загрозу для глобальної стабільності. Завдяки фундаментальним змінам характеру міжнародного монетарного устрою постбретонвудський період відзначається радикальною зміною уявлень про переваги глобальної монетарної інтеграції.

Ідейна основа монетарної інтеграції в добу плаваючих курсів

Перехід на плаваючі курси одразу відродив проблему і макрофінансової стабільності, і монетарної інтеграції в якісно іншій площині. Мова йде про конфлікт функціонального сприйняття монетарної політики в системі макроекономічних процесів з усвідомленням зростаючого значення стабільності в монетарній сфері як підґрунтя розвитку торгівлі та фінансової інтеграції. Так, з моменту розвалу Бретонвудської системи ще досі активно дебатується проблема вибору балансу між стабілізуючою роллю монетарної політики (кейнсіанський акцент) та її визначальною місією у сфері забезпечення монетарної автономії від зовнішніх шоків (монетаристський акцент). В обох випадках, як це не дивно, функціонально центральні банки не можуть обійтись без

плаваючих валютних курсів, що впливає з проблеми “трилеми”, внаслідок чого фокус на внутрішню рівновагу ставить під сумнів взагалі раціональність постановки питання про монетарну інтеграцію. З іншого боку, практично одразу після переходу на гнучке утворення валютних курсів не вщухали пошуки альтернатив плаванню саме з міркувань усунення бар’єрів для міжнародної торгівлі та ліквідації вразливості третього світу до коливань курсів провідних валют. Разом з цим, досвід макроекономічної дестабілізації та боргових криз у 1980-1990-х рр. яскраво засвідчив відсутність єдиного бачення ідеї посилення глобальної макрофінансової стабільності на основі монетарної уніфікації в розрізі розвинутих країн та країн, що розвиваються.

Ідейне підґрунтя монетарної інтеграції на прикладі розвинутих країн. Виникнення теорії оптимальних валютних зон, починаючи з 1961 р., яскраво засвідчило, що фіксація курсів в розрізі країн може супроводжуватись значними алокаційними вигодами, однак за певних обставин. Значний інтерес до такої постановки питання породив цілу еволюцію цієї теорії шляхом пропозиції нових і нових критеріїв оптимальності, відповідність яким би засвідчила перевагу вигод над втратами від позбавленості країни такого макроекономічного інструменту як валютний курс⁵⁸⁶. Подальший розвиток цієї теорії продемонстрував, що спиратись на неї як на методологічну основу практичних кроків у сфері монетарної інтеграції неможливо. Вона більшою мірою перетворилась на теорію “неоптимальних валютних зон”, оскільки з допомогою її інструментарію набагато легше заперечити факт відповідності набору країн критеріям оптимальності, ніж довести це⁵⁸⁷. Незважаючи на це, теорія оптимальних валютних зон залишається складовою будь-якого дослідження монетарних проблем, які спираються на аналіз балансу втрат і вигод збереження чи усунення валютних курсів.

⁵⁸⁶ Детальніше про це див.: Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. – 2002. – № 138. – Р. 5–51.; Евро – дитя Манделла? Теорія оптимальних валютних зон: Сборник статей: Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – 368 с. Аналіз еволюції теорії оптимальних валютних зон в контексті трансформації макроекономічних орієнтирів центральних банків див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 149–170.

⁵⁸⁷ Б. Ейченгрін – один з перших, хто звернув увагу на “неоперабельність” цієї теорії, тобто неможливість з її допомогою дати чітку відповідь на питання про відповідність території умовам оптимальності чи ні. Водночас, він запропонував “операбельний” емпіричний підхід до аналізу проблеми на основі виявлення спільної компоненти в поведінці шоків попиту та шоків пропозиції. Висновки яскраво довели, що відповідність чи невідповідність критеріям оптимальності може суттєво розходитись із політично оформленим рухом до монетарної інтеграції. Незважаючи на те, що такий висновок зроблений ще до запровадження евро, він залишається актуальним і досі, незважаючи на пошук альтернативних теоретико-методологічних варіантів обґрунтування монетарної інтеграції. Див.: Bayoumi T., Eichengreen B. One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World // Princeton Studies in International Finance. – 1994. – № 76. – Р. 2–38.

Основою альтернативних підходів є такі фундаментальні ідеї:

- плаваючі курси привносять у глобальні монетарні процеси проблему асиметрії в розрізі статусу провідних валют, що вимагає започаткування нового раунду переговорів про формування загальновизнаних та легітимізованих міжнародних активів, внаслідок чого вдалось би забезпечити міжнародний формат функціонування міжнародної ліквідності та запровадити симетрію в процес пристосування платіжних балансів до нових рівноважних умов⁵⁸⁸;

- плаваючі курси та монетарний “лесеферизм” є поширенням “ринкового фундаменталізму” на сферу функціонування міжнародної валютної системи. Внаслідок цього з’являються структурні передумови для вразливості країн третього світу до змін курсів провідних валют, їхня залежність від центрів емісії резервних валют суттєво зростає і дуже часто доступ до зовнішнього фінансування визначається політикою провідних центральних банків щодо процентних ставок. Надмірне коливання провідних валют, високий ступінь вразливості до цього третіх країн, обмежені можливості найбідніших країн збільшувати міжнародну ліквідність (саме в такому контексті Дж. Сорос висунув пропозицію збільшення емісії СДР для подолання бідності та врегулювання боргових проблем у країнах третього світу) є основою глобальних фінансових дестабілізацій тощо⁵⁸⁹;

- запровадження обмежень на коливання курсів провідних валют. Такий підхід розпадається на два напрямки. А саме бачення Р. МакКіноном можливості перейти від таргетування провідними центробанками погодженого світового грошового агрегату до фіксації курсів між провідними валютами. Інша складова – доктрина цільових валютних зон, яка була розроблена Дж. Вільямсоном на основі відходу від

⁵⁸⁸ Цей підхід дуже довго був популярний у теорії міжнародної монетарної економіки впродовж 1970–1980-х рр. і завжди позиціонувався як альтернатива монетаризму з його зосередженістю на національній монетарній політиці з гнучкими курсами. Фактично, запровадження СДР у 1969 році, Смітсонівські домовленості, робота групи Беладжіо та постбретонвудські дебати з приводу реформування глобальної валютної системи на принципах міжнародного співробітництва генетично пов’язані з таким підходом. Див.: Моисеев С. Неизвестный Фриден: вклад великого монетариста в развал Бреттон-Вудса // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 81–98.; Смыслов Д. В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – №5. — С. 50–59.; Смыслов Д. В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 6. – С. 32–39.; Смыслов Д. В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 7. – С. 52–58.

⁵⁸⁹ Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. – К.: Основи, 1999. – 259 с.; Сорос Дж. О глобализации / Пер. с англ. – М.: Эксмо, 2004. – 224 с. Незважаючи на те, що дані розвідки “датуються” періодом після Азійської кризи, за духом та предметною областю вони повністю співзвучні з апологетикою необхідності усунення системи плаваючих курсів та посилення міжнародних витоків в організації глобальних монетарних процесів.

розуміння рівноважних курсів, що спирається на паритет купівельної спроможності. Запровадження зон, у рамках яких курси можуть коливатись, передбачає обрахунок фундаментально рівноважних валютних курсів, що покликано було створити чіткі орієнтири для всієї глобальної економіки щодо напрямку поведінки долара США, марки ФРН та єни⁵⁹⁰.

Доктрина цільових валютних зон продовжувала зберігати актуальність для дискусій і в 1990-х. Криза Європейської валютної системи та потрясіння в Мексиці, Азії та Росії відновили інтерес до проблематики обмежених та прогнозованих коливань валютних курсів⁵⁹¹. Так само, думка про необхідність повернення до ідеї запровадження світової валюти сфокусувала на собі увагу тих дослідників, які намагались запропонувати антикризові кроки в добу глобалізації на основі розв'язання дилеми доступу до міжнародних волатильних ринків капіталу в умовах обмежених та асиметричних можливостей країн збільшувати міжнародну ліквідність при збереженні значної залежності від фіксованоорієнтованих валютно-курсів режимів. Така світова валюта мала виникнути на основі СДР та розширених повноважень МВФ і стати своєрідною еволюцією домінування міжнародних підходів до вирішення ключових глобальних монетарних проблем, що дозволило би врегулювати проблему волатильності валютних курсів та підвищення репрезентативності в ухваленні рішень у сфері міжнародної валютної системи⁵⁹². Подібне розуміння проблеми мало явний перекис на користь посилення міжнародних підходів до вирішення глобальних монетарних проблем у “постазійський період” і виступало своєрідною неявною альтернативою пошукам варіантів запровадження елементів “нової” міжнародної фінансової архітектури, яка передбачала посилення міжнародного фактора в аспекті поширення кодексів поведінки, найкращих практик та розширення доступу до інформації і повністю концентрувалась на

⁵⁹⁰ McKinnon R., *An International Standard for Monetary Stabilization*. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.; Williamson J. *The Exchange Rate System*. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1985.; Williamson J. *Target Zones and the Management of the Dollar*. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1986. Детальніший аналіз та критику цих підходів з точки зору реалізації монетарної політики в умовах глобалізації див.: Козюк В. В. *Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури*. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 280–314.

⁵⁹¹ Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. *The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility* // Institute for International Economics Working Paper. – 1999. – № 9. – P. 1–30.

⁵⁹² Bergsten F. *Alternative Exchange Rate Systems and Reforms of the International Financial Architecture* // Testimony before the Committee on Banking and Financial Services United States House of Representatives. Wash. (D.C.), 1999, May 21. // Institute on International Economy Speeches, Testimony, Papers. – 1999. – P. 1–5.; Balladur E. *The International Monetary System: Facing the Challenge of Globalization*. Wash. (D.C.), 1999, May 25. // Institute on International Economy Speeches, Testimony, Papers. – 1999. – P. 1–6.

оптимізації макроекономічної та наглядової політики на національному рівні в сукупності з модернізацією кредитних механізмів МВФ.

Відносний успіх багатьох країн у сфері мінімізації інфляції, інституціонального оздоровлення та трансформації національних фінансових систем радикально зменшив інтерес до дискусій з приводу глобальної монетарної інтеграції у найбільш радикальному вигляді чи до пошуків обмеження курсових коливань у світі у більш м'якому варіанті. Таку закономірність варто пов'язувати з тим, що парадигма національно-центричного забезпечення глобальної фінансової стабільності виявилась більш життєздатною в умовах еволюції центральних банків та відносно стабільного економічного зростання глобальної економіки після врегулювання кризових наслідків кінця 1990-х років. Посилення мобільності капіталів на тлі збереження значних відмінностей у бізнес-циклах провідних геоekonomічних центрах виступило передумовою того, що вигоди від курсової стабільності не виглядали однозначно більшими в категоріях втрат від зростання потенційної волатильності процентних ставок з подальшим спотворенням потоків капіталу між розвинутими країнами та рештою світу.

Незважаючи на це, інтерес до глобальної монетарної інтеграції продовжив зберігатись і в 2000-х роках. З одного боку, це обумовлено цілком логічними міркуваннями з приводу того, що запровадження євро розширить діапазон коливань курсу долара відносно єдиної європейської валюти, порівняно з часами німецької марки, а також з тим, що поведінка курсів дедалі більше стає відірваною від фундаментальних процесів, розпадаючись на поведінку як активу та на поводження як способу вимірювання конкуренції товарів. Так само, в сучасних умовах можливі настільки значні перегини в поведінці курсів, що вони межують з радикальними алокаційними спотвореннями в системі торгівлі та інвестицій.

Відновлення дискусій з приводу глобальної монетарної інтеграції започаткував колишній голова ФРС П. Волкер, який висловив тезу, що дуже швидко стала хрестоматійною: “Якщо світ посправжньому хоче мати глобальну економіку, то час міркувати про глобальну валюту”⁵⁹³. Ще раніше з цього приводу висловився відомий французький економіст Е. Балладур.: “Чи може глобалізована економіка у довгостроковому періоді функціонувати без глобальної валюти? Неявно тут простежується

⁵⁹³ The Federalist Debate. Papers for Federalists in Europe and the World. – Torino. – 2001. – № 1. – March. – P. 20.

необхідність робити вибір між двома альтернативами: або динаміка глобалізації призведе до запровадження світової монетарної системи, або монетарна фрагментація стане поштовхом до руху від глобалізації у протилежний бік»⁵⁹⁴. Ідею глобальної монетарної інтеграції підтримав і Р. Манделл, який, однак, запропонував не стільки перехід до спільних світових грошей, скільки остаточну фіксацію курсів між собою. Національний суверенітет та відданість його символам не дозволить перейти на справді глобальні гроші, але в умовах зближення інфляційних диференціалів роль плаваючих курсів, згідно з Манделлом, не є визначальною⁵⁹⁵.

З подібною радикальною позицією виступив і відомий економіст-міжнародник Р. Купер. Він охарактеризував наявність системи плаваючих курсів як таку, що породжує набагато більше дестабілізацій, ніж дозволяє привнести в економіку елементів стабільності. Особливо це яскраво простежується на рівні глобальної економіки загалом. Він виокремлює моменти, які відображають необхідність переходу на єдину валюту в розвинутих країнах: вплив немонетарних факторів на валютний курс, внаслідок чого він не може повністю виконувати монетарну місію, або ж бути використаним як продовження монетарної політики; значні ризики для бізнесу від перекосів валютних курсів; несприятливі алокаційні ефекти, пов'язані з реальними інвестиціями, що мотивуються тенденціями у сфері поведінки курсів; перекоси у валютних курсах часто загрожують торговельним протекціонізмом⁵⁹⁶. Так, радикальні перекоси у валютних курсах часто детермінуються не монетарними факторами і ніяким чином не впливають зі статусу платіжного балансу. Наприклад, значні бюджетні дефіцити чи зміни в кон'юнктурі фінансових ринків привносять такий вплив на поведінку курсів, який неможливо зумовити та змінити діями тільки одного центрального банку. Можливі значні коливання курсів призводять до глибоких алокаційних спотворень у сфері глобальних інвестицій. Це особливо дається взнаки, якщо прийняти до уваги поділеність світу на валютні блоки. Наприклад, країна зі зростаючим трендом валюти наражатиметься на потужний конкурентний пресинг, що штовхатиме її не до інвестицій всередині, а до вивозу

⁵⁹⁴ Balladur E. The International Monetary System: Facing the Challenge of Globalization. Wash. (D.C.), 1999, May 25. // Institute on International Economy Speeches, Testimony, Papers. – 1999. – P. 1.

⁵⁹⁵ One World, One Currency: Destination or Delusion? // IMF Economic Forum, 2000, November 8 // www.imf.org.

⁵⁹⁶ Cooper R. Proposal for a Common Currency Among Rich Democracies // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. – 2006. - №127. – P. 5-18.

капіталу в протилежний валютний блок. Так само відмінності у факторній забезпеченості однієї з країн-емітентів провідної валюти та протилежного боку загалом призводитиме до концентрації інвестицій у тих секторах, в яких домінує використання того виробничого фактора, який рідкісний у конкуруючому блоці. Тобто перекося в курсах стають причиною кристалізації відмінностей у факторній забезпеченості, що відбувається за межами міжнародної торгівлі, яка на рівні реального сектору створює значні алокаційні стимули. Зміна тренду валютних курсів може вимагати протилежного руху інвестицій. Завдяки таким процесам глобальна економіка завжди стикатиметься зі значними втратами, пов'язаними зі змінами дислокацій значних виробничих потужностей та “блукаючій” кристалізації факторної забезпеченості як конкурентної переваги. Торговельний протекціонізм як реакція на масштабні зміни курсів також є дуже ризиковою тенденцією, оскільки спроможний відкинути розвиток глобальної економіки на роки назад та загострити політичну напруженість у світі (детальніше приклади протекціоністської політики як відповідь на ситуацію у сфері валютних курсів ми розглядали вище).

Щодо практичних кроків із запровадження світової валюти, то позиція Купера суттєво відрізняється від позиції Манделла. Він констатує, що основою процесу переходу до світової валюти повинно виступити погоджене таргетування провідними центробанками не індексу споживчих цін, а цін виробників або ж цін по товарах, що є предметами міжнародної торгівлі. Це привнесе елементи стабільності в поведінку глобальних інфляційних процесів разом зі створенням підґрунтя для гнучкості в пристосуванні до шоків, оскільки компонента інфляції, що не таргетується, вбере в себе структурні відмінності між країнами, зокрема ступінь негнучкості заробітної плати, питому вагу третинного сектору, відмінні еластичності зв'язку між кінцевими цінами та цінами на енергоресурси⁵⁹⁷. Однак позиція Купера категорична у питанні, що нерозвинутим країнам не варто приєднуватись до “клубу” зі спільною

⁵⁹⁷ Купер наводить приклад ідеї Кейнса, висунутою останнім у 1930 р., згідно з якою країни повинні переглядати курс конвертації національних валют у золото, вартість якого повинна вимірюватись у вартості кошику з 62 видів первинних ресурсів: “від алюмінія до цинку”. Див.: Cooper R. Proposal for a Common Currency Among Rich Democracies // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. – 2006. – № 127. – P. 17. Пропозиція Кейнса цікава з тих міркувань, що вона неявно стосується проблеми неадекватності фіксованих курсів в умовах, коли не спостерігається симетричний вплив на кінцеві ціни з боку цін на первинні ресурси. Однак в сучасних умовах ця ідея навряд чи слушна з точки зору, що плаваючі курси компенсують такі відмінності, а в контексті глобальної валюти варто говорити про створення монетарних рамок умов неінфляційної поведінки кінцевих цін та цін на первинні ресурси. Тим більше, що з точки зору глобального монетаризму (див. вище) для цього існують практично усі теоретичні та інструментальні передумови.

світовою валютою. Для них перевага буде у тому, що вони не будуть наражатись на проблему невизначеності та руйнівних наслідків зміни курсів між провідними валютами, але зберігатимуть переваги можливості пристосовуватись до шоків⁵⁹⁸. Втім, специфічний випадок країн, що розвиваються, спонукає до розгляду монетарної інтеграції в їхньому контексті на основі відповідних теоретичних основ, які суттєво відрізняються від випадку розвинутих країн.

Ідейне підґрунтя монетарної уніфікації на прикладі країн, що розвиваються. Погляд на монетарну уніфікацію з позиції аналізу особливостей країн, що розвиваються, дає змогу одразу побачити разючі відмінності щодо характеру як самої уніфікації, так і вихідних проблем, що покладені в основу логіки аргументів. Так, монетарна уніфікація в країнах, що розвиваються, набагато більше розглядається під кутом зору запровадження валютних рад та офіційної доларизації і тільки останнім часом дедалі активніше лунають голоси з різних частин світу про необхідність регіоналізації стабільноорієнтованих монетарних режимів. Що ж до вихідних проблем, то їх перелік практично не змінився з часів золотого стандарту, але змінився ландшафт їх актуалізації, внаслідок чого їх можна звести до конфлікту між:

- необхідністю забезпечення цінової стабільності як рамкової монетарної умови стабільного розвитку і недостатньо розвинутою інституціональною системою, що гарантувала би це. Перерозподільчий конфлікт та слабкі інституції стають основою м'якої макроекономічної політики, яка породжує високу інфляцію, гіперінфляцію, неоднозначні з точки зору успішності та завершеності програми макроекономічної стабілізації. Реформи монетарних органів та зміна орієнтирів монетарної політики у 1990-х роках продемонстрували, що зниження рівня інфляції ще не достатньо для того, щоб гарантувати макрофінансову стабільність;

- прагненням до підтримання у явній чи неявній формі обмежено гнучких валютних курсів із неможливістю протиставити їх волатильним потокам капіталу. Часто такий конфлікт є прямим продовженням попереднього, коли фіксовані курси є просто більш очевидною формою інституціонального захисту від тиску в напрямку реалізації “поганої” політики. Тобто – немає стабільності цін і незалежного центробанку – немає плаваючого курсу тільки тому, що фіксований курс є простішим

⁵⁹⁸ Ця позиція не нова, якщо прийняти до уваги позицію П. Кенена, висловлену ще у 1969 р. з приводу вибору режиму валютного курсу країнами периферії в рамках Бреттон-вудської системи.

інструментом стабілізації інфляційних очікувань та створення прогнозованих умов розвитку торгівлі. Завдяки такому конфлікту реальна переоцінка валюти завжди підриває платіжний баланс, а доларизовані активи і пасиви в умовах зміни валютних курсів стають детонатором кризи;

• необхідністю формування довгострокових пасивів для фінансування реального сектору та неможливістю це зробити у власній валюті та під низькі процентні ставки. Цей конфлікт, отримавши назву “первісний гріх” (*original sign*), взагалі на сьогодні розглядається базовою причиною вразливості фінансових систем практично усіх країн з ринками, що виникають, та країн, що розвиваються. Внаслідок наявності “первісного гріха” аналізовані країни завжди залежать від глобальних ринків капіталу, нестабільність яких кристалізує проблему двох перших конфліктів⁵⁹⁹.

Поєднання цих конфліктів дає змогу отримати площину, де перетинаються різні підходи до монетарної політики в країнах, що розвиваються. З одного боку, незалежний центральний банк та відповідне інституціональне забезпечення жорсткої монетарної політики разом із апологетикою політики цінової стабільності розглядаються як фундамент для розв’язання одразу трьох конфліктів⁶⁰⁰, що повертає нас до ідеї національно-центричного розуміння макрофінансової стабільності і не виключає питання про монетарну уніфікацію. З іншого боку, Дж. Вільямсон констатує, що модель “одна країна, одні гроші, один центральний банк” не має універсального змісту, а скоріше є відносно недавнім “винаходом”, походження якого набагато більшою мірою стосується розвалу колоніальної системи, ніж продуктом політико-економічної логіки⁶⁰¹. В такому ж контексті стали популярними розвідки К. Шулера, який констатує, що країни з центральними банками мали набагато гірші макроекономічні результати, ніж країни з валютними радами чи повністю доларизованими економіками⁶⁰². Втім, констатуємо, що дослідження, базовані на порівняльній ефективності відмінних монетарних режимів, концентруються тільки на одному з конфліктів, тобто забезпечують тільки один вектор аргументів: “відхід від моделі

⁵⁹⁹ Детальніше ці питання вже розглядали у попередніх розділах, а також вони висвітлені у: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 115–148.

⁶⁰⁰ Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. – Fall 2000. – P. 1–20.

⁶⁰¹ Williamson J. Choosing Monetary Arrangements for the 21th Century: Problems of a Small Economy // Institute for International Economy Policy Brief. – 2006. – PB 06-8. – P. 1–2. Цю сентенцію варто доповнити тим, що ще Ліга Націй після Першої світової війни всіляко популяризувала саме таку модель, яка гарно вписувалась у нову хвилю політичних суверенітетів у світі, що, однак, не знімає питання про конфлікт між монетарною фрагментаризацією світу та розширенням зон домінування національно-політичного фактора у монетарній сфері.

⁶⁰² Schuler K. Should Developing Countries Have Central Banks? – London: Insitute for Economic Affairs, 1996.

центрального банку і національних грошей до забезпечення монетарної стабільності з допомогою прив'язки або запровадження більш сильних грошових одиниць”. Послаблення цього вектора стало актуальним мірою поширення реформ центральних банків практично на усі країни, глибоко інгровані з глобальною економікою, та швидкою дезінфляцією. Споріднений підхід пропонує Ж.-Л. Кордеро, згідно з яким порівняльна ефективність монетарних режимів повинна виходити за межі, власне, монетарного аналізу, що є предметом так званого ортодоксального напрямку в теорії міжнародної економіки. Врахування монетарних змінних зі змінними боргової політики дає кращий результат у процесі оцінки переваг того чи іншого монетарного режиму, внаслідок чого країни, що розвиваються, демонструють однозначну картину щодо об'єктивної затребуваності відходу від моделі “одна країна, одні гроші, один центробанк”, тобто стають основою для монетарної уніфікації та спрощення глобальної монетарної палітри. Іншим напрямком відходу від ортодоксального аналізу Кордеро визнає глибоку невідповідність між тим, що основою ринкової економіки є домінування споживача, та тим, що у сфері монетарної політики зберігається монополія оферента – політичної інституції – центрального банку. Він стверджує: “Споживачі хочуть низьку інфляцію та низькі процентні ставки. Вони також хочуть валюту, яку можуть використати на міжнародному рівні без страху регулювання та контролю”⁶⁰³. З цього випливає, що за відсутності політичного втручання економічні агенти давно віддали би перевагу одній зі світових валют, що підтверджують досить високі рівні доларизації активів та пасивів практично в усіх країнах, що розвиваються.

Інша лінія аргументів, яку можна умовно позначити «подолання фінансової вразливості завдяки усуненню проблеми валютного курсу», акцентує на якісно іншій стороні проблеми. Якими успішними не були би реформи монетарної політики та підвищення її ефективності, ризики валютно-фінансових дестабілізацій все одно зберігаються в зв'язку з тим, що перехід на повне плавання не відбувається, завдяки чому такі країни завжди будуть в зоні конфлікту між необхідністю припливу капіталу і підвищувального тиску на курс із тим, що це погіршує поточний рахунок платіжного балансу і тим самим закладає передумови для реверсів у потоках капіталу. Саме подолання проблеми фінансової вразливості є

⁶⁰³ Cordeiro J.-L. Monetary Systems in Developing Countries: An Unorthodox View // Institute of Developing Economies Discussion Paper. – 2008. – № 154. – P. 17.

основною причиною необхідності відходу від монетарного режиму, заснованого на національних грошах та функціонування центрального банку. Валютний курс є основою фінансової вразливості у зв'язку з тим, що фіксація заохочує зовнішні запозичення, які порушують відповідність між валютною структурою активів і пасивів у фінансовому та реальному секторах⁶⁰⁴. Р. Дорнбуш дивиться під дещо іншим кутом зору. Він стверджує, що одним з головних аргументів на користь плаваючого курсу (тобто неявної основи для монетарного режиму з центральним банком у чистому вигляді) є його здатність пристосовувати економіку до шоків. Однак в більшості випадків під часу шоку країни потребують не стільки пристосування до нових рівноважних умов з допомогою курсу, скільки зовнішнього фінансування. Це не зразу стає зрозумілим, якщо дивитися зі статичної точки зору, однак у міжчасовому контексті це саме так і є у зв'язку з тим, що пристосування до нових умов потребує нових інвестицій, основою фінансування яких є глобальні ринки капіталу (внутрішні це зробити не здатні, особливо у посткризовий період). Більше того, плаваючі курси застосовуються не симетрично: країни схильні девальвувати у “погані часи”, але утримуються від цього у “хороші часи”. Завдяки цьому навіть за системи таргетування інфляції валюти часто стають переоціненими. Звідси Дорнбуш робить висновок, що офіційна доларизація в сучасних умовах краща за таргетування інфляції, отже: “чим менше грошей, тим краще”⁶⁰⁵. Врахування особливостей імперфекцій глобальних ринків капіталу так само приводить дослідників до думки про необхідність спрощення монетарної системи світу завдяки доларизації. Портфельні рішення більше не обмежені тільки єдиним випадком рівноваги між ризиком та доходністю фінансового інструмента, у зв'язку з чим потоки капіталу стають похідною спонтанних рухів між рівноважними портфелями в розрізі інтегрованих ринків, але у мультивалютному світі. Тому, рішення глобальних інвесторів не враховують повної картини зв'язків між макроекономічною ситуацією, кон'юнктурою ринку та поведінкою окремого фінансового інструмента. Національна валюта в таких умовах опиняється в епіцентрі потрясінь, що можна компенсувати за допомогою доларизації⁶⁰⁶.

⁶⁰⁴ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. – 1999. – № 7418. – P. 1–54.

⁶⁰⁵ Dornbush R. Fewer Monies, Better Monies // American Economic Review. – 2001. – Vol. 91 (2). – P. 238–242.

⁶⁰⁶ Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. – 2002. – № 8950. – P. 1–37.; Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. – 2000. – May. – P. 54–72.

Глобальна монетарна інтеграція: критичний огляд традиційних підходів

Вищенаведений аналіз свідчить, що 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”⁶⁰⁷. Невипадково, що більшість досліджень міжнародних монетарних режимів так і не можуть вийти за рамки дилеми вибору оптимального валютно-курсowego 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 не виправдано оптимістичним⁶⁰⁸. 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

⁶⁰⁷ Schmukler S. Exchange Rate Arrangements and Disagreements: Prospects for a World Currency // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. – 2006. – № 127. – P. 45., P. 46.

⁶⁰⁸ Прикладом такого оптимізму може бути, зокрема: Aliber R. The New International Money Game – 6th edition. – London: Macmillan, 2001.; Cohen B. Global Monetary Governance. – London: Routledge, 2007.

епіцентрі перманентного конфлікту між процесами глобалізації та валютно-курсовою політикою⁶⁰⁹.

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 банком⁶¹⁰.

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 Бонапссе проводить пряму аналогію: усунення валютних курсів елімінує збитки від зміни

⁶⁰⁹ Bowles P. *National Currencies and Globalization: Endangered Specie?* – London: Routledge, 2007.

⁶¹⁰ Відзначимо, що М. Бонпассе є президентом Асоціації Єдиної Глобальної Валюти, метою діяльності якої є запровадження такої валюти у 2024 році. Див. офіційний сайт цієї організації: www.singleglobalcurrency.org.

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 втратами⁶¹¹.

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

⁶¹¹ Bonpasse M. The Single Global Currency – Common Cents for the World. – Newcastle, ME: Single Global Currency Assn., 2006.; Bonpasse M. The Single Global Currency – Common Cents for the World. – Newcastle, ME: Single Global Currency Assn., 2007.; Bonpasse M. The Single Global Currency – Common Cents for the World. – Newcastle, ME: Single Global Currency Assn., 2008.; Bonpasse M. The Single Global Currency – Common Cents for Commerce. – Newcastle, ME: Single Global Currency Assn., 2008. – P. 1–8.

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 грошми з відповідним інституціональним підкріпленням в аспекті легітимізації функціонування світового уряду, парламенту та центрального банку⁶¹².

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

⁶¹² Moshirian F. Global Financial Services and a Global Currency // Journal of Banking and Finance. – 2007. – Vol. 31 (1). – P. 3–9.; Moshirian F. The Significance of a World Government in the Process of Globalization in the 21st Century // Journal of Banking and Finance. – 2008. – Vol. 32 (8). – P.1432–1439.

монетарної політики, наприклад, такі як зближення функцій реакцій центральних банків, симетрія їх мандатів, включення у функцію реакцій глобальних змінних тощо⁶¹³.

З іншого боку, сприйняття сфери грошового обігу як специфічної та такої, що в силу різного роду обставин є провалом ринку, відоме ще з середини ХІХ ст., зокрема завдяки А. Пігу⁶¹⁴. 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 банків⁶¹⁵. 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-курсового 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

⁶¹³ Такі рішення є суттєвою альтернативою підходам, які зводять проблему глобальної стабільності тільки до сфери валютних курсів і прирівнюють процес забезпечення такої стабільності до руху у бік більш фіксованих курсів, і, що найголовніше, вони цілком вписуються в еволюційний паттерн сучасних центральних банків, які функціонують на принципах підтримання цінової стабільності, орієнтації на раціональні очікування, комунікацію з ринками. Детальніше див. Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 112–143.

⁶¹⁴ Найбільш повно дискусії з цього приводу висвітлені у: Смит В. Происхождение центральных банков. — Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. – 283 с.

⁶¹⁵ Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. – 2002. – P. 1.

криз у взаємозалежному світі⁶¹⁶. 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

⁶¹⁶ Наприклад, у свій час Дж. Сорос зводив проблему до високої волатильності капіталів, ринкового утворення курсів, що відривало їх від фундаментальних процесів (Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. – К.: Основи, 1999. – С. 18.), З. Луцишин наголошувала на гіпертрофії фінансового сектору над реальним (Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. – К.: Друк, 2001. – С. 224–248.); С. Афонцев стверджував, що основною проблемою є міграція криз (Афонцев С. Проблема глобального управління мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. – 2001. – С. 66.), Б. Бергстен, О. Давані, Р. Жаке наголошують на нестабільності в окремих країнах, браку довіри до макрополітики, через що мобільність капіталів дестабілізує усю фінансову архітектуру світу (Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility // Institute for International Economics Working Paper. – 1999. – № 9. – Р. 1–30.). У МВФ констатували, що питання зводиться до монетарного режиму між трьома провідними валютами, циклічністю потоків капіталу, побудови ефективної політики відповіді, адекватної умовам мобільності капіталів (Kenen P., Swoboda A., Overview. Reforming the International Monetary and Financial System. Proceeding of a Conference held in Washington, D.C. – May 28–29, 1999. IMF // www.imf.org.). Р.Манделл привертав увагу до того, що із запровадженням євро світ зіткнеться з іще значнішими курсовими коливаннями (Манделл Р. Євро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 297–298.).

рівноважних змін курсових паритетів⁶¹⁷. 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 сьогодишню 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 благ⁶¹⁸. 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.

Глобальна монетарна інтеграція в контексті сучасних макросфінансових трансформацій

Так, обґрунтування глобальної монетарної інтеграції не може спиратися тільки на окремий аспект нестабільності у сфері глобальних

⁶¹⁷ Williamson J. Reference Rates and the International Monetary System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economy, 2007. – 104 p.; Williamson J. A Worldwide System of Reference Rate // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. – 2006. – № 130. – P. 5–17. Запропонований варіант системи відповідних валютних курсів є своєрідним антиподом системі цільових валютних зон, біля витоків та популяризації якої також стоїть Дж. Вільямсон. Така метаморфоза, з одного боку, демонструє історичну мінливість наголосів на домінуючій проблемі в міжнародній монетарній економіці, з іншого боку, засвідчує те, що пошуки вирішення проблеми валютних курсів в межах навіть 20 років можуть продемонструвати поворот на 360 градусів.

⁶¹⁸ Зазначимо, що ранні погляди на проблему глобального регулювання набагато ближче до традиції міжнародної політики, в якій наголос робиться на питаннях співвідношення міжнародних та національних підходів до вирішення тих чи інших проблем, пошуку та інституціонального забезпечення легітимності міжнародних рішень та їх зверхності щодо національних. Внаслідок цього, навіть включення в логіку обґрунтування функціонування системи глобального урядування поняття Парето-оптимуму більшою мірою стосується питання про репрезентативність та легітимність, аніж, власне, провалів ринків та пошуку варіантів виходу з них.

макроекономічних та фінансових процесів. Посуті, для підтримання стабільного функціонування глобальної економіки як системи потрібно досягнути адекватності між рівнями дестабілізуючих та регулюючих сил. З цих міркувань концепції, які беруть за основу апологетики та критики глобальної монетарної інтеграції – проблематику валютних курсів, залишають поза увагою той факт, що на сьогодні мова вже не може йти тільки про питання посилення глобальної взаємозалежності з відповідним зростанням значення екстремалій при реалізації національно-центричних підходів у регулюванні монетарних та фінансових процесів. Завдяки масштабним макроекономічним та фінансовим трансформаціям чітко окреслюються риси глобально-центризму як базової вісі практично усіх економічних процесів у світі. В таких умовах значення та можливості національно-центричних монетарних режимів може не відповідати складності та масштабу завдань, які формуються в рамках глобально-центричних процесів в економіці.

Якщо простежити тенденцію до формування національно-центричних моделей монетарної політики (або монетарного націоналізму, за словами Ф. Хаєка⁶¹⁹), то вона відштовхувалась від спроб подолати обмеження монетарної системи світу, структура якої визначала іманентну взаємозалежність на глобальному рівні. Орієнтація на внутрішню рівновагу конфліктувала з можливістю підтримання зовнішніх зобов'язань. В сучасних же умовах такого конфлікту не існує. Пріоритет внутрішньої рівноваги зберігається, однак сама рівновага вже задається не на національному, а на глобальному рівні. Саме на врахуванні такої зміни повинні ґрунтуватись мета-принципи глобальної монетарної інтеграції, які враховують:

- адитивність щодо попиту платіжних контрпозицій, появу ознак грошової ілюзії у глобальних дисбалансів та глобальну нейтральність монетарної політики в силу фінальної обмеженості глобальних ресурсів;

⁶¹⁹ Зазначимо, що сам Хаєк був радикальним опонентом ідеї монетарного націоналізму, оскільки вбачав у ньому надмірний перекис на користь державного втручання (в рамках моделі “держава – центральний банк – національні гроші”), порівняно зі свободою підприємництва. З більш предметної точки зору, він стверджував, що поєднання золотого стандарту та національних валют не є тою системою, яка забезпечить світову стабільність. Див.: Hayek F.A. *Monetary Nationalism and World Stability*. – London: Longmans, 1937. – 104 p. Багато пропозицій Хаєка були активно включені у монетаристську програму, зокрема ті, які стосуються стабільності номінального доходу як основи довгострокової рівноваги. Втім, його бачення стабільної системи як поєднання вільної банківської діяльності із золотим стандартом навряд чи може бути орієнтиром сучасних глобальних монетарних реформ, незважаючи на те, що у свій час критика Кейнса була цілком виправдана з міркувань обґрунтування підтримання цінової стабільності як основи ринкового господарства, чому останній не приділяв достатньо уваги.

- формування спільних факторів поведінки національних інфляцій відповідно до глобальної тенденції та наявність механізму корекції відхилень перших від другої;
- зростання значення глобального ВВП-розриву в поясненні інфляційних процесів національного рівня;
- появу глобального бізнес-циклу з відповідними наслідками щодо динаміки сукупного попиту та пропозиції окремих країн, посилення спільності в поведінці ВВП, споживання та інвестицій у світі;
- домінування секторних шоків над національними;
- подальше прогресування значення транскордонної диверсифікації та послаблення ефекту домашнього зміщення;
- посилення реальної інтеграції і, відповідно, зростання валових та чистих зовнішніх вимог та зобов'язань, внаслідок чого роль валютного курсу як коректора платіжного балансу починає поступатись дієвості ефекту “оцінки вартості активів”;
- посилення глобальної торговельної та фінансової відкритості, а також зростання глобальної мобільності фактора праця тощо.

У свою чергу, цей контекст аналізу виходить за рамки тих застережень, які випливають з теорії оптимальних валютних зон і які, зрештою, зберігають національно-центричну орієнтацію в тому розумінні, в якому валютний курс або його усунення є атрибутами руху від однієї країни до ширшого простору.

З іншого боку, поєднання феномена складності у сфері глобальних фінансів із розмитими контурами сучасного монетарного устрою світу вимагає розгляду цього питання в розрізі своєрідних блоків. Такі блоки відображають набір проблем, які глобальна монетарна інтеграція повинна вирішити. Останні репрезентують певну спорідненість з тією точки зору, що процеси, які описуються, породжують проблеми у сфері глобальної стабільності. Завдяки такому блоковому підходу розгляд проблеми поєднуватиме уникнення жорсткого ієрархічного поділу на макро- та мікрорівень (оскільки в окремих випадках рівневий аналіз включається у певний блок або блоки), багатосторонність та збереження певних елементів методології ідеальних типів, що надаватиме обґрунтуванням рис позитивної економічної науки. До таких блоків можна віднести:

- контроль за глобальною експансією системи;
- підвищення глобальної фінансової стабільності;

- подолання динамічної інконсистентності у сфері реакції на відхилення макрофінансових змінних від фундаментальних процесів;
- звуження проблеми платіжних дисбалансів та асиметрій у сфері резервних валют.

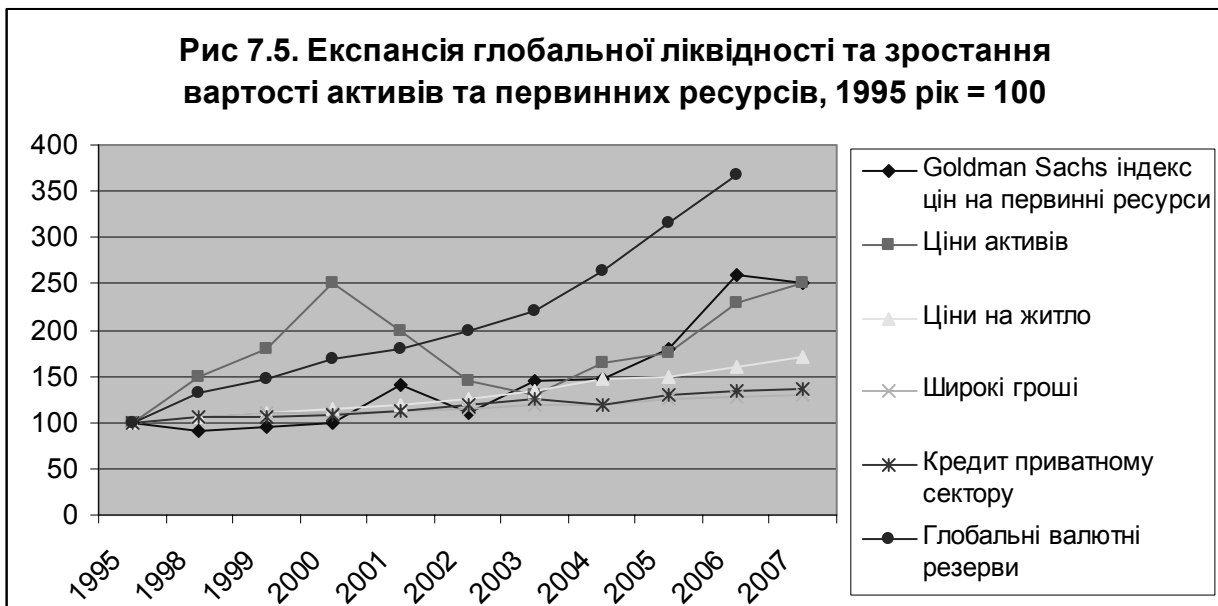
Так, в умовах розмитих контурів чинного монетарного устрою світу питання контролю за глобальною експансією стає чи не найголовнішим. В основі такої постановки питання можна побачити серйозний ризик глобальної інфляції в традиційному розумінні цього слова, а також глобальної інфляції в найбільш загальному розумінні як радикального перекосу на користь номінальної інфляції вартості активів, в т. ч. із первинними ресурсами, порівняно з їхньою реальною вартістю, яку можна звести до певних глобальних пропорцій чи тренду глобальних реальних змінних. На ризику глобальної інфляції, пов'язаною із швидким зростанням вартості первинних ресурсів, наголошується у багатьох працях⁶²⁰, однак проблема полягає не тільки в цьому, а також у тому, що глобальна експансія дає змогу створити передумови для надмірного перерозподілу на користь споживання та інвестицій у теперішньому періоді, порівняно з майбутнім, завдяки якісно новим можливостям у сфері кредитування та емісії фінансових інструментів, що дає модернізована фінансова система. Тобто нові фінансові можливості прискорюють поточну глобальну інфляцію так само, як і традиційні монетарні збудники. В радикально нових фінансових умовах на підґрунті системної складності гранична експансія ліквідності може призвести до непрогнозованих наслідків. Більше того, ціноутворення на первинні ресурси зберігає монетарну етимологію, але до неї додаються фінансові аспекти, оскільки ціни на них мають ознаки поведінки цін на активи.

В сукупності, це демонструє, що глобальна економіка зіткнулась з зростанням вартості активів, роздуванням фінансових бульбашок, зростанням цін на первинні ресурси, прискоренням глобальної інфляції споживчих цін практично одночасно. Рис. 7.5. демонструє, що, якщо абстрагуватись від злету і падіння фондових ринків у 2000–2001 рр., то можна побачити однозначну картину симетричного прискореного зростання вартості активів, житла, цін на первинні ресурси, з одного боку, та широких грошей, кредиту приватному сектору країн ОЕСР та валютних

⁶²⁰ Krichene N. Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/130. – P. 1-26.; Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. – № 911. – P. 5–25.; Is Inflation Back? Commodity Prices and Inflation. Chapter 3. – IMF. World Economic Outlook. – 2008. – October. – P. 83–128.

резервів, з іншого. Цю ж картину підтверджують дані по рекордному падінню спредів практично по всьому набору інструментів, внаслідок чого рух процентних ставок та вартості активів розійшовся в діаметрально протилежних напрямках, явно нехтуючи довгострокову тенденцію поведінки глобального ВВП⁶²¹.

Отже, увесь спект глобальних інфляційних процесів потрапляє в зону впливу з боку відсутності контролю за глобальною експансією в системі (рис. 7.5.), внаслідок чого перенасичення глобальної економіки попитом породжує набагато більші спотворення, ніж інфляція, якщо порівнювати надмірний попит та інфляцію на рівні окремої країни. Такі радикальні відмінності між глобальною та національною економікою впливають із того, що рівні складності та неоднорідності радикально різняться.



Джерело: Borio C. The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. – 2008. – № 251. – P. 3.; IMF Annual Report. 2004. – Wash., D.C.: IMF, 2004. – P. 102–103.; IMF Annual Report. 2006. – Wash., D.C.: IMF, 2006. – P. 129.

Завдяки цьому флуктуації у сфері глобальної експансії призводять до широкого набору проблем, які прямо загрожують фінансовій стабільності. По-перше, коливання в обсягах глобальної ліквідності заохочує транскордонні переливи капіталів, які привносять додаткові флуктуації валютних курсів та поширюють проциклічність на окремі національні фінансові системи. В умовах відсутності повної гнучкості

⁶²¹ Borio C. The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. – 2008. – № 251. – P. 3.; Global Prospects and Policies. Chapter 1. – IMF. World Economic Outlook. – 2008. – October. – P. 1–48.

валютних курсів та однорідності в розрізі країн щодо неї виникає загроза масштабних перекосів курсових паритетів там, де курси гнучкі, та платіжних дисбалансів там, де курси негнучкі. Випадок негнучких курсів демонструє складну дилему, перед якою опиняється країна в умовах екзогенних змін у потоках капіталів, обсяги яких перевищують її потенціал абсорбування. Або приплив капіталу завищуватиме курс на стільки, що глобальна конкуренція призведе до колапсу експорту і зростання ВВП, або зростаючі резерви розігріють внутрішню фінансову кон'юнктуру і викличуть інфляцію. У випадку відпливу капіталу ситуація протилежна: або курс повністю пристосовується до відпливу капіталу, загрожуючи масштабній фінансовій кризі та інфляції, або намагання підтримувати курс заохочуватимуть спекуляції проти валюти, руйнуючи зовнішні активи центробанку та наражаючи країну на кризу тільки вже в стані відсутності резервів. По-друге, багато країни опиняються в стані, коли експансія попиту в них залежить вже не стільки від макроекономічної політики, скільки від стану глобальної ліквідності. Тобто коливання стану ліквідності визначає стан внутрішніх фінансових ринків та банківської системи, або заохочуючи надмірне кредитування, або різко обмежуючи кредит. В першому випадку країни наражаються на швидке розширення споживання та погіршення платіжного балансу, яке практично не залежить від внутрішньої макрополітики. В останньому випадку модель валютної кризи “раптова зупинка” (*Sudden Stop*) стає неповною, а валютно-курсний фактор – не домінуючим. Охолодження у сфері кредитування розширює діапазон кризи та нестабільності, втягуючи в неї не тільки сектор, що пов'язаний з валютним курсом, а всю економіку. По-третє, зі станом глобальної ліквідності також починають корелювати шоки умов торгівлі. Так, при експансії глобальної ліквідності відбувається швидке зростання цін на первинні ресурси, а при стисканні глобальної ліквідності – падіння цін на них. В таких умовах практично кожна країна стикається з проблемою одразу і інфляції, і підтримання зростання ВВП. В першому випадку країни-імпортери наражаються на ризик зростаючої інфляції внаслідок зростання вартості імпорту при тому, що боротьба з такою інфляцією може йти всупереч із внутрішньою динамікою ВВП, а країни-експортери – внаслідок наближення до повного завантаження виробничих потужностей. В другому випадку, країни-імпортери отримують додаткові переваги для зростання ВВП, тоді як країни-експортери опиняються в стані рецесії. В обох випадках флуктуації

платіжних балансів та валютних курсів ускладнюють адекватну політику щодо фінансового сектору, наражаючи його на небезпеку надмірних зовнішніх запозичень або ж на надмірний вивіз капіталу. І те і друге може суттєво похитнути національну фінансову систему, що одразу переноситиметься на глобальний рівень через міграцію криз. По-четверте, в умовах фінансової інтеграції поведінка вартості активів прив'язується до динаміки глобальної ліквідності, внаслідок чого запускаються в дію циклічні зміни у сукупному попиті та платіжному балансі і, відповідно, інфляції та валютному курсі, викликані різного роду ефектами добробуту⁶²².

В усіх випадках простежується спільна закономірність. Саме на глобальному рівні зміни стану ліквідності перетворюються на детонатор ланцюгових реакцій у сфері макроекономіки та фінансових ринків, які починають поширюватись на окремі країни, призводячи до асиметричних процесів у сфері валютних курсів, платіжних балансів, потоків капіталу та інфляції і ВВП, оскільки увесь набір країн не зводиться до спільного знаменника економічної структури. Глобальна стабільність починає розхитуватись в той чи інший бік залежно від того, яке значення для глобальної економіки має той чи інший набір країн, вражених тим чи іншим стресом.

Однак найбільший інтерес з позиції глобальної монетарної інтеграції викликає питання, чому саме на глобальному рівні утворюються збудники масштабних дестабілізацій, якщо на національному рівні завдяки трансформаціям центральних банків спостерігаються орієнтація на пріоритет внутрішньої рівноваги, досягнення цінової стабільності та можливості гнучкого утворення курсів? Іншими словами, чому національно-центрична модель глобальної фінансової стабільності не спрацьовує? Тобто завдяки яким механізмам відносно ефективна політика на національному рівні агрегується у несприятливий результат і чому відсутність екзогенного контролю за поведінкою системи актуальна в умовах, коли кожна складова – країна – намагається проводити відносно здорову макрополітику?

В основі механізму агрегування національних політик у несприятливу глобальну конфігурацію поведінки ліквідності можна

⁶²² Наприклад, М. Фратцшер та Р. Штрауб доводять, що коливання цін активів впливає на поточний рахунок платіжного балансу, передусім, завдяки ефекту доходу, та, перш за все, у випадку США. Див.: Fratzscher M., Straub R. Asset Prices and Current Account Fluctuations in G7 Economies // ECB Working Paper. – 2009. – № 1014. – Р. 5–21.

побачити зрушення, які актуалізуються на відмінних рівнях. Так, якщо прирівняти національну політику в глобальній економіці до окремого економічного агента в економічній системі, то можна побачити, що в умовах відсутності екзогенного контролю за глобальною пропозицією ліквідності поведінка окремих країн може потягнути за собою колективні зміни в поведінці, внаслідок чого спостерігатиметься ефект мультиплікації глобальної ліквідності в напрямі експансії та рестрикції. Якщо випадок рестрикції дуже часто опосередковується кризами, або автономними змінами в ставленні до ризику, що важко звести до монетарної етимології, то випадок експансії це чітко засвідчує.

Зазначимо, що у XIX ст. активно обстоювались два погляди на організацію грошового обігу: централізація (заснування центробанку) обґрунтовувалась з тієї точки зору, що вона може запобігти колективній надемісії, отже флуктуаціям у децентралізованій грошовій пропозиції; апологети вільної банківської системи наголошували, що децентралізація краще відповідає умовам визначення ринкових потреб у кредиті. Представники банківської школи наголошували, що експансіоністська поведінка одного банку не може призвести до колективної експансії, оскільки такий банк почне втрачати резерви. Представники кількісної теорії зазначали, що навіть експансія банкнот одного банку може зумовити експансію усєї банківської системи, оскільки її учасники є конкуренти⁶²³.

Якщо екстраполювати цю дискусію на наш випадок, то можна побачити, що практично усі представники національно-центричного погляду на монетарну політику обстоюють тезу про те, що підтримання внутрішньої цінової стабільності не матиме глобальних негативних наслідків, а валютні курси компенсують цінові диференціали. В умовах високої еластичності реакції валютних курсів на зміни в рівнях інфляції, а платіжних балансів – на стан внутрішнього попиту, така аргументація цілком справедлива. Коливання валютних курсів унеможливить колективну експансію системи. Втім, варто визнати, що така картина була актуальною у 1970–1980-х рр. в часи боротьби з високою інфляцією, переходу на плаваючі курси та запровадження спочатку монетаристського, а згодом неокласичного стандарту національної монетарної політики.

⁶²³ Аналіз даної проблеми див.: Козюк В. В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – С. 9–23.

В умовах же сучасного рівня розвитку та інтеграції фінансових ринків, а також специфічної ситуації у сфері глобальних монетарних взаємин така картина нереалістична. Експансія однієї великої економіки може потягнути за собою експансію системи, або ж в силу різних обставин орієнтація на національні макроекономічні рамки в поточній монетарній політиці може породжувати екстерналиї у вигляді ефектів ліквідності, які заохочують експансію у фінансовому секторі, тягнучи за собою усю глобальну економіку в стан перенасичення попитом з подальшим охолодженням, стисканням ліквідності, колапсом фінансових ринків та поширенням кризи на експортні сектори у багатьох країнах загалом по світу. Детальніше механізм колективної експансії в умовах відсутності екзогенного контролю за глобальною грошовою пропозицією складається з таких компонентів:

- по-перше, прив'язка багатьох валют до ключової резервної валюти. З одного боку, в таких умовах експансія країни-центру імпортується на решту учасників, однак, коли їхній рівень розвитку зростає, їхній колективний макроекономічний стан починає так само впливати на країну-центр з точки зору фінансування її платіжного дефіциту та задоволення потреб в імпорті. Якщо загальний алгоритм роботи цього елемента мало чим відрізняється з часів Бреттон-вудської системи, то сучасні масштаби та поява двосторонніх зв'язків демонструють, що експансія є конвенціональним феноменом, тобто уможлиблюється за імпліцитної згоди усіх учасників. Основна причина – намагання отримати переваги у глобальній конкуренції та у способах захисту від глобальних потрясінь, що виливається у переобтяженості валютними резервами⁶²⁴;

- по-друге, відсутність чіткого зв'язку між валютним курсом та ув'язкою стану платіжного балансу з внутрішнім попитом підтримується завдяки потокам капіталу. Цей елемент починає суттєво затримувати в часі необхідну монетарну реакцію на перегрів внутрішнього попиту, індикатором чого є погіршення платіжного балансу. Більше того, приплив капіталу тільки стимулює попит. І чим більш інтегрованою та глибокою ставатиме система глобальних фінансових ринків, тим більшою мірою потоки капіталу братимуть на себе можливості підтримання дисбалансів,

⁶²⁴ Опосередкованим підтвердженням цьому є останні дослідження зв'язку між платіжним дефіцитом США та платіжними балансами решти світу. Так, зростання дефіциту платіжного балансу США на 1% призводить до того, що зростання платіжних профіцитів у країнах з профіцитом досягає 0,5%, тоді як на дефіцитні країни це не впливає. Див.: Aizenman J., Jinjarak Y. The US as the “Demander of Last Resort” and its Implications on China’s Current Account // NBER Working Paper. – 2008. – № 14453. – P. 1–21.

однак, на відміну від монетарних обмежень, вони будуть тільки погіршувати ситуацію. Якщо сюди додати, що масштаби потоків капіталу є такими, які можуть забезпечити приплив інвестицій практично в усьому світі, то одразу стає зрозумілим, що відсутність вчасної монетарної реакції на платіжний баланс на національному рівні швидко агрегується, перетворюючись на фактор експансії глобального попиту з відповідними наслідками;

- по-третє, що є продовженням першого, поява адитивного характеру платіжних контрпозицій щодо глобального попиту та перетворення глобальних дисбалансів на грошову ілюзію само по собі безпосередньо впливає на ціни первинних ресурсів з відповідними наслідками для глобальної інфляції;

- по-четверте, затримка інфляційної реакції, що дає змогу нагромадити дисбаланси. Цей елемент має дві складові. У випадку країн, які нагромаджують резерви, затримка з інфляційною реакцією, наприклад в силу того, як глобалізація впливає на дезінфляцію, внутрішні обмеження на тривале підтримання профіцитних платіжних балансів та поглинання припливу капіталів стають умовними, уможливлючи зовнішні дисбаланси суто з монетарної точки зору. У більш загальному контексті, включно з режимом таргетування інфляції, затримка з інфляційною реакцією є наслідком “парадоксу довіри” та включенням дезінфляційного глобалізаційного впливу на інфляційні очікування в параметри встановлення процентних ставок. Тобто у випадку, коли центральний банк користується довірою, крива Філіпса стає похилішою, а глобалізаційно зумовлена дезінфляція включається в макромодель монетарної політики, можливості реагувати на шоки грошового ринку та реального сектору різко зростають. У короткостроковому періоді можливе швидке зростання грошової бази, грошової маси та внутрішнього кредиту разом зі зниженням процентних ставок без суттєвих інфляційних наслідків, що сприймається як спосіб заохочення наближенням ВВП до потенційного рівня. Особливо це актуально для тих країн, які страждають від браку попиту внаслідок жорстких інфляційних обмежень. Завдяки цьому внутрішні умови ліквідності різко покращуються, але в умовах фінансової інтеграції вони ж і швидко глобалізуються, створюючи передумови для експансії глобального попиту через канали глобальної фінансової системи. Іншим аспектом цієї проблеми є сприйняття шоку цін на первинні ресурси в рамках таргетування інфляції. Він сприймається як екзогенний, отже розробники монетарної політики намагаються

виключити з монетарної реакції на поведінку базової інфляції (*core inflation*) компонент поведінки світових цін. Завдяки цьому упускається з виду, що цей шок може бути ендогенний, але не на індивідуальному (на рівні країни), а на колективному (глобальному) рівні. Як наслідок, в сукупності окремі таргетери інфляції будуть замкнені в рамках ув'язки інфляції з поточним ВВП-розривом, упускаючи з виду, що м'яка реакція на шоки має екстерналії у вигляді експансії глобальної ліквідності, яка стає основою зростання світових цін.

З проведеного аналізу видно, що глобальна економіка абсолютно не містить чітко діючих механізмів контролю за експансією ліквідності і сукупного попиту, а підтримання цінової стабільності на національному рівні ще не гарантує відсутність негативного глобального резонансу. Одним з наріжних каменів цієї проблеми також є те, що на глобальному рівні обмеженість ресурсів фінальна, отже глобальна нейтральність монетарної політики завжди чітко прив'язується до глобального природного рівня зростання ВВП, а глобальні процентні ставки утворюються безвідносно до стану балансу глобальних заощаджень та інвестицій. Щодо першого, то це означає доволі високу чутливість глобальної інфляції (насамперед цін на первинні ресурси) до поведінки глобального ВВП-розриву. Щодо другого, то з одного боку, вони залишаються під впливом провідних центробанків світу. З іншого – вони є продуктом глобальних монетарних взаємин у вигляді підтримки дефіциту платіжного балансу США та профіциту в Азії+. В таких умовах фактичні реальні процентні ставки суттєво викривлюються з боку можливостей одних країн розробляти інноваційний продукт з високою часткою затрат капіталу, а інших – просувати товари споживання з високою часткою затрат праці. Як наслідок, динамічна рівновага, що утворюється внаслідок імпліцитної кооперації таких країн, суттєво відхилятиме реальні ставки від відносно емпіричних критеріїв глобального балансу. Більше того, глобальна цінова стабільність дедалі більше ставатиме віртуальною категорією, оскільки вбиратиме конфлікт між інфляціогенною поведінкою глобальної ліквідності та дезінфляціогенними наслідками глобалізації у реальному секторі та глобальних криз. Глобальна монетарна інтеграція може стати суттєвим прогресом у цій сфері. Завдяки глобальній централізації грошової пропозиції та встановленню базових глобальних ставок відповідно до цільової глобальної інфляції з'явиться система контролю за глобальною ліквідністю, що усуватиме широкий набір дестабілізаційних процесів монетарного характеру.

З проблемою глобальної експансії ліквідності чітко корелює проблема глобальної фінансової стабільності. Процес переходу від валютно-боргових до власне фінансових джерел нестабільності тільки підсилює цю закономірність. Це обумовлено тим, що фінансова інтеграція дедалі більше затребує розширення нового і нового кола доступних інструментів з метою подолання проблеми корельованості поведінки інструментів в оптимальному портфелі. Природно, що граничне розширення кола доступних інструментів відбуватиметься за рахунок інструментів з гіршим рейтингом. Завдяки цьому оптимізаційна поведінка глобального інвестора рано чи пізно поставить його перед дилемою приймати додатковий ризик і забезпечувати диверсифікацію чи ні. В обох випадках змінюється структура ризику – в першому системний ризик, у другому – ризик портфеля. Однак в обох випадках видимість такого ризику буде приховуватись під впливом ситуації із глобальною ліквідністю.

Чим більше в інвестора буде можливостей перестраховувати ризики та вдаватись до лівереджу в пошуках нових форм вкладання коштів, а також, чим більше інвестор покладається на легкодоступність кредиту в разі екстреної ситуації, тим агресивнішим буде прийняття ризику. З іншого боку, фрагментарність глобального фінансового простору відобразить асиметричну інтеграцію країн з ринками, що виникають, в розумінні, що вони повільніше генерують активи, прийнятні для глобального портфеля. Природно, що пошук дохідності в такій системі не матиме чіткої просторової спрямованості, а перетвориться на блукаючу систему, в рамках якої інтерес до інструментів з нижчим рейтингом, але відомого класу, однаково прийнятний як і інструмент з вищим рейтингом, але інноваційного характеру (тобто його клас ще не настільки відомий, наприклад, кредитні свопи, цінні папери, покриті активами тощо). В обох випадках рейтинг інструмента стає дуже умовним. В першому випадку він більше прив'язаний до суверенного рейтингу, в другому – до рейтингу емітента⁶²⁵. Зміни валютних курсів внаслідок утворення спонтанних

⁶²⁵ Детальніше про проблему фінансових інновацій як джерело послаблення стабільності глобальної фінансової системи див.: Borio C. The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. – 2008. – № 251. – P. 1–28.

переваг щодо того чи іншого класу також привносять додаткові дестабілізаційні ефекти.

Завдяки тому, що глобальний монетарний устрій не має механізму контролю за глобальною ліквідністю, будь-які зміни її стану одразу передаються проциклічності фінансової системи. Невипадково, що глобальна фінансова криза 2007–2008 рр. розпочалась саме з кризи ліквідності. З одного боку, це виглядає дивним, оскільки надлишок ліквідності по класичних канолах мав би спочатку призвести до інфляції. З іншого боку, це є закономірним результатом, оскільки втрата ліквідності конкретних фінансових інституцій відбулась внаслідок невиправданої кредитної активності, інспірованої м'яким монетарним кліматом в усьому світі, що позначився на інфляції цін первинних ресурсів. Завдяки фінансовій інтеграції та значному зниженню домашнього зміщення транскордонна диверсифікація портфелів стала причиною різкої втрати ліквідності одразу в глобальній економіці загалом, що було причиною масштабного обвалу фінансових ринків та банкрутством гігантів фінансової індустрії. Вторинним ефектом цього стало стискання глобального сукупного попиту та обвал цін на первинні ресурси, а також погіршення умов фінансування дефіцитних платіжних балансів, що призвело до різких девальвацій (щоправда не катастрофічних) у багатьох країнах з ринками, що виникають.

Обвал ринку у 2008 р. різко контрастує з подібною ситуацією у 2000–2001 рр. В останньому випадку це було наслідком завищення вартості на окремому сегменті ринку, корекція чого понизила капіталізацію на цьому сегменті. В теперішніх умовах глобальна криза є саме кризою ліквідності як наслідку неадекватної кредитної активності. Цілком закономірно, що в першому випадку роль монетарного фактора не суттєва, оскільки фінансова бульбашка розгорталась за класичною моделлю ендогенної фінансової нестабільності. У випадку кризи 2008 р. ми маємо класичний випадок перегріву глобальної економіки та надмірної експансії фінансової системи внаслідок сприятливих монетарних умов. Невипадково, що в багатьох випадках теперішні події прирівнюються до екстраординарних з точки зору масштабу, а не змісту. Наприклад, К. Боріо констатує, що відмінність теперішньої глобальної дестабілізації від

відомих випадків полягає у переобтяженні фінансової системи інноваційними інструментами, які ірраціоналізували ставлення до ризиків, тоді як в аспекті надлишкової ліквідності як причини кризи цей випадок скоріше закономірний⁶²⁶. Подібною думки дотримуються фахівці МВФ, які констатують, що за останні 30 років у розвинутих країнах фінансові стреси є причиною надкредитування та надмірного позичання у приватному секторі (в тому числі домогосподарствами). Теперішній випадок відрізняється яскраво вираженою проциклічністю та засиллям фінансових інновацій, які ускладнили моніторинг ситуації у сфері остаточного перекладання фінансових ризиків⁶²⁷. К. Рейнхарт та К. Рогофф також стверджують, що криза, яка розпочалась у США в 2007 р., загалом відрізняється від відомих випадків надмірної макрофінансової експансії тільки величиною державного боргу та низьким рівнем інфляції⁶²⁸. Наголос, який роблять ці економісти, на нижчій інфляції чітко перегукується з проведеним вище аналізом проблеми затримки центральних банків з реакцією на нарощування макрофінансових дестабілізаційних тенденцій.

Втім, дуже важко погодитись зі спробою розташувати аналізований випадок в один ряд з іншими кризами в силу величезних зовнішніх наслідків та якісно відмінного контексту з точки зору наявних глобальних монетарних взаємин. Саме поєднання одночасної проблеми фінансових дисбалансів та різкого зростання цін на первинні ресурси є винятковим випадком, який відображає небезпечне поєднання трансформації глобальної фінансової системи та відсутності механізму контролю за глобальною ліквідністю, що є наслідком не тільки політики розвинутих країн, а характеру глобальних монетарних взаємин. Схематично зв'язок між указаними процесами та глобальною фінансовою нестабільністю представлений на рис. 7.6.

⁶²⁶ Ibid.

⁶²⁷ Financial Stress and Economic Downturns. Chapter 4. – IMF. World Economic Outlook. – 2008. – October. – P. 129–158.

⁶²⁸ Reinhart C., Rogoff K. Is the US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison // NBER Working Paper. – 2008. – № 13761. – P. 1–20.

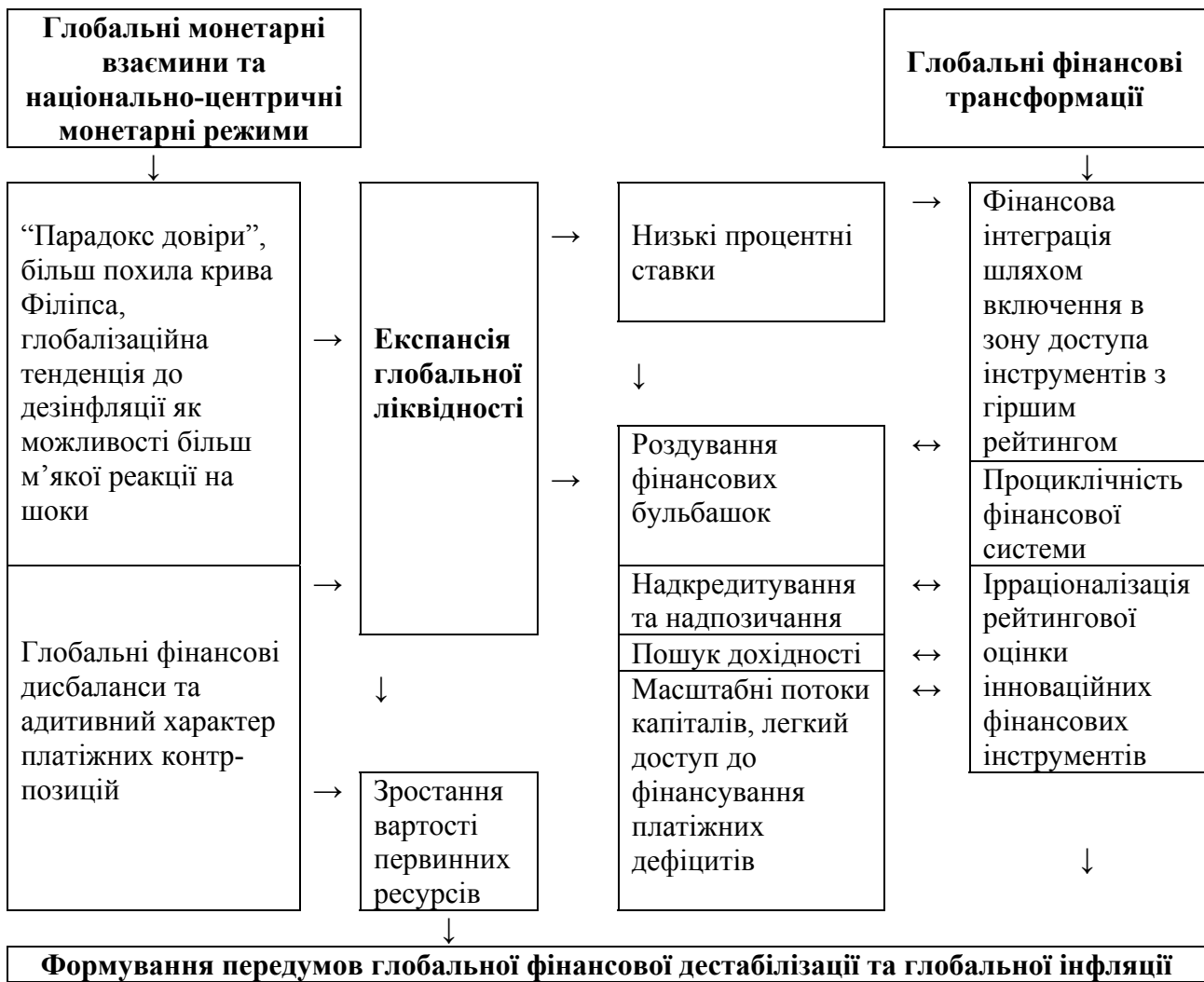


Рис. 7.6. Поєднання монетарного устрою світу та фінансових трансформацій в аспекті формування передумов глобальної фінансової дестабілізації та інфляції

Усунення мультивалютної складності також є принциповим моментом вирішення проблеми глобальної фінансової стабільності з допомогою монетарної інтеграції світу.

А) Фінансовий сектор, мультиплікуючи коливання в обсягах глобальної ліквідності, розподіляє її не в одновимірному валютному просторі. Звідси одразу постає питання про те, що валютні курси та платіжні баланси стають похідними не стільки один від одного, скільки від рішень глобальних інвесторів. Неоднорідність країн в аспекті структури та інституцій одразу породжує неявні неоднорідні ризики в розрізі фінансових інструментів, які емітуються нею або її резидентами, або нерезидентами в її валюті. Окремим випадком цього є асиметричність реакцій центральних банків на ті чи інші сигнали та шоки. Відсутність цієї симетрії в сукупності

з очікуваннями може визначати ступені дивергенції в поведінці макроекономічних параметрів в розрізі країн, безвідносно до якогось емпіричного критерію⁶²⁹. Реакція фіскальної політики також важлива, оскільки від неї залежать масштаби боргових операцій, відповідно процентні ставки, переливи капіталу, платіжний баланс. Оскільки ризики агрегуються скоріше до класу країн та в розрізі рейтингів, то вони природно не будуть враховувати усього набору потенційних флуктуацій макрофінансових параметрів окремого валютного виміру. Завдяки цьому динамічна картина глобальної економіки нагадуватиме павутину, яку гойдають різні за силою пориви вітру.

Широкий набір зворотних зв'язків між окремими валютними вимірами породжує різні за частотою та амплітудою коливання фактичних станів комбінації ризик-дохідність, які принципово не можуть бути зведені тільки до одного формату порівняння саме в силу того, що за кожним окремим валютним простором стоять відмінні структури та інституції. Їхній характер та форма може нескінченно зближуватись, однак не впливати остаточно на рівень складності. Як випливає з теореми Геделя, складність породжує внутрішній простір, і в цьому просторі відсутні критерії порівняння фактичних станів комбінацій ризик-дохідність. Вони просто інтерпретуються та агрегуються для зручності фінансових трансакцій, примножуючи тим самим потенціал алокаційної неефективності.

Б) Шоки цін на первинні ресурси, інспіровані змінами в стані глобальної ліквідності, також не відбуваються в моновалютному просторі. В умовах, коли глобальні потоки капіталу детермінують поведінку платіжних балансів та валютних резервів, неоднорідність макроекономічної політики та структури економіки породжує варіативні монетарні реакції. Завдяки значимості стану у сфері глобальних фінансів для підтримання внутрішньої стабільності, варіанти монетарних реакцій у розрізі країн розширюються, додаючи нові коливання в систему.

⁶²⁹ Ми зазначаємо, що відсутність симетрії в реакції центральних банків на шоки дуже часто розширює діапазон коливань валютних курсів порівнюваних країн. Це є принципове питання, яке вписується в загальний контекст пошуку варіантів підвищення глобальної фінансової стабільності. Наприклад, посилення інституціональної та функціональної гомогенності центральних банків світу у національно-центричному контексті може розглядатись як передумова для підвищення глобальної стабільності. Див.: Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 136–139. Проте, варто наголосити, що чим більше центральних банків залучатиметься в систему порівняння, тим менш значимими будуть ефекти стабілізації саме завдяки феномену прирощення складності. Тому наш ранній підхід визнаємо можливим у випадку не системи загалом, а щодо обмеженого набору валют. Це не заперечує того, що глобальна монетарна інтеграція може йти шляхом формування валютних союзів.

Незважаючи на те, що базовим стереотипом поведінки макроекономічних органів є дотримання принципу компенсації у сфері детермінант поведінки сукупного попиту, на практиці його дуже важко реалізувати. Основна причина – глобалізація уможлиблює підтримання дисбалансів невизначено довго. Головне – це сила глобального шоку в конкретний момент, а не тривалість підтримання дисбалансів. Табл. 7.5. демонструє базові варіанти дилем монетарної політики в розрізі статусу країн щодо експорту/імпорту первинних ресурсів та дефіциту/профіциту платіжного балансу. Подальша деталізація відобразить появу нових і нових нюансів у можливих монетарних реакціях, які, природно, розширюватимуть коливання глобальної системи.

Таблиця 7.5.

Ризики та варіанти монетарних реакцій на фінансові шоки залежно від статусу країни щодо торгівлі первинними ресурсами та її платіжної позиції

	Дефіцит платіжного балансу	Профіцит платіжного балансу
Імпорт первинних ресурсів	<p>А) Зростання вартості Різка погіршення платіжного балансу. Фінансові ринки оцінюють ситуацію як вкрай негативну і можуть вивести капітали. Валютний курс під загрозою разом із внутрішньою макрофінансовою стабільністю. Важлива вчасна жорстка реакція центробанку, яка забезпечила би нейтралізацію короткострокової ліквідності та забезпечення довгострокової. Підвищення ставок неминуче.</p> <p>Б) Падіння цін Покращення ситуації щодо фінансування дефіциту може викликати заохочення до продовження м'якої політики, що підвищує вразливість до реверсної тенденції цін на первинні ресурси та погіршення кон'юнктури глобальних ринків капіталу. У цей момент більш жорстка монетарна політика, або плавна девальвація для покращення платіжного балансу будуть легше сприйняті через послаблення тиску світових цін на внутрішню інфляцію, однак зниження курсу не повинно продемонструвати слабкість щодо можливостей здійснювати запозичення для фінансування дефіциту.</p>	<p>А) Зростання вартості Зростання світових цін викликати зниження обсягів профіциту, інтенсифікацію тиску на внутрішню інфляцію (оскільки вона і так має стимули з боку валютних резервів). Можливий підрив основ глобальної конкурентоспроможності. В разі секторного шоку у галузі експортної спеціалізації, що цілком вірогідно в умовах фінансової нестабільності, країна може опинитися в стані кризи навіть за значних резервів. Монетарна реакція повинна заохочувати розширення внутрішнього ринку при гальмуванні внутрішнього попиту. Оптимальною буде плавне підвищення курсу разом із обмеженням внутрішньої інфляції.</p> <p>Б) Падіння цін У моменти фінансових шоків такі країни можуть викликати інтерес як "схованки" капіталу з надмірним його припливом. Нові можливості підтримання профіциту платіжного балансу, які є ризиком перегріву у фінансовому секторі завдяки експансії резервів з відповідними наслідками. Оптимальним буде підвищення курсу та зниження ставок для стимулювання внутрішнього попиту та охолодження припливу спекулятивних капіталів та надмірних зовнішніх запозичень.</p>

Продовження табл. 7.5.

Зовнішні ефекти	Відплив капіталу тисне на новий ринок або на ринок, звідки він прийшов. Погіршення ситуації в кризовій країні погіршує ситуацію в країнах-контрагентах.	Коливання глобальних процентних ставок, що заохочуватиме експансію, або обмежуватиме глобальну ліквідність, а знею і відповідний рух вартості активів в світі.
Експорт первинних ресурсів	<p>А) Зростання вартості Економіка країни перебуває в стані перегріву і глобальний фінансовий стрес може призвести до різкого відтоку капіталів навіть на тлі сприятливої зовнішньої кон'юнктури (реальна ревальвація може різко погіршити конкурентоспроможність інших секторів, що обмежить зовнішні надходження). Остання повинна стати основою притоку капіталу по поточному рахунку та протидії несприятливим тенденціям по фінансовому рахунку. Необхідна внутрішня монетарна рестрикція для збереження макрофінансової стабільності та уникнення фінансової вразливості.</p> <p>Б) Падіння цін Країна з перегрітою економікою опиняється в стані різкого підвищення вразливості: відплив капіталу на тлі колапсу експортних цін. Необхідна радикальна макроекономічна стабілізація.</p>	<p>А) Зростання вартості Посилення тиску на внутрішню інфляцію та послаблення інших секторів економіки. Утворення рівноважної тенденції до вивозу капіталу в моменти кризи може суттєво дезорієнтувати глобальний та національний фінансовий сектор. Укріплення курсу може конфліктувати зі стимулами для розвитку інших секторів, тому монетарна політика повинна розв'язати дилему обмеження внутрішнього попиту та стимулювання розвитку внутрішнього ринку. В таких ситуаціях доволі ризикове штучне насичення фінансової систем довгостроковою ліквідністю. В разі обвалу експортних цін фінансова крихкість проявиться через неефективні алокаційні рішення попередніх періодів.</p> <p>Б) Падіння цін Падіння цін обмежуватиме профіцит платіжного балансу, що послабить позиції країни в ситуації фінансового шоку. Проблема відпливу капіталу краще долати з допомогою незначної девальвації та тимчасового зниження резервів при збереженні ліквідності фінансової системи.</p>
Зовнішні ефекти	Експорт валютно-фінансової нестабільності, регіоналізація валютних криз.	Те саме

Дивергенція ризиків, варіантів реакції на шок, неоднорідні зовнішні ефекти ускладнюють стратегічну гру глобального інвестора та органів політики. Перші опиняються в стані пошуку виходу з нефективного стану портфеля та пошуку нового варіанту інвестицій, враховуючи, що ставлення до ризику змінилось. Другі розглядають варіанти оптимальної реакції з позиції національно-центричного бачення стабільності, ігноруючи зовнішні ефекти. Така стратегічна гра вже не включає два-три параметри, як у випадку варіацій на тему моделі динамічної інконсистентності. Сторони гри опиняються в ситуації якісно відмінного набору параметрів та цільових функцій, що допускає часткову ефективну

координації на окремому рівні, але не в системі загалом. Тобто завдяки глобальним фінансовим трансформаціям і мультивалютному світу масштабні потоки капіталу та фінансові дисбаланси посилюють дивергенцію макроекономічних траєкторій, збільшують множину станів та варіантів реакцій центробанків – це породжує примноження складності, яка ірраціоналізує рішення, що призводить до зростання нестабільності. З цих міркувань пристосування портфелів може йти всупереч процесам корекції дисбалансів або ж загострювати їх тільки мірою омніктивного сприйняття найбільш вдалого варіанту в кожен дискретний момент. В цьому розумінні, коливання питомої ваги глобальних гравців з однорідним сприйняттям найбільш вдалих для захисту від шоку активів з точки зору валюти деномінації породжуватиме сплеск поточної курсової волатильності, а тяжіння до його однорідності – різкі перекося валютних курсів. В першому випадку спрацюватиме ефект посилення невизначеності, в другому – глобальній економіці нав'язуватимуться поширення концентричних кіл зворотних зв'язків, зокрема перекося у валютних курсах може сприйматись як початок нового циклу їх корекції.

З появою спільної тенденції до зростання вартості первинних ресурсів та фінансових активів як феноменів надмірного попиту, монетарна політика стикається з новим викликом. Підтримання пропозиції ліквідності для потреб фінансового сектору може бути невідповідним потребам обмеження зростання цін на первинні ресурси і, відповідно, контролю за інфляцією. Традиційно обидві проблеми розглядаються ізольовано. У випадку фінансового сектору, то мова йде про так зване включення реакцій на фінансовий цикл у систему таргетування інфляції, що одразу наражається на критику у вигляді появи конфлікту між фінансовим та реальним циклом. У другому випадку наголошується на тому, що більш жорсткі монетарні умови є кращим рецептом для запобігання зростанню цін (і кінцевих, і світових).

Втім, як тільки ринки перетинають певний поріг глобальної інтеграції, а ціноутворення на первинні ресурси переобтяжується компонентами поведінки цін на активи, ізольований розгляд вартості активів та первинних ресурсів перестає бути адекватний. Обмеженість окремого розгляду також зумовлюється тим, що між динамікою вартості активів та первинних ресурсів (яка себе частково поводить як актив) утворюється залежність. Остання характеризується наявністю потужної спекулятивної складової, ступінь якої актуалізується відповідно до

поведінки глобальної ліквідності. Наприклад, експансія ліквідності розширює глобальний попит, тим самим заохочуючи зростання вартості активів. Це заохочує розкручування спіралі фінансових дисбалансів та подальше зростання попиту, що позначається на збільшенні вартості первинних ресурсів. Їх експортери, вдаючись до профіцитних платіжних балансів, починають породжувати додатковий тиск у бік ліквідності і, відповідно, штовхають вартість активів вгору. Коло замикається: зростання вартості одних і других стає взаємопідсиленням (рис. 7.7.). Бульбашки роздуваються на тлі експансії платіжних дисбалансів, утворення яких, як вже зазначалось, багато в чому також уможлиблюється завдяки відсутності еластичної реакції інфляції на фактори попиту та переливи капіталу.



Рис. 7.7. Взаємопідсилення зростання вартості активів та вартості первинних ресурсів в глобальній економіці

Слід визнати, що такий прискіпливий погляд на цю проблему потрібен, приймаючи до уваги те, що глобальна економіка становить закриту систему, в якій обмеженість усіх ресурсів кінцева. Саме завдяки цьому, ефекти поведінки ліквідності настільки значимі для появи спільних трендів у динаміці вартості активів та первинних ресурсів. Окрім того, що найпростіший обмежувальний спосіб боротьби із тим і з другим – підвищення процентних ставок (обмеження зростання грошової пропозиції) – має суперечливі наслідки для співвідношення між розгортанням фінансового та реального циклу, суттєву проблему створює асинхронність руху вартості активів та первинних ресурсів. Краще навіть буде сказати, що в принципі не можливо з певною ймовірністю визначити

чи прогнозувати, з якою швидкістю зміни в глобальній ліквідності детермінуватимуть ціни на активи, а з якою – на первинні ресурси, і, так само, з яким лагом ціни на останні будуть реагувати на ціни на перші з точки зору взаємопідсилення спекулятивних настроїв. Важливість даної проблеми є найбільш очевидною в тому сензі, що кумулятивне зростання цін на первинні ресурси (тобто агреговане) буде відставати в часі від зростання вартості активів (фінансових чи нерухомості), можливо, за винятком найбільш реактивних цін на енергоносії. Якщо в цю асинхронну схему додати ситуацію з нагромадженням алокаційних диспропорцій, згенерованих у фінансовому секторі, за той час, впродовж якого зростання агрегованих цін на первинні ресурси стане значимим для монетарної політики, то можна отримати картину, по-перше, щодо глибокої конфліктності обох тенденцій з позиції монетарної політики, а, по-друге, будь-який рух у рамках конфлікту породжує негативні наслідки у сфері глобальної стабільності.

Можна побачити, що в умовах конфліктності монетарної реакції на дисбаланси у сфері вартості активів та первинних ресурсів з'являються ефекти динамічної інконсистентності та інфляційного зміщення тільки у специфічній, а не традиційній, замкнутій на проблему альтернативності інфляції та безробіття, формі. Фінансовий сектор, який втрачає ліквідність внаслідок надкредитування та надпозичання, потребує зниження процентних ставок та збільшення грошової пропозиції з боку центральних банків. Боротьба з інфляцією внаслідок глобального підвищення вартості первинних ресурсів потребуватиме підвищення процентних ставок та обмеження грошової пропозиції. В рамках структури раціональних очікувань формуються передумови для того, що усвідомлення конфлікту цілей центрального банку призводитиме до появи таких несприятливих процесів:

- з точки зору економічних агентів, зорієнтованих на сприйняття центрального банку як такого, для якого вищий пріоритет має фінансова стабільність, формуватимуться очікування нижчих ставок та більших обсягів вливань ліквідності, що завищуватиме ціни на первинні ресурси, насамперед на енергоносії, оскільки ціни на них найбільш реактивні та найщільніше прив'язані до ф'ючерсних контрактів. В аспекті глобальної фінансової стабільності такий алгоритм означає перевагу щодо вирішення проблем у фінансовому секторі у короткостроковому періоді всупереч його надійності у довгостроковій перспективі;

• з точки зору економічних агентів, які вважають, що центральний банк віддасть пріоритет цінній стабільності, формуватимуться очікування вищих ставок та рестрикцій у сфері грошової пропозиції, внаслідок чого вартість активів занижуватиметься, а подальша кредитна експансія обмежуватиметься. Щодо глобальної фінансової стабільності, то розв'язок алгоритму зорієнтовує нас на появу фінансових проблем у короткостроковому періоді, всупереч підвищенню надійності у довгостроковому.

Якщо подивитись на дії багатьох центральних банків, особливо ФРС, за останній час, то можна побачити своєрідну “метушню” від одного варіанту, до другого, кожен з яких погіршував ситуацію щодо свого візаві. Наприклад, різкі рухи ФРС у 2007 р. у бік надання екстреної ліквідності фінансовим установам не запобігли глобальній фінансовій кризі, а спричинили тільки до падіння долара та зростання цін на нафту.

Найбільшою дилемою є вихід з указаних алгоритмів. Розв'язок цієї стратегічної дилеми неможливий в лінійних категоріях хоча б з тієї причини, що неможливо визначити наперед структуру носіїв раціональних очікувань з точки зору сприйняття пріоритетів центральних банків. Це означає, що будь-який розв'язок породжує вірогідні наслідки у короткостроковому періоді. Той чи інший рух центробанків і може, і не може призвести до пом'якшення ситуації в окремо взятому періоді часу. Наприклад, оздоровлення у фінансовому секторі супроводжується різкими змінами в ставленні до кредитної експансії, внаслідок чого уможливлуються мінливі сигнали щодо інших ринків, або ж обмеження вартості первинних ресурсів зменшить пропозицію на ринках капіталів, уповільнюючи зростання ліквідності, у цей же час фінансова система повинна протриматись на певному запасі міцності. Все це є прикладами того, що вірогідність кожного з причинно-наслідкових зв'язків унеможлиблює побудову адекватного механізму реагування на подібні ситуації. Поки існує конфлікт цілей і умовний вихід з нього, доти жоден із шляхів такого виходу не буде вичерпний та остаточний. У випадку, коли в основі такого шляху перебуває функціонування цілої системи глобальних монетарних процесів, неможливо стверджувати, що вона внутрішньо “правильна”, тобто адекватна обставинам, що скалились. У більш предметній площині це означає, що можливість системи відповідати вимогам підтримання глобальної фінансової стабільності дедалі більше стає умовною. У довгостроковому періоді вихід з дилеми відбуватиметься

за рахунок кризи, коли криза ліквідності різко обмежує глобальний попит, що відповідним чином призводить до обвалу цін на первинні ресурси. Завдяки цьому відбувається симетричний рух обох вартостей вниз. Однак збереження системи, яка уможлиблює таку ситуацію, означає, що це скоріше окремих момент циклічного розвитку, який регенеруватиме дилему у різного роду змістових, контекстних та формальних конфігураціях. Звідси випливає, що призначення глобальної монетарної інтеграції полягає у формуванні таких рамкових умов функціонування глобальної грошової пропозиції, яка би унеможливила систематичність асинхронних, але одновекторних рухів макрофінансових параметрів, стабілізація кожного з яких окремо конфліктна. Тобто відповідність глобальної грошової пропозиції глобальним фундаментальним процесам автоматично не допускати актуалізацію ефектів ліквідності, які запускатимуть в дію рух вартості активів та первинних ресурсів у масштабах, боротьба з якими наражатиме глобальну фінансову систему на ризик дестабілізації.

Проблема величезних зовнішніх дисбалансів та браку гнучкості валютних курсів є продовженням системних передумов для адекватності глобальної монетарної інтеграції. Незважаючи на те, що в багатьох працях обстоюється теза про стабільність дисбалансів та ендогенну тенденцію до зменшення профіциту поточного рахунка в Азії, ми показали, що зовнішні дисбаланси таки становлять проблему для глобальної економіки. Окрім того, що вони прямо впливають на поведінку глобальної ліквідності з відповідними наслідками, величезний ризик для глобальної стабільності походить з наступного:

- потрясіння внаслідок корекції дисбалансів. Як вже неодноразово зазначалось, різка корекція матиме фундаментальні наслідки для багатьох макрофінансових процесів. Обмеження доступу до фінансування США одразу позначиться на процентних ставках, обмеженні споживання та курсі долара. Посилення тиску на іншу резервну валюту загрожуватиме погіршенням зовнішньої конкурентоспроможності країни її емісії. Інші країни з дефіцитними платіжними балансами зіткнуться з проблемою підтримання валютних курсів. Посуті, різка корекція зовнішніх дисбалансів за своїм кризовим сценарієм суттєво відрізняється від глобальної фінансової кризи, в основі якої є проблема перегріву та втрати ліквідності, оскільки напруга торкається характеру глобальних монетарних взаємин. Це означає, що повинні змінитись базові валютні

співвідношення у світі (структура глобальних валютних резервів, міжнародних трансакцій тощо), а також процедури фінансування дисбалансів та їх пристосування до нових рівноважних умов. Саме завдяки цьому усунення основної ланки усіх асиметричних процесів у сфері глобальних монетарних взаємин дасть змогу уникнути значних втрат для глобального добробуту, що випливають з таких змін. Втім, існує один принциповий елемент, який зближує кризові сценарії – проблеми країн периферії. Останні в обох випадках стикаються з безпрецедентними труднощами щодо доступу до ринків капіталу та фінансування розвитку;

- суб'єктивізація корекції дисбалансів. У зв'язку з тим, що профіцитні країни мають можливість вибирати валюту деномінації авуарів, а глобальні інвестори намагаються передбачити зміни у глобальних монетарних процесах, які випливають з такого вибору, формується складна конфігурація очікувань щодо моменту корекції та взагалі її вірогідності у відносно визначений період часу. Завдяки цьому фактор однорідності очікувань та сприйнять дисбалансів як стабільних перетворюється на рівнозначний макроекономічним чи іншим детермінантам зрушень у сфері платіжних контрпозицій. Завдяки суб'єктивізації процесу корекції з'являються як зовнішні ефекти (проблема динаміки глобальної ліквідності), так і породжується невизначеність, яка робить ставлення до ризику нестабільним. Складний набір зворотних зв'язків між зовнішніми ефектами, невизначеністю та суб'єктивізацію процесу корекції насправді тільки погіршує умови, за яких процес корекції розпочнеться, однак найнебезпечніше є те, що складність цього набору не говорить про те, якими зрештою повинні бути такі умови. Якщо подивитись на цю проблему з точки зору кризи 2007–2008 рр., то можна побачити, що очікували одну кризу, а прийшла інша. Відповідно, фактор суб'єктивізації процесу корекції спрацював у вигляді того, що криза, пов'язана з корекцією платіжних позицій, не встигла, порівняно з тим, як зовнішні ефекти зволікання з нею (корекцію) створили передумови для кризи іншого плану;

- конфлікт між негнучкістю курсів, суверенним попитом на активи та колективною нерациональністю. Сформована система децентралізованого, національно-центричного реагування на ризики глобалізації породила складну проблему конфлікту між тим, що раціональний та обґрунтований вибір на користь підвищення фінансової стабільності на рівні країни, агрегуючись, перетворюється на колективну

неефективність, яка має загрозливий потенціал кризового виходу. Сам цей факт дає підстави говорити про необхідність колективного підходу до вирішення проблеми, інструментом реалізації якого є глобальна монетарна інтеграція, яка знімає проблему негнучкості курсів та унеможливорює перетворення суверенного попиту на активи в небезпечне джерело флуктуацій глобальної ліквідності;

- конфлікт між асиметрією статусу долара та відсутністю виходу зі *status quo* в рамках чинного валютного устрою світу. Нагромаджені обсяги зовнішніх активів створюють ситуацію, коли будь-який суттєвий рух у бік відходу від чинного асиметричного домінування долара матиме реальні наслідки для країни-емітента валюти-альтернативи з відповідними зовнішніми ефектами для усєї глобальної економіки. Завдяки цьому визнання неадекватності та ризиковості асиметричного статусу долара в глобальних макрофінансових процесах абсолютно нічого не додає до пошуку реальних варіантів створення більш полі-центричної валютної системи. Такий полі-центризм наражається на рамки збереження національно-центричних моделей монетарної політики та підтримання фінансової стабільності, внаслідок чого унеможливується формулювання його базових принципів. Звідси випливає, що тільки вихід за межі національно-центричного розуміння можливостей пристосування до глобальних проблем створить передумови для пошуку реальних альтернатив існуючій ситуації та виходу зі *status quo*. Глобальна монетарна інтеграція є найбільш радикальною альтернативою, але вона показує, як можна розв'язати цей конфлікт.

Криза 2008 р. продемонструвала, що в рамках існуючого монетарного устрою світу можливі парадоксальні комбінації між характером локалізації фінансового потрясіння та валютними курсами. Ми вже зазначали, що в умовах локальної фінансової кризи в країні-емітентні резервної валюти її курс знижується, а в умовах загальної кризи її курс зростає. Зокрема, не випадково, що криза іпотечного ринку в США у 2007 р. позначилась на зниженні курсу долара та появі “пророцтв” про кінець домінування долара у світі, а загальна фінансова криза у 2008 р. засвідчила появу протилежної тенденції.

В цьому випадку можна побачити, що така ситуація склалась завдяки не просто глобальній кризі ліквідності, а завдяки конкретно кризі доларової ліквідності, оскільки в умовах її експансії саме американські фінансові установи проводили найбільш ризикову політику. По-суті,

такий варіант кризи позначився на тому, що криза ліквідності призвела до одномоментного глобального зниження доларової пропозиції у світі, безвідносно до характеру внутрішньої доларової пропозиції у США. Така ситуація могла скластись тільки за наявності доларового обігу за межами США, флуктуації якого мають і номінальні, і реальні наслідки. Причина тут також полягає не тільки у тому, що долар обслуговує торговельні відносини та є резервною валютою, а те, що він є основою транскордонної диверсифікації активів, підтримання ліквідності яких відбувається через доларовий валютний ринок (невипадково, що саме на валютному ринку частка євро набагато менша, порівняно з іншими сегментами глобальних трансакцій). Якщо проаналізувати погоджені дії ФРС та провідних центральних банків світу, а також домовленості першої з ключовими центральними банками країн з ринками, що виникають, то можна побачити, що всі вони спрямовані на збільшення доларової ліквідності за межами США. Так, у вересні 2008 р. ФРС досягла згоди з ЄЦБ, Банком Японії, Банком Англії, Банком Канади та Національним банком Швейцарії про погоджене зниження процентних ставок та збільшення пропозиції доларової ліквідності. На початку жовтня 2008 р. ФРС розширила коло центральних банків, з якими уклала угоди про надання доларових свопів, які уможливили би отримання ними доларової ліквідності для її вливання через національні ринки. До таких центральних банків увійшли вищезгадані, а також Резервний банк Австралії, Національний банк Данії, Резервний банк Нової Зеландії, Банк Норвегії, Банк Швеції. Наприкінці жовтня 2008 р. до них приєднались Центральний банк Бразилії, Банк Мексики, Банк Кореї та Монетарна влада Сінгапуру⁶³⁰. З одного боку, такі кроки програмують запобігання поширенню фінансової кризи через погіршення ліквідності фінансових установ в усьому світі, випереджають різкий обвал національних валют у багатьох країнах світу стосовно долара. Але з іншого боку, самі США виявляють суттєву зацікавленість у запобіганні різкій ревальвації своєї валюти, оскільки вона в умовах внутрішньої рецесії та значного дефіциту платіжного балансу суттєво ускладнюватиме відновлення економічного зростання в контексті агресивного глобального конкурентного оточення, особливо якщо взяти до уваги можливість азійських експортерів обмежувати зростання заробітних плат. Втім, можна побачити, що такий підхід суттєво

⁶³⁰ Пропозиція доларової ліквідності через центральні банки інших країн будується на основі свопу, який діє як кредитна лінія. В разі потреби вона активізується і ФРС збільшує доларовий рахунок центрального банку.

послаблює роль МВФ, оскільки децентралізує систему екстреної пропозиції ліквідності і потенційно локалізує таку пропозицію там, де найбільш вигідно її оференту, а не глобальній економіці загалом.

Саме в таких умовах формується надзвичайно несприятлива ситуація із консервацією принципу утворення платіжних дисбалансів. Деяке зняття напруження у цій сфері на найближчий час буде зумовлено не корекцією, а рецесією, яка обмежить глобальний попит, запобігаючи розширенню диференціалів платіжних контрпозицій. Однак ця ситуація демонструватиме появу циклічності в поведінці глобальних платіжних дисбалансів, оскільки структурні паттерни їх виникнення та поширення не зникають. Навпаки, ми можемо стати свідками поглиблення та радикалізації настроїв щодо функціоналізації суверенного попиту на активи як найпростішого способу подолання наслідків глобального падіння попиту та захисту від криз на якісно новому рівні “озброєності” резервами. Саме тому чинні глобальні монетарні взаємини повинні бути переосмислені на основі реалізації плану глобальної монетарної інтеграції.

Питання методології переходу

Перехід до системи глобального центрального банку і з точки зору позитивної, і з точки зору нормативної економічної теорії не є однозначно простий. Як показав С. Афонцев, пошуки варіанту нової системи та розробка заходів з її практичного впровадження можуть призвести до неактуальності такої системи завдяки швидкоплинності глобальних трансформацій⁶³¹. З цих міркувань величезне значення мають принаймні три явища:

- вибір симетрії між ступенями децентралізації економічної активності і регулювання. Необхідність постановки питання у такий спосіб пов'язана з тим, що з точки зору глобальної економіки існують несиметричні ступені активності і регулювання. Наприклад, багато економічних агентів, широке коло доступних інструментів, що пов'язано з трансформацією фінансової системи та мультивалютністю, та обмежене коло центрів регулювання, окремі з яких мають міжнародний мандат, але не мають інструментів для справді міжнародного впливу (наприклад, МВФ), окремі – національний мандат, реалізація якого має потужні зовнішні ефекти (провідні центральні банки), а окремі – національний

⁶³¹ Афонцев С. Проблема глобального управління мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. – 2001. – С. 65–70.

мандат, реалізація якого супроводжується пристосуванням до зовнішніх ефектів. Завдяки такій конфігурації система не може відповідати принципам стабільності; потенціал до самоорганізації підривається політичним втручанням. Альтернатива такій нестійкій конфігурації передбачає наявність полярних варіантів. Варіант симетрії між децентралізацією економічної активності та децентралізацією регулювання, внаслідок чого останнє перетворилось би на саморегулювання. Такий підхід підтримується австрійською школою і пов'язується з поглядами Хаєка на організацію глобальних монетарних процесів. Активна підтримка цього проекту пов'язується з появою електронних грошей та втечею частини емісійної активності у віртуальний світ з відносним ступенем досяжності для центробанків. Природно, що така модель спирається на принципи чистої самоорганізації складних систем, але не розв'язує базову дилему глобальної фінансової трансформації – рівень складності. Навпаки, рівень складності буде тільки нарощуватись, а спонтанна тенденція до спрощення як похідна самоорганізації супроводжуватиметься значними соціально-економічними втратами, які за сприятливих політичних обставин можуть швидко призвести до виникнення ще більш неефективного регулювання, ніж є зараз. Другий варіант передбачає взаємодоповнення принципу децентралізації економічної активності принципом централізації регулювання. В цьому випадку – у сфері глобальної монетарної політики. Завдяки цьому усувається проблема складності, а система виглядатиме більш збалансованою, оскільки будуватиметься на основі компенсаторних принципів. Завдяки цьому виникає питання про порядок самоорганізації довкола тенденції щодо глобальної централізації монетарної політики;

- формат легітимізації руху в напрямку глобальної монетарної інтеграції. Відштовхуючись від попереднього, можна побачити, що характер учасників процесу переговорів практично повністю визначає їх результат. Це означає, що за сучасного міжнародного формату переговорів результат буде повністю відповідати варіаціям на тему національно-центричного підходу до вирішення глобальних проблем. Різного роду розширення групи G-7 у групи G-20 чи G-33 є продовженнями шляхів виходу з дилеми “репрезентативність проти ефективності”⁶³², що насправді обмежується національно-центричним

⁶³² Детальніше цю проблему на прикладі побудови системи глобального регулювання ми розглядали у: Козюк В. В. Формування коаліцій в системі глобального регулювання: теоретико-методологічні та монетарні проблеми // Наука молода. – 2006. – Вип. 5. – С. 43–48.

мисленням. За таких обставин принцип самоорганізації навряд чи буде мати можливості реалізуватись. Для цього необхідне поєднання зусиль на багатьох рівнях, починаючи від громадських організацій та рухів, репрезентантів інтересів фінансового та корпоративного сектора до урядів. Саме завдяки розширенню базового формату реалізації руху в напрямку глобальної монетарної інтеграції можна отримати ефект емерджентної еволюції, коли спонтанний набір різних “плаваючих” параметрів може утворити завершену систему.

З огляду на те, що за наявності теперішніх інституціональних рамок міжнародної політики будь-які рішення будуть переобтяжені національно-центричним мисленням. Саме зі зміною таких рамок може пов’язуватись процес наближення до монетарної уніфікації світу. З цих міркувань він повинен включати в себе усі процеси і діяти на різних рівнях, вбираючи неструктуровані та дуже часто контрадикторні паттерни політичної, економічної, суспільної та соціокультурної динаміки. Поєднання усіх відповідних паттернів одразу і призведе до появи інституціональних передумов, які уможливили би відповідний рух.

Водночас, підхід з позиції емірджентної еволюції має суттєвий недолік. Збіг сприятливих паттернів тільки започатковує процес, тоді як формування нової централізованої системи потребує часу на імплементацію. Це означає, що необхідне підтримання певного напруження – відносно тривалого поєднання сприятливих паттернів та нейтралізації несприятливих. У свою чергу, стартові умови також важливі, оскільки вони визначають набори та конфігурації різних варіантів поточного наближення до процесу централізації. Це означає, що чим більше світ рухатиметься в напрямку формування валютних союзів та поширення офіційної доларизації, тим легшими видаватимуться умови для реалізації подальшої уніфікації.

7.3. Валютні союзи як *second best*

Критика ідеї глобальної монетарної уніфікації та проблема спрощення глобальної монетарної системи

Вигоди від глобальної монетарної інтеграції, виявлені за допомогою позитивного аналізу, далеко не гарантують наявності в глобальній економіці політичного та інституціонального потенціалу для імплементації ідеї глобальної валюти. Найбільш загально цю проблему сформулював Дж. Сорос – “відсутність глобального суспільства”⁶³³. Як

⁶³³ Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. – К.: Основи, 1999. – 259 с.

наслідок, міжнародна політика позбавлена інституціональних рамок для реалізації цієї ідеї, окрім колективних домовленостей. Незважаючи на зростаючий інтерес до розширення репрезентативного кола учасників ухвалення рішень у сфері глобальної політики шляхом посилення статусу групи G-20 та визнання обмежених можливостей групи G-7 в умовах сучасного рівня глобальної інтеграції та перерозподілу економічної влади у світі, ідейний фундамент політики у сфері глобальних монетарних проблем залишається національно-центричним навіть при тому, що на сьогодні пропонуються реальні кроки зі зближення моделей регулювання фінансових ринків в цілому у світі⁶³⁴. Так само питання глобальної координації монетарної політики знаходять мало підтримки серед провідних економістів-міжнародників та функціонерів центральних банків, а сам факт погоджених дій монетарних органів уможливорюється тільки у кризові моменти і поза цим не може мати системної та постійної основи⁶³⁵. На цьому можна було би не зосереджуватись, якби не глибоко вкорінена прихильність в академічних та політичних колах до сучасного типу центрального банку, побудованого на засадах нової макроекономіки. Це означає, що сьогодні будь-яка модель реформування глобальних монетарних процесів навряд чи потрапить у порядок денний міжнародної політики, якщо вона не узгоджується з еволюцією центральних банків. Остання виявилась потужнішою силою, порівняно з міжнародною валютною системою, чим завдячує не стільки національно-центричному сприйняттю пріоритету внутрішньої рівноваги, скільки вищому рівню чутливості до інновацій у сфері теорії та практики монетарного менеджменту. Порівняно з міжнародним монетарним устроєм – статичним зведенням норм і правил поведінки, характеру багатосторонніх вимог та зобов'язань тощо – центральний банк продемонстрував ознаки динамічної еволюціонуючої системи. З цих міркувань елементарний прагматизм практичної реалізації монетарної політики виявився привабливішою альтернативою будь-яким іншим формам організації монетарних процесів, навіть якщо вони пропонують рух у бік Парето-ефективності.

⁶³⁴ Про це явно засвідчують підсумки самітиту G-20 з проблем глобальної фінансової кризи, що відбулись у Вашингтоні на початку листопада 2008 р. Зокрема, у Підсумковій декларації саміту чітко зазначається, що регулювання у сфері фінансових ринків та розвитку фінансових систем потребує глобальної гармонізації, але зазначається, що монетарна політика повинна здійснюватись виходячи з національних потреб. Див.: Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy // www.whitehouse.gov.

⁶³⁵ Детальніше проблеми координації монетарної політики в глобальних умовах висвітлені у: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 314–333.

У світлі вищесказаного ідея монетарної інтеграції у світі дедалі чіткіше починає зводитись не до появи глобальної валюти, а до зменшення кількості валют завдяки регіоналізації монетарних режимів та офіційній доларизації. Причому, найбільші застереження серед провідних дослідників глобальної економіки викликає ідея монетарної уніфікації в розвинутих країнах, хоча ідея валютної субституції в країнах, що розвиваються, сприймається як позитивна з точки зору найпростішого подолання викликів глобалізації у сфері валютно-курсової політики та інтеграції фінансових ринків. Наприклад, М. Обстфельд в основу критичних зауважень до ідеї глобальної монетарної інтеграції покладає саме піонерне теоретичне підґрунтя інтеграції у монетарній сфері як такої – теорію оптимальних валютних зон, констатуєчи неможливість ситуації, коли світ буде відповідати хочаб декільком критеріям оптимальності⁶³⁶. Подібний скептицизм висловлюють П. Кругман та К. Рогофф, які навіть ставлять під сумнів аргументи на користь запровадження єдиної європейської валюти⁶³⁷.

Щодо проблеми теорії оптимальних валютних зон, то ми вже не раз піднімали питання про те, що вона не може виступити відправним пунктом аналізу реальних кроків з монетарної інтеграції, що підтверджує досвід формування та функціонування сучасних валютних союзів. Так само, суперечливість внутрішньої логіки самої теорії не дає змоги обґрунтувати однозначну можливість та неможливість конкретного інтеграційного вибору у монетарній сфері в умовах, коли критерії оптимальності, або суперечать один одному, або ж в рамках кожного критерію можна знайти тенденції, які засвідчують як формування передумов для відповідності ідеї оптимальності, так і відсутність таких передумов. Особливо яскраво ця проблема простежується в аспекті аналізу глобальної економіки як цілісної системи, риси якої динамічно формуються, а структура якої трансформується під впливом глобалізації як процесу. Табл. 7.6. демонструє, що в розрізі відомих критеріїв оптимальності валютної зони в рамках глобальної економіки можуть формуватись взаємовиключні тенденції.

⁶³⁶ Див. виступ Обстфельда на конференції в МВФ “Один світ, одна валюта: пункт призначення чи помилковий шлях”. One World, One Currency: Destination or Delusion? // IMF Economic Forum, 2000, November 8 // www.imf.org.

⁶³⁷ Так, Кругман доводить, що “чудова аналогія Фрідмена” – “чим менше валют, тим краще” – є адекватним поглядом на проблему забезпечення контролю за центральним банком, але не адекватною позицією з точки зору ефективності системи плаваючих курсів, наприклад, в умовах асиметричних шоків. Завдяки цьому, Кругман риторично зауважує “Хай сто валют зазнають невдачі. Тоді лишиться 20 чи 30”. Див.: Krugman P. Will Globalization Cause Currency Unification?. – 2006. – November 17. // economistsview.typepad.com.

**Відповідність і невідповідність глобальної економіки
критеріям оптимальної валютної зони**

Критерії оптимальності	Фактори та тенденції, що наближають глобальну економіку до відповідності критеріям оптимальності	Фактори та тенденції, що віддаляють глобальну економіку від відповідності критеріям оптимальності
Критерій Флемінга (інфляційні диференціали)	Дезінфляція, ставши провідним процесом розвитку макроекономічних процесів останнього періоду, продемонструвала відносну легкість зближення інфляційних диференціалів в умовах глобалізації. Формування глобально-центричних факторів поведінки макропроцесів також сприяє зростанню ймовірності того, що відмінності в рівнях інфляції зменшуватимуться	Світ ще тривалий час буде поділятися на країни з відмінним рівнем складності у забезпеченні цінової стабільності. Відмінні статуси монетарних органів, фактичні рівні незалежності та диференційовані можливості реагувати на зовнішні шоки обмежуватимуть зниження інфляції в багатьох країнах третього світу до рівня розвинутих країн
Критерій МакКіннона (торговельна відкритість)	Експансія торгівлі зберігатиметься як основний атрибут глобалізації. Приєднання Китаю та Індії до глобальних торговельних процесів скоріше породжуватимуть ефекти створення торгівлі завдяки необхідності постійного пошуку нових конкурентних переваг	Світ не гомогенний з точки зору торговельної відкритості та структури торгівлі. Відмінні рівні розвитку (згідно нової теорії торгівлі) будуть зберігати передумови для несиметричних вигод від торгівлі в розріз країн з відмінним рівнем розвитку
Критерій МакКіннона-Кордена (симетричність шоків)	Глобальна фінансова та торговельна інтеграція створюють передумови для посилення симетричності шоків. Поступова конвергенція доходів цьому також сприяє. Зростаюче значення інтрасекторної торгівлі зменшує можливості валютного курсу виконати місію інструменту пристосування до зовнішніх шоків	Глобальна інтеграція не виключає посилення спеціалізації, внаслідок чого посилюватиметься некорельованість шоків. Так само, поділ світу на експортерів первинних ресурсів та імпортерів зберігає відмінності у актуальності шоків та характеру пристосування до них
Критерій Тауера та Віллета (сумісність макроекономічних пріоритетів)	Конвергенція у сфері функціонування центральних банків та домінування орієнтації на забезпечення цінової стабільності в багатьох країнах суттєво зближують макроскопічні пріоритети в розрізі багатьох країн. Симетричність шоків та макропріоритетів послаблюють передумови для того, щоб використання інструментів макрополітики зі стабілізаційною метою привносило в глобальну економіку циклічну дивергенцію	Відмінності в рівнях розвитку породжують ситуацію, коли фактичні норми поведінки у сфері макроекономічної політики продовжують різниця в розрізі країн з відмінними рівнями доходу. Сильні зовнішні шоки тільки посилюватимуть ці відмінності, особливо в умовах, коли недостатні внутрішні структурні реформи обмежують адаптивні можливості економіки

Продовження табл. 7.6.

Критерій Мандела (мобільність виробничих факторів)	Фінансова інтеграція до зростання мобільності фактору праці дають змогу суттєво посилити передумови для відповідності глобальної економіки умовам оптимальності	В аспекті мобільності капіталів глобальна економіка зберігає елементи сегментації, а потоки капіталу мають значну проциклічну компоненту. В аспекті мобільності праці, то ринки праці суттєво фрагментаризовані національними кордонами, а рівень мобільності праці відрізняється в залежності від рівня кваліфікованості працівників
Критерій Інгрема (фінансова інтеграція)	Прогресуюча фінансова інтеграція та мобільність капіталів суттєво позначаються на зростанні можливостей пристосовуватись до асиметричних шоків без зміни номінального валютного курсу та втрат у реальному секторі. Диверсифікація ризиків дозволяє згладжувати реальні шоки. При цьому, швидке поширення фінансових шоків скоріше не поглиблюватиме циклічну дивергенцію	Рівень валютно-фінансової лібералізації відмінний в розрізі багатьох країн світу. Ступінь трансформації та модернізації фінансових систем різниця навіть серед розвинутих країн, породжуючи ефекти сегментації ринку фінансових послуг. Зберігаються значні можливості для структурного арбітражу. Спреди продовжують віддзеркалювати покраїнні фактори, навіть за умов зростаючого значення секторних факторів поведінки капіталізації ринків, обмежуючи переваги фінансової інтеграції
Критерій Фрідмена (гнучкість цін та зарплат)	Структурні реформи в багатьох країнах, викликані необхідністю пристосовуватись до викликів глобальної конкуренції, зорієнтовані саме на підвищення гнучкості цін та зарплат	Світ суттєво фрагментаризований за рівнем гнучкості цін та зарплат, що обумовлено структурними детермінантами та відмінними швидкостями модернізації ринків праці і демографічними проблемами
Критерій Кенена (фіскальна інтеграція), критерій Хаберлера (політична інтеграція)	Глобалізація створює передумови для посилення гомогенності в поведінці функції фіскальних реакцій. Це стосується як руху в бік збалансованого бюджету, так і в напрямку зростання фіскальних дисбалансів, що впливає з домінуючого значення ситуації на глобальних фінансових ринках щодо поведінки процентних ставок, порівняно з національними макроекономічними факторами	Світ не об'єднаний у єдину політичну систему, внаслідок чого вирівнюючі трансферти неможливі. Монетарна політика стабільності цін та фіскальна політика автоматичної стабілізації зберігають передумови для значної дивергенції у сфері фіскальної політики, особливо в умовах ідіосенкратичних шоків

Так, якщо Кругман наголошує здебільшого на ідеї ефективної стабілізаційної місії плаваючих курсів та ілюзорності суджень про те, що монетарна уніфікація сприяє прозорості цін та знижує трансакційні витрати в умовах сучасних інформаційних технологій (що само по собі

дивно, з огляду на значний масив досліджень, які це підтверджують, спираючись на досвід зони євро), то Рогофф підходить до критики глобальної монетарної інтеграції системніше. По-перше, багато цілком логічних теоретичних уявлень про міжнародну економіку не спрацьовують, оскільки реальна міжнародна торгівля не високо еластична, а пов'язується з цілком відчутними витратами. Це уповільнює практично усі механізми корекції рівноважних процесів і породжує відставання інтеграції товарних ринків, порівняно з фінансовими⁶³⁸. По-друге, валютні курси, поводячись як ціни на активи, не можуть відображати фундаментальні процеси, внаслідок чого на них суттєво і не впливають, отже краще зберегти систему плаваючих курсів у поєднанні з політикою цінової стабільності. Остання виступить якорем для макроекономічних процесів, а перші не будуть привносити у монетарну політику конфлікт, пов'язаний із тим, як реагування на тенденції щодо поведінки курсу можуть дестабілізувати внутрішні макропроцеси. По-третє, якщо гроші виконують функцію одиниці рахунку і перетворюються на певну природну монополію, то збереження монетарного плюралізму привносить елементи конкуренції у систему, що призводить до більш дисциплінованої поведінки багатьох центральних банків, які змушені проводити жорсткішу політику, інакше їхня валюта буде заміщена сильнішою (як ми показали вище, наявність конкуренції у сфері світових валют ще не гарантує контролю за глобальною ліквідністю в чистому вигляді). По-четверте, існує дуже велика проблема з вибором цільової функції глобального центрального банку. Будь-які форми товарного стандарту, включно із золотом, не можуть змагатись з моделлю сучасного центробанку, а побудова глобальної монетарної політики на основі правила є проблематичною як з точки зору політичної легітимності, так і з міркувань адекватності для усіх одразу. При цьому, сам Рогофф зауважує, що на найближчу перспективу краще відмовитись від ідеї глобальної валюти, а привабливішою буде система, яка складатиметься з “3 чи 4 валют, якщо не *n* валют”⁶³⁹.

⁶³⁸ Детальніше ця проблема розкрита у співавторстві з М.Обстфельдом: Obstfeld M., Rogoff K. The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is there a Common Cause? // NBER Working Paper. – 2000. – № 7777 // www.nber.org. Згідно з Обстфельдом та Рогоффом реальні витрати на здійснення торгівлі можуть пояснити емпіричну невідповідність ряду канонічних макроекономічних моделей, зокрема: загадку домашнього зміщення торгівлі МакКаллума, парадокс Філдстайна-Хоріоки, загадку Френча-Потерби щодо домашнього зміщення на ринку акцій, загадку корелції споживання Бакуса-Кехое-Кідленда, загадку паритету купівельної спроможності, або парадокс розщеплення валютного курсу Рогоффа, загадку прогнозування валютних курсів Міза-Рогоффа, а також загадку нейтральності режиму валютного курсу Бакстера-Стокмана.

⁶³⁹ Rogoff K. On Why Not a Global Currency // American Economic Review. – 2001. – Vol. 91. – № 2. – P. 243–247.

Дещо відмінну позицію з цього приводу займає П. Мессон. Він привертає увагу до процесів, які рано чи пізно повинні будуть призвести якщо не до появи єдиної глобальної валюти, то принаймні декількох валют-лідерів. Платежі в умовах сучасних інформаційних систем дедалі більше можуть здійснюватись без затребуваності участі балансу центрального банку, що послаблює його можливості контролювати ліквідність у короткостроковому періоді (вперше ця ідея виникла в контексті поширення е-грошей⁶⁴⁰). В таких умовах розширення можливостей економічних агентів вдаватись до оптимізації валютного портфеля платежів та активів призводитиме до пошуку найбільш надійного засобу збереження вартості, що в сукупності з ефектом мережі гратиме на користь однієї чи декількох світових валют. Якщо сюди додати проблему збереження монетарного суверенітету в умовах високої мобільності капіталів, то в сукупності ці процеси фундаменталізують проблему “відсіювання” слабких валют. Збереження ж за національними валютами глибокого символічного значення буде тим важелем, який скеровуватиме природний процес відбору сильних валют у бік регіоналізації монетарного регулювання. Втім, регіоналізація може конкурувати з ідеєю валютних блоків, утворених довкола сильних валют. Мессон підсумовує: у світі, де використання валюти буде приватним вибором, а не декретним примусом уряду, виживитимуть тільки долар США, євро і ще декілька слабших валют⁶⁴¹. Незважаючи на те, що усі наведені критичні зауваження до ідеї глобальної монетарної уніфікації ігнорують глобально-центричні процеси, які знімають конфлікт між пріоритетом внутрішньої рівноваги і зовнішніми шоками в реалізації монетарної політики *n* країнами, вони надзвичайно важливі для розуміння логіки та зацікавленості у збереженні *status-quo*.

З вищепроведеного аналізу випливає питання, що повинно бути основою природної тенденції до зменшення кількості валют у світі і, відповідно, спрощення глобальної монетарної системи при тому, що монетарна уніфікація серед розвинутих країн не розглядається як ймовірна. Потрібно визнати, що іншого варіанту, аніж офіційна доларизація та експансія валютних союзів, не існує.

⁶⁴⁰ Започаткував аналіз проблеми реалізації монетарної політики в умовах відсутності попиту на ліквідність центрального банку М.Вудфорт. Див.: Woodford M. Monetary Policy in a World Without Money // NBER Working Paper. – 2000. – № 7853. – Р. 1–45.; Woodford M. Monetary Policy in the Information Economy // NBER Working Paper. – 2001. – № 8674. – Р. 1–69. Хоча Вудфорт не торкається проблеми глобалізації в аналізі е-грошей, її можна дуже легко поширити на проблему глобальної стабільності. Послаблення монетарних органів штовхатиме світ до посилення децентралізації грошової емісії, що може породити глибокі спотворення в поведінці глобальної ліквідності, порівняно з існуючою системою центральних банків.

⁶⁴¹ З виступу П. Мессона на конференції “Один світ, одна валюта: пункт призначення чи помилковий шлях”. One World, One Currency: Destination or Delusion? // IMF Economic Forum, 2000, November 8 // www.imf.org.

Офіційна доларизація: дуалізм вигод з позиції окремої країни та нейтральності з позиції глобальних макрофінансових процесів

Затребуваність переходу широкого набору країн, що розвиваються, на стабільнішу валюту впливає з відомих теоретичних та практичних аргументів:

- “злиття” з валютним блоком, з яким себе асоціює країна. В умовах обмеженої курсової гнучкості (“страх перед плаванням”, пошук стимулів для розвитку торгівлі, контроль за інфляцією) та збереження макроекономічної та зовнішньоторгівельної гравітації запровадження валюти країни-центру дасть змогу уникнути ризику валютно-курскових дестабілізацій в умовах, коли стабілізаційна роль валютного курсу мінімальна, отже реакція на асиметричний шок обмежена;

- усунення валютного курсу як найбільш детонуючого елемента фінансової крихкості. В умовах актуальності гіпотези “первісного гріха” (неспроможність країни запозичувати за кордоном у своїй валюті, що є екзогенною (онтологічною) характеристикою, яка не залежить від структури економіки) та імперфекцій ринку капіталу саме валютний курс є найбільшою проблемою, пов’язаною з тим, що будь-які негативні процеси у сфері потоків капіталу одразу вражають банківську систему і, як наслідок, реальну економіку⁶⁴². Як передбачалось, у ранніх дослідженнях, плаваючий курс набагато краще дає змогу уникнути надмірного припливу та відпливу капіталів, оскільки на інвесторів перекладається основний тягар відповідальності щодо коливань доходності в іноземній валюті. Наприклад Філіппіни, які серед усіх азійських країн, що постраждали від кризи 1997 р., мали найбільш мінливий валютний курс і найменші втрати у банківському та реальному секторах⁶⁴³. Однак пізніші розвідки спростовують цей аргумент. Плаваючі курси не вирішують проблему невідповідності між валютною структурою активів та пасивів, а навпаки, поглиблюють її завдяки посиленню доларизації депозитів⁶⁴⁴. Тобто в умовах, коли доларизація перетворюється на структурну рису економіки вона більшою мірою спотворює трансмісійні механізми монетарної політики і боротьба з цим за допомогою курсової гнучкості не гарантує успіху. Окрема причина

⁶⁴² Більш детально див.: Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 140–148.

⁶⁴³ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. – 1999. – № 7418. – P. 1–54.

⁶⁴⁴ Artera C. Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches? // Center for International and Development Economics Research Working Paper. – 2002. – № 123. – P. 1–62.

цього факту полягає в тому, що в умовах експансії глобальної ліквідності приплив капіталів в окрему економіку може більшою мірою корелювати з кондиціями на глобальному рівні, ніж на національному, збільшуючи пропозицію іноземної валюти, яку набагато вигідніше стає пустити в обіг по кредитних каналах, порівняно з переведенням у національну. Ревальвація тут може призвести до протилежного ефекту – заохочення подальших запозичень в іноземній валюті, оскільки буде сприйматись як рівноважна тенденція, а не майбутня загроза платіжному балансу. Тільки у випадку високоеластичної реакції сальдо торгівлі на зміни валютного курсу між валютним курсом та потоками капіталу утворився би зв'язок, який би унеможливив надпозичання закордоном, швидко сигналізуючи про можливість майбутнього погіршення ситуації, що одразу обмежувало би приплив капіталу. В умовах же нестачі глобальної ліквідності приплив капіталу обмежується, з'являються тенденції до девальвації, внаслідок чого інтерес до деномінації фінансових трансакцій в іноземну валюту не зникає, а посилюється з міркувань збереження вартості саме в той момент, коли економіка найменшою мірою готова запозичувати та повертати борги по нижчому курсу;

• суперечлива роль валютних резервів. В цьому контексті можна виділити кілька проблемних нашарувань. А) Включення доларизації у фінансовому секторі у функцію визначення оптимальних зовнішніх активів центробанків може спровокувати ірраціонально високий рівень попиту на резерви, реалізація якого погіршить внутрішню інфляційну ситуацію, спровокує експансію внутрішньої ліквідності та посилить макрофінансову вразливість країни. Найголовніша проблема тут полягає в тому, що дуже важко визначити наперед, якими повинні бути оптимальні резерви з поправкою на доларизацію. Б) В умовах орієнтації на підтримку глобальної конкурентоспроможності резерви реагують асиметрично на тенденції у сфері валютних курсів. Завдяки цьому на фазі збільшення резервів (уникнення ревальвації) створюються передумови для посилення доларизації, а на фазі захисту резервів чи девальвації актуалізуються проблеми у фінансовому секторі. В) В умовах високої кореляції поведінки спредів та капіталізації фінансових ринків зміщення акцентів з валютно-боргової кризи у бік фінансової ставить питання про те, що завищений попит на резерви часто не застерігає від кризи, але збільшення зовнішніх активів підвищує вразливість економіки через інфляцію та надлишкову ліквідність. З цього випливає, що в багатьох випадках нагромадження

резервів з метою запобігання ризикам, пов'язаним з фінансовою глобалізацією, не вирішує проблеми, оскільки доларизація викривлює процеси страхування на випадок реверсів в потоках капіталів;

- плаваючі курси в умовах високого рівня доларизації можуть привнести додаткові флуктуації економіки, які будуть підсилюватись проциклічністю фінансової системи та потоків капіталу. Наприклад, впродовж ділового циклу вимір заощаджень у сильній валюті призводить до ситуації, коли їх обсяг починає змінюватись, незалежно від номінального значення. Це зумовлює переоцінку інвестиційних планів та невизначеність щодо функції споживання. На фазі збільшення заощаджень (в умовах зростання) рух курсу вгору допускає можливості надспоживання, а рух курсу вниз – погіршує інвестиційні перспективи, оскільки зменшується споживання. На фазі зменшення заощаджень (в умовах рецесії чи кризи) рух курсу вгору хоч і сприятливий для збереження зовнішньої вартості коштів, відкладених в часі, однак – малоімовірний. Падіння курсу, яке більш вірогідне, ще більше знижує обсяг заощаджень, тим самим провокує надмірне стиснення споживання, що обмежує приріст індукованих інвестицій. В обох випадках доларизація діє як проциклічний фактор.

Незважаючи на теоретичні переваги офіційної доларизації в умовах глобалізації, вигоди від неї здебільшого зводяться до такого: усунення ризику глобальних потрясінь, які пов'язані з враженням певної країни і поширенням кризи на інших; зниження індивідуальної фінансової вразливості до імперфекцій глобальних ринків капіталу; розширення можливостей зовнішніх запозичень; спрощення глобальної монетарної системи. Однак поширення офіційної доларизації не вирішить багатьох актуальних глобальних макрофінансових проблем. По-перше, її актуальність в основному зберігатиметься для тих країн, для яких і досі забезпечення цінової стабільності залишається проблематичним, внаслідок чого їхня вразливість до флуктуацій в потоках капіталу пов'язується з браком внутрішніх реформ. По-друге, навіть якщо припустити значну кількість країн, які вдадуться до офіційної валютної субституції, то їх кумулятивне значення не справить суттєвого впливу на ті процеси у сфері фінансової глобалізації, які пов'язані з негативними проявами феномена складності. По-третє, поширення офіційної доларизації безумовно є позитивним кроком у бік глобальної монетарної інтеграції, але він нічого не змінює, окрім відносної ваги провідних валют в обслуговуванні глобальних трансакцій та проявлених кордонів валютних блоків.

З цих міркувань, офіційна доларизація не вирішує принципового питання підвищення глобальної фінансової стабільності – створення передумов для формування системи контролю за змінами глобальної ліквідності відповідно до змін у сукупних попиті та пропозиції глобального рівня. Посуті, поширення провідних валют на офіційний обіг окремих країн зберігає наявну модель монетарного лесеферизму з актуальними зовнішніми ефектами щодо флуктуацій глобальної ліквідності. Отже, офіційна доларизація модифікуватиме структуру та змінюватиме кількість фінансових потрясінь, але не монетарну природу їх актуалізації у глобальному контексті. Так само офіційна доларизація не є безспірною з точки зору національно-центричного погляду. А) На відміну від валютного союзу, який втілює принцип делегованого суверенітету, запровадження іноземної валюти в офіційний обіг є чистою втратою монетарного суверенітету. Б) Макрофінансова стабільність країни стає безпосередньо прив'язаною до ситуації у валютному блоці і адаптація до шоків буде можлива тільки завдяки внутрішній гнучкості цін та зарплат. Альтернативність між нижчою інфляцією та можливостями адаптації до шоків за допомогою валютного курсу дуже часто визначається структурою зв'язків між центром валютного блоку і доларизованою країною. У випадку асиметричних шоків економічна динаміка може суттєво уповільнюватись без наявності системи врахування стану периферії у процентних ставках країни-лідера⁶⁴⁵. В) Відсутність стабілізаційних можливостей позначається на тому, що в доларизованих економіках економічне зростання нижче, а його варіація – вища, порівняно з країнами-членами валютного союзу, хоча вигоди у сфері цінової стабільності очевидні в обох випадках, порівняно з країнами з власною валютою⁶⁴⁶. Втім, природний процес витіснення національних валют не виключає, що доларизація та валютні союзи як тенденції будуть співіснувати, виконуючи відмінні функціональні призначення у сфері глобальної монетарної інтеграції, посилюючи глобальну фінансову стабільність на різних рівнях.

Теоретичні та практичні домінанти аналізу валютних союзів

На сьогодні економічною наукою сформувався цілий набір різнапланових аргументів на користь формування валютних союзів. Серед них можна виділити такі:

⁶⁴⁵ Alesina A., Barro R. Currency Unions // *Quarterly Journal of Economics*. – 2002. – Vol. 107. – № 2. – P. 409–436.

⁶⁴⁶ Edwards S., Magendzo I. Strict Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2006. – Vol. 38. – № 1. – P. 269–282.

• макроекономічна ефективність. Цей аргумент відображає, що макроекономічна політика в інтеграційному об'єднанні буде ефективніша, ніж в індивідуальних країнах членах. Приєднання до стабільнішої валюти є елементарною новацією у сфері монетарної політики, яку забезпечує валютний союз⁶⁴⁷. Зокрема, Єврокомісією ще у 1996 р. створення незалежного центрального банку, зорієнтованого на політику цінової стабільності, розглядався як один з важливих факторів ефективного економічного розвитку. Зниження інфляції і номінальних процентних ставок на підґрунті стабільності цін сприймається як потужний алокаційний стимул⁶⁴⁸. Подібні аргументи містяться і у інших дослідників, які акцентують увагу на тому, що союзний центральний банк має кращий інституціональний захист від політичного тиску, ніж національні⁶⁴⁹ тощо;

• стимули для розвитку торгівлі. Останні пов'язані з фіксованими курсами. При цьому, вигоди для економічного зростання отримуються через ефекти створення торгівлі в зоні інтеграції, мінімізацію трансакційних витрат, транспарентність цін, які в сукупності дають позитивні алокаційні вигоди від запровадження єдиної валюти⁶⁵⁰. Дж. Франкель та Е. Роуз наголошують на тому, що вигоди від ефекту створення торгівлі суттєвіші, порівняно з, наприклад, перевагами прив'язки до стабільнішого номінального якоря⁶⁵¹.

Однак такі підходи розглядають вигоди від валютних союзів тільки зсередини інтеграційного об'єднання. Глобалізація потребує якщо не перегляду такого підходу, то принаймні розширення. Б. МакКаллум наголошує, що запобігання регіональним валютним кризам є однією з головних причин необхідності формування валютних союзів⁶⁵². Зокрема, у наших працях ми наголошуємо на тому, що формування валютних союзів покликано підвищити адаптивність економіки інтеграційного угруповання до викликів глобалізації, порівняно з окремою національною економікою завдяки:

⁶⁴⁷ Alesina A., Barro R. Currency Unions // *Quarterly Journal of Economics*. – 2002. – Vol. 107. – № 2. – P. 409–436.

⁶⁴⁸ *Economic and Monetary Union*. — Luxembourg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. – 24 p.

⁶⁴⁹ Strauss-Kahn M.-O. Regional Currency Areas: A Few Lessons from the Experiences of the Eurosystem and the CFA Franc Zone P. // *Currency Areas and the Use of Foreign Currencies*. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – 43–58.

⁶⁵⁰ Rose A., Engel Ch. Currency Unions and International Integration // NBER Working Paper. – 2000. – № 7872. // www.nber.org; Glick R., Rose A. Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence // *European Economic Review*. – 2002. – Vol. 46. – № 6. – P. 1125–1151.; Tenreyro S., Barro R. Economic Effects of Currency Unions // NBER Working Paper. – 2003. – № 9435. // www.nber.org.

⁶⁵¹ Frankel J., Rose A. Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output // NBER Working Paper. – 2000. – № 7857. // www.nber.org.

⁶⁵² McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions // NBER Working Paper. – 1999. – № 7393. – P. 1–3.

- формуванню глобально-стійкої економічної структури, що дала би змогу забезпечити своєрідний сплав екзогенних та ендогенних моделей економічного зростання на основі ефекту масштабу;

- створенню макроекономічних передумов для усунення монетарних конфліктів в інтеграційній зоні, пов'язаних з неможливістю пристосувати систему фіксовано-орієнтованих курсів для розвитку торгівлі до свободи переміщення капіталів як основи інтеграції через переливи виробничих факторів. В таких умовах жорстка внутрішня монетарна політика та плаваючий курс набагато краще дають можливість запобігати валютним кризам, пов'язаним зі спекуляціями проти валютних курсів, паритети яких визначаються інтеграційними зобов'язаннями, але які розглядаються як несумісні з точки зору поточних монетарних та фінансових процесів тощо;

- інституціональному захисту незалежності союзного центробанку, внаслідок чого політика цінової стабільності виводиться за межі національного політичного тиску, чим забезпечується здорова монетарна основа для позитивних алокаційних ефектів та економічного зростання⁶⁵³.

Відштовхуючись від цього, аргументація на користь монетарного вибору країн Центрально-Східної Європи щодо членства у зоні євро набуває більш завершеного вигляду, приймаючи до уваги проблему нестабільності у сфері потоків капіталу та дефіцитних платіжних балансів. Усунення ризику змін валютного курсу та формування надійного фундаменту для запобігання валютним кризам та їх регіоналізації дає змогу суттєво доповнити вже відомі ефекти створення торгівлі та стимулювання ВВП на основі торговельної експансії ефектами, пов'язаними із переведенням монетарної стабільності на якісно інший рівень⁶⁵⁴.

Однак, як показують Б. Фрітц та Л. Мюхліх, випадок трансформаційних економік специфічний, оскільки передбачає приєднання до валютного союзу в обігу якого перебуває світова валюта. Вони констатують, що на сьогодні процеси формування валютних союзів необхідно чітко поділити на три групи з точки зору відповідності критерію здійснення запозичення у власній валюті сторонами інтеграційного об'єднання. Завдяки цьому вони виокремлюють три варіанти: “Північ-Північ”, “Північ-Південь”, “Південь-Південь”. Належність країни до “Півночі” визначається тим, що на неї не

⁶⁵³ Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 170–193.

⁶⁵⁴ Козюк В. В. Інтеграційний вибір постсоціалістичних країн у сфері монетарної політики: теоретичні проблеми // Економіка України. – 2006. – № 7. – С. 73–82.

поширюється гіпотеза “первісного гріха” (тобто існують можливості запозичувати ззовні у власній валюті); належність до “Півдня” – навпаки. Як наслідок, приєднання країн Центрально-Східної Європи до зони євро – це інтеграція “Північ-Південь”, яка створює суттєві вигоди у вигляді запобігання вразливості фінансового сектору, що пов’язаний з невідповідностями валютної структури активів та пасивів у реальному та фінансовому секторах. Якщо ж говорити про решту світу, то Фрітц та Мюхліх констатують: сформований рівень регіональної інтеграції в багатьох куточках світу вже не дозволяє повною мірою покладатись на плаваючий курс як на стабілізаційний інструмент; замість критеріїв оптимальності валютної зони більшої ваги набувають такі параметри, як подібність валютної структури зовнішніх боргів та обтяжливість ними, ступінь вразливості до зміни валютних курсів відповідно до гіпотези “первісного гріха”; інтеграційне лідерство у випадку “Південь-Південь” визначається можливостями уникати вразливості відповідно до згаданої гіпотези тощо⁶⁵⁵.

Запропонований німецькими дослідницями підхід дає змогу істотно скоректувати вищерозглянуті підходи до валютної інтеграції з врахуванням особливостей, пов’язаних з цим аспектом фінансової глобалізації. Якщо поглянути на цю проблему з точки зору глобальної фінансової стабільності, то валютна інтеграція, яка ставить в основу запобігання фінансовій крихкості експансію внутрішньосоюзного фінансового простору⁶⁵⁶, є суттєвим важелем мінімізації ризику того типу дестабілізацій, які стосуються індивідуальної вразливості країн до різного роду шоків. Зниження вірогідності криз типу “раптова зупинка” тут буде очевидною вигодою, яка створює підґрунтя для фінансової інтеграції на стабільнішій основі. Втім, існує і ряд проблем. Якщо взяти до уваги, що в умовах зміщення джерел криз з валютно-боргових до фінансових основною проблемою стає питання кореляції спредів та рівня капіталізації, а також стрибки спредів відповідно до змін ставлення до ризику в умовах тих чи інших глобальних стресів, то орієнтація виключно на подолання проблеми “первісного гріха” може виглядати обмеженою.

⁶⁵⁵ Fritz B., Mühlich L. Regional Monetary Integration among Developing Countries: New Opportunities for Macroeconomic Stability beyond the Theory of Optimum Currency Areas? // German Institute of Global and Area Studies Working Papers. – 2006. – № 38. – P. 1–29.

⁶⁵⁶ Bossone B., Lee J.-K. In Finance, Size is Matter // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/113. // www.imf.org.; Panizza U. “Original Sign” and Monetary Cooperation // New Issues in Monetary Coordination / Ed. By Metzger M., - 2006. – P. 26–35.

Зокрема, в рамках такого зміщення набагато більшої ваги набуває проблема вразливості до змін у глобальній фінансовій кон'юнктурі та стані глобальних макрофінансових процесів, які породжують вразливість країни до зміни структури спредів та їх кореляції. Це означає, що в умовах більш інтегрованої глобальної фінансової системи індивідуальна вразливість країни у сфері фінансових шоків стає набагато чутливою до змін поведінки глобальної ліквідності. Відповідно, саме акцент на проблемі контролю за такими змінами повинен стати наріжним каменем глобально-центричного аналізу валютних союзів.

Погляд на валютні союзи з глобальної точки зору був запропонований Р. Манделлом. Останній ще напередодні запровадження єдиної європейської валюти висловив тезу, що руйнація монополярної валютної системи світу створить більше передумов для глобальної фінансової стабільності завдяки послабленню негативних зовнішніх ефектів домінування американського долара⁶⁵⁷. Таке бачення слід визнати цілком правильним, але з точки зору загального принципу. Зокрема, Манделл розглядає ув'язку між темпами зростання американської економіки та вектором руху долара через потоки капіталу. Без потужних альтернатив вузькі ринки єни, німецької марки та фунта унеможлилювали достатньо суттєву девальвацію долара. Тут непрямо простежується теза про те, що долар в таких умовах завжди опинявся в стані недодевальвації. Проте такий погляд був актуальний для глобальних процесів 1990-х. Пристосування платіжного балансу завдяки ефекту оцінки вартості активів, масштабний зовнішній суверенний попит на доларові активи з метою страхування від ризиків фінансових стресів, конкурентне нагромадження резервів змінили рамкові умови конкуренції у сфері ключових валют.

Запровадження євро не створило радикальних альтернатив долару, а чіткіша кристалізація поділу світу на валютні блоки і домінування доларового блоку завдяки азійським експортерам підірвало основи для стабілізуючих ефектів валютної конкуренції в рамках біполярної системи. Більше того, існуючий біполярний світ завдяки превалюючим масштабам доларового блоку створив більше проблем для глобальної стабільності, оскільки питання суб'єктивізації ефектів диверсифікації та корекції фінансових дисбалансів вже виходять за рамки розширення курсової

⁶⁵⁷ Манделл Р. Євро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293–328.

волатильності, а зачіпають поведінку глобальної ліквідності та ситуацію у сфері процентних ставок, потоків капіталу та загального доступу до фінансування. Якщо Манделл розглядав проблему недостатньої девальвації долара як причину відсутності альтернатив, то нагромаджений рівень валютних резервів та інших суверенних активів поставив на порядок денний іншу проблему: ніхто не бажає розглядати свою валюту як альтернативу долару щоб не наражатись на конкуренцію з боку азійських експортерів, які підтримують негнучкі курси вверх. Саме завдяки такій конфігурації глобального монетарного ландшафту нагромаджений рівень резервних активів призвів до суттєвого завищення значення коливань обсягу глобальної ліквідності для визначення ситуації на фінансових ринках, а будь-які кроки у бік диверсифікації валютної структури глобальних трансакцій стають значимими для коливання обсягів глобальної ліквідності. В таких умовах навіть наявність вузького кола альтернатив долару далеко не завжди матиме стабілізуючий потенціал, а навпаки, актуалізація такого потенціалу привнеситиме в систему додаткові флуктуації при тому, що бажання скористатись такою актуалізацією обмежується ризиком загострення конкуренції з країнами, які підтримують низькі витрати на оплату праці, але залучають значні прямі інвестиції для розвитку експорту.

Звідси випливає, що валютні союзи повинні виконати стабілізуючу місію з глобальної точки зору на основі поєднання процесу спрощення монетарної системи світу (зменшення кількості валют) та привнесення додаткових елементів контролю за змінами глобальної ліквідності. В основі останнього принцип конкуренції між ключовими валютами потрібно розглядати як базовий, але не самодостатній. Це означає, що в умовах перетворення платіжних контрпозицій на адитивні щодо глобального попиту, світ не повинен обмежуватися біполярними валютними рамками, а тяжіти до обмеженої поліцентричності, що засновується на основі реальної курсової гнучкості.

Для обґрунтування ролі валютних союзів як стабілізатора глобальних макрофінансових процесів необхідно врахувати, що для цього потрібен перехід до такої конфігурації глобальної монетарної системи, яка базувалась би на певному наборі регіональних монетарних утворень у поєднанні зі збереженням існуючих геоекономічних центрів. У глобальній економіці можна побачити формування тенденцій, які уможливають виникнення такої конфігурації.

По-перше, мобільність капіталів та інтеграція фінансових ринків суттєво скорочуватимуть життєвий цикл систем підтримання фіксованих чи обмежено фіксованих валютних курсів, призначених в рамках інтеграційного утворення для створення стимулів розвитку інтра регіональної торгівлі. Завдяки цьому, тривалість процесу оформлення валютних союзів може бути суттєво зменшена, порівняно з досвідом еволюції ЄВС. Окрім цього, країни з ринами, що виникають, презентують відмінну модель контролю за коливаннями реальних ефективних курсів, порівняно з ERM I та ERM II, завдяки підтриманню відносно обмежених коливань курсів щодо однієї з ключових валют. Посуті, “страх перед плаванням” та ефекти ідентифікації із валютним блоком створюють передумови для зниження коливань реальних ефективних курсів, тим самим стимулюють розвиток торгівлі в певній регіональній інтеграційній зоні. Подальші стимули для контролю за реальними ефективними курсами будуть пов’язуватись з успіхом програм номінальної конвергенції, які, однак, будуть знаходитись під суттєвим впливом з боку прив’язок до спільного еквівалента, та з гомогенністю у протистоянні глобальним та регіональним кризам. Останнє особливо важливе з тих міркувань, що значна варіація в індивідуальних реакціях на стреси розхитує систему номінальної конвергенції та стабільності реальних ефективних курсів.

По-друге, якщо для розвинутих країн домінуючий акцент в процесах номінальної конвергенції поставлений на кінцевих цілях макроекономічної політики, то специфіка країн з ринками, що виникають, обумовлюється проблемами, пов’язаними з політикою щодо валютних резервів. Так, конкурентний суверенний попит на активи, асиметричність динаміки резервів у розрізі “поганих” та “сприятливих” періодів, новий меркантилізм можуть суттєво ускладнити систему регіональної монетарної інтеграції. Це обумовлено потенційною відсутністю погодженої практики застосування резервів у кризових умовах та визначення оптимального попиту на них за наявності можливостей їх швидкого нагромадження. Завдяки цьому, у випадку криз одні валюти можуть більше девальвувати, ніж інші. В сприятливих умовах для нагромадження резервів актуалізуються відмінності у рівні втрат від цього, отже, одні країни отримують додаткові переваги над іншими у сфері глобальної конкурентоспроможності. З іншого боку, значні резерви уможливають застосування широкого набору інституціональних форм

регіональної централізації монетарних активів з функціональною метою відповідно до тих чи інших інтеграційних пріоритетів. Наприклад, це – формування регіональних валютних фондів, які би становили певну альтернативу МВФ. Хоча в чистому вигляді на глобальному рівні така практика не оптимальна, вона може відобразити наявність глибоких структурних інтенцій щодо переведення регіональної монетарної інтеграції на якісно вищий інституціональний щабель.

По-третє, формування сучасних валютних союзів знаходитиметься під сильним впливом з боку належності окремих країн та регіону загалом до валютного блоку. З цих міркувань, регіональна монетарна інтеграція повинна забезпечити певний компроміс між збереженням переваг для номінальної конвергенції від колективних гравітаційних ефектів та прив'язки до спільного еквівалента. Кращим є формуванням нової силової вісі у сфері регіональної макроекономіки, яка дала би можливість послабити залежність інтеграційної зони від монетарної політики країни емісії валюти-прив'язки. Без генерування доцентрової енергії у сфері макроекономіки регіонального простору гравітаційний вплив з боку країни-лідера валютного блоку може стати на заваді просуванню процесів номінальної конвергенції та інституціоналізації процесів реалізації монетарної політики в зоні інтеграції.

По-четверте, зміщення у бік домінування внутрішньої енергії інтеграційного простору над гравітаційними ефектами центру валютного блоку буде можливе за умов повноцінного функціонального поглиблення регіональної інтеграції процесів та структурування регіональної взаємодії. Позитивні наслідки для розвитку торгівлі та поглиблення фінансових ринків з боку підготовки до створення валютного союзу та запровадження в обіг спільної валюти повинні розглядатись як аксіоматичні принципи. На їх основі будуватимуться чіткі лінії узгодження пріоритетів внутрішньо інтеграційних трансформацій, покликаних послабити залежність від гравітаційної сили центру валютного блоку. Незважаючи на те, що такі центри зберігають вплив на глобальні фінансові ринки та ринки окремих країн безвідносно до ступеня розвитку двосторонніх зв'язків, колективний прогрес у сфері монетарної регіоналізації повинен послабити силу цього явища. Основна причина цього полягатиме у послабленні ефекту резервної валюти та розширення діапазону курсових коливань між обмеженим набором регіональних валют, що дасть

можливість знизити вплив на коливання обсягів глобальної ліквідності з боку адитивних щодо глобального попиту платіжних контрпозицій.

По-п'яте, існує досить чітка залежність між новими – активнішими – імпульсами щодо поглиблення регіональної інтеграції у монетарній сфері і кризовими процесами глобального чи регіонального рівня. Наприклад, існують чіткі свідчення того, що процес створення Європейського валютного союзу пришвидшувався саме після кризових потрясінь у Європі та світі⁶⁵⁸. Подібні висновки роблять і дослідники монетарної регіоналізації в Азії, констатуючи, що Азійська криза виступила потужним поштовхом для внесення в порядок денний політики багатьох країн регіону питання про кроки щодо перспективної валютної інтеграції⁶⁵⁹. Якщо екстраполювати такі тенденції на сучасні глобальні макрофінансові виклики та прийняти до уваги чинність погляду на монетарну політику як країно-центричну, то формування регіональних монетарних утворень розглядатиметься як потужна альтернатива чинному глобальному монетарному ландшафту.

По-шосте, процеси монетарної регіоналізації, на відміну від багатьох пропозицій щодо реформування монетарного устрою світу, заснованих на принципах фіксації валютних курсів чи запровадження загальноновизнаних резервних активів, є цілком сумісними з еволюцією центральних банків. Завдяки гнучкості в імплементації принципів та базових стереотипів поведінки сучасного центробанку (мандат цінової стабільності, орієнтація на раціональні очікування, транспарентність, відповідальність, функція реакцій, покликана мінімізувати коливання інфляції та ВВП, плаваючі курси тощо) регіональні монетарні утворення спроможні підвищити якість монетарної політики без конфлікту цілей щодо потоків капіталу та валютних курсів, на основі чого підвищити рівень глобальної фінансової стабільності. Найбільшою мірою вигоди від такої гнучкості пов'язуються з уникненням необхідності реалізовувати громіздкі та політично сумнівні проекти щодо посилення значення міжнародних принципів регулювання глобальних монетарних проблем, заснованих на ідеї досягнення Парето-ефективності. (Єдиним винятком тут є випадок заснування глобального

⁶⁵⁸ Henning R. Systemic Conflict and Regional Monetary Integration: The Case of Europe // *International Organization*. – 1998. – Vol. 52. – № 3. – P. 537–573. Також ми зазначаємо, що між кризою європейської валютної системи 1991-1992 років та укладанням Маастрихтської угоди є прямий генетичний зв'язок, який демонструє, що глобалізація породжує такі виклики для систем стимулювання регіональної інтеграції, які можуть бути подолані тільки за допомогою переходу інтеграцією на якісно вищий щабель. Див.: Козюк В. В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. – Тернопіль: Астон, 2001. – С. 113–181.

⁶⁵⁹ Shirono K. Real Effects of Common Currencies in East Asia // *IMF Working Paper*. – 2007. – WP/07/166. – P. 1–23.

центробанку на вище окреслених засадах сучасного монетарного органу.) З іншого боку, в рамках заснування валютних союзів на основі засад функціонування сучасного центробанку принципового значення набуває зближення функцій реакцій. Ми вже зазначали, що в загальному серед провідних центробанків функції реакції хоч і відрізняються, але здебільшого в них можна побачити спільний паттерн, коли мова йде про традиційну зв'язку “інфляція-ВВП-розрив”. Такий підхід, покладений в основу неокласичної монетарної політики, ще недавно можна було розглядати як важливий елемент підвищення макроекономічної стабільності у світі, акцентуючи на тому, що спільність реакцій центробанків на шоки породжує гомогенність сигналів та вторинної реакції ринків на них⁶⁶⁰. Однак експансія фінансового сектору та відсутність консенсусу щодо оптимальної реакції центробанків на них породжує проблему, коли відмінність монетарних реакцій на фінансові бульбашки вже не може бути нейтральною щодо глобальної фінансової стабільності. Наприклад, згідно з емпіричними дослідженнями фахівців Банку Норвегії, ФРС найчіткіше реагує на коливання цін на фінансові активи, порівняно з іншими провідними центробанками, а зменшення значення такої реакції за останній час позначилось на посиленні реагування на коливання цін на нерухомість⁶⁶¹.

З цього випливає, що асиметричне реагування провідних центробанків на поведінку цін активів породжує вторинні ефекти. Ними можна назвати відповідні реакції глобальних інвесторів (останні більше схильні інвестувати в активи у тій валюті, емітент якої схильніший згладжувати коливання фондових цін або запобігати їх швидкому падінню), які запускають хвилі коливань валютних курсів та потоків капіталу, спроможних підсилюватися проциклічністю фінансової системи. У випадку зменшеної кількості валют, а відтак і більш вірогідного розширення діапазону їх коливань, посилення симетрії реакцій

⁶⁶⁰ Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 137–139.

⁶⁶¹ Furlanetto F. Does Monetary Policy React to Asset Prices? Some International Evidence // Norges Bank Working Paper. – 2008. – № 7. – Р. 1–40. Тут зазначимо, що зміна в акцентах з фондового ринку на ринок нерухомості в сучасних умовах насправді не означає зміни базового принципу врахування ситуації у сфері поведінки цін на активи в монетарній політиці. Навпаки, в умовах швидкого поширення кредитно-дефолтних свопів ринок нерухомості і фондовий ринок набули функціональної поєднаності, якої ніколи раніше не було, а експансія ліквідності одразу позначається на ринку нерухомості через швидкий доступ до підвищення лівереджу. З цих міркувань реакція на процеси на ринку нерухомості насправді означає суттєвіше врахування ситуації у реальному секторі та в добробуті домогосподарств, порівняно з реакцією на фондові коливання. Втім, це не означає, що центральний банк має більше зацікавленості у підтримці добробуту домогосподарств; він просто втратив контроль за швидкою трансформацією ліквідності в попит на активи, через які привносять коливання в економіку, на що він вже змушений реагувати в силу чинності стереотипу про структуру функцій реакції.

центробанків ставатиме критично важливим. Це означає, що процедура спрощення глобального монетарного устрою повинна також бути підсилена координацією між центральними банками на рівні узгодження принципів реалізації монетарної політики. Процедури такого узгодження необов'язково повинні бути формалізованими; набагато важливіше, щоб вони становили конвенціональні засади теоретичного обґрунтування монетарної політики. В цьому розумінні, зростаюче значення фінансового сектору і як фактора підвищення добробуту, і як джерела макроекономічної нестабільності повинно позначитись на усвідомленні важливості симетрії в реакції монетарних органів не тільки на поведінку споживчих цін і ВВП-розриву, а також на поведінку цін активів, при чому на їх поведінку в розрізі фінансового циклу. Завдяки цьому можна буде уникнути проблеми нагромадження фінансових дисбалансів та перетікання їх внутрішньої компоненти у зовнішню. З іншого боку, зменшення кількості валют та поява потужних конкурентів долару створить передумови для більш прозорої ситуації у сфері реакцій центробанків на коливання цін активів. Послаблення можливостей монопольної експлуатації статусу резервної валюти не виключає того, що ринки будуть обережніше ставитись до інвестицій в ту валюту, емітент якої схильніший запобігати падінню фондових цін. Швидше падіння ставок по такій валюті вже тягнутиме за собою і еластичніші обмеження припливу капіталу, що чіткіше окреслюватиме рівноважну траєкторію поведінки валютного курсу.

По-сьоме, посилення процесів регіональної монетарної інтеграції суттєво обумовлено ефектом мережі. Наприклад, якщо в певному регіоні країни А, Б, В формують валютний союз, то для країни Г двосторонні зв'язки з кожною з них будуть будуватись на інших принципах, ніж у випадку збереження у них власних валют. Така зміна принципів спиратиметься на те, що операції з ними будуть деноміновані не стільки в іншу валюту, скільки у спільну валюту інтегрованих країн, що тягнутиме за собою нівелювання значних трансакційних витрат, і подальше їх скорочення стане ще реальним завдяки приєднанню до союзу, яке завершить трансформацію двосторонніх зв'язків у внутрішні. Завдяки цьому створення валютного союзу має тенденцію до розширення, а він сам стає образом для наслідування⁶⁶². Зацікавленість окремої країни в

⁶⁶² Більш теоретично цей підхід викладений у: Yehoue E. On the Pattern of Currency Blocs in Africa // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/45. – P. 3–7.

приєднанні може спиратись на багато причин, однак певні з них доволі усталені: гравітаційний вплив на торгівлю та активізація ефектів створення торгівлі; фінансова інтеграція створює ендогенні передумови для експансії фінансового сектору та зниження довгострокових процентних ставок; монетарна політика стає більш дисциплінованою; платіжний баланс втрачає роль жорстких рамок поведінки споживання та інвестицій.

По-восьме, процес формування конфігурації глобальної монетарної системи, заснованої на регіональних валютах у поєднанні з ключовими валютами, коріниться у вже існуючих та перспективних тенденціях у сфері регіональної монетарної інтеграції. Можна виділити такі процеси на прикладі вже існуючих валютних союзів та прогресуючого інтересу до їх створення в різних регіонах світу.

А) Розширення зони євро⁶⁶³. Експансія Європейського валютного союзу із певним запізненням слідуватиме за процесом розширення ЄС на Схід (а також рано чи пізно торкнеться Скандинавських країн, незважаючи на наявність не стільки економічних доводів, скільки політичних упереджень щодо євро серед населення; частково це можна екстраполювати на Велику Британію, в якій, на відміну від країн Європейської півночі, потужний фінансовий сектор дає змогу згладжувати виклики глобалізації). Однак найсуттєвіше просування зони євро на Схід відбуватиметься завдяки приєднанню нових членів ЄС з групи постсоціалістичних економік. Зацікавленість у цьому з боку Франкфурта-на-Майне та Брюсселя впливає з міркувань розширення трансакційної зони євро, зростання значення єдиної європейської валюти в обслуговуванні глобальних торговельних та фінансових трансакцій (у тому числі розширення використання євро як резервної валюти, що знизить значення долара в країнах, сумарна частка доларових резервів яких може істотно впливати на курсову ситуацію у світі⁶⁶⁴), посилення ефектів

⁶⁶³ Так, ще у 1998 р. фахівці МВФ відзначали, що запровадження єдиної європейської валюти суттєво впливає на країни, які знаходяться далеко за межами її обігу. У зону безпосереднього впливу потрапляють країни Середземноморського басейну, Близького Сходу та Північної Африки, не враховуючи трансформаційних економік Центрально-Східної Європи. Див.: Feldman R., Nashashibi K., Allum P., Desruelle D., Enders K., Kahn R., Temprano-Arroyo H. Impact of EMU on Selected Non-European Union Countries // IMF Occasional Paper. – 1998. – № 174. // www.imf.org.

⁶⁶⁴ Це припущення спирається на той факт, що трансформаційні економіки продемонстрували довгострокову тенденцію до нагромадження доволі значних валютних резервів, обсяги яких перевищили зовнішні активи центробанків, наприклад, країн Латинської Америки, навіть незважаючи на те, що провідні з них (Польща, Угорщина, Чехія) перейшли на плаваючий курс. В основі такого бурхливого нагромадження резервів є приплив ПІІ, який доповнюється активними циклічними потоками короткострокових капіталів. Тривалість реальної конвергенції ще довго визначатиме ситуацію, коли приплив інвестицій покриватиме платіжні дефіцити, поповнюючи резервні активи центробанків регіону.

диверсифікації за межами ЄВС та прогресуючого зростання геополітичної та гео економічної ваги ЄВС, який покриє важливі транзитні коридори, особливо, якщо припустити вірогідність приєднання України та Туреччини.

З боку трансформаційних економік зацікавленість у приєднанні до зони євро спирається на структурні особливості, що втілюють симбіоз трансформаційних та глобалізаційних ризиків для довгострокового економічного зростання. Здебільшого в постсоціалістичних країнах Європи не ведуться дискусії з приводу факту приєднання, а з приводу вибору оптимальної моделі приєднання (час вступу до ERM II, режим валютного курсу напередодні цього, траєкторія інфляції, розв'язання конфлікту між поведінкою номінального валютного курсу та зростанням цін відповідно до ефекту Баласси-Самуельсона, роль фіскальної політики у забезпеченні виконання критеріїв конвергенції тощо)⁶⁶⁵, структури втрат і вигод та участі центральних банків в підготовці до вступу до ЄВС⁶⁶⁶, а також строків приєднання. В останньому випадку найхарактернішими є дискусії з приводу того, що важливіше: номінальна чи реальна конвергенція і як процес приєднання позначиться на цінній динаміці в умовах розриву в рівнях доходів⁶⁶⁷. Щодо конкретних аргументів на користь приєднання до зони євро трансформаційних економік, то їх в загальному можна звести до таких: гравітаційні ефекти торгівлі та зниження трансакційних витрат; ліквідація валютного ризику та зниження процентних ставок внаслідок його нівелювання; посилення стабільності інфляції; подолання конфлікту між припливом капіталу та політикою фінансування зовнішнього дисбалансу; усунення ризику погіршення глобальної конкурентоспроможності та вразливості до волатильних потоків капіталу в умовах реальної конвергенції та пов'язаної з нею рівноважною тенденцією щодо реальної ревальвації курсу; подолання

⁶⁶⁵ A Strategy for EMU Enlargement / Ed. By M. Dabrowski. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2005. – 60 p.; Lavrac V. Institutional Aspects of Dynamics of Inclusion of Accession Countries into the EMU // Ezoneplus Working Paper. – 2003. – № 18. – P. 1–19.; Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 388–426.; Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – С. 144–153.

⁶⁶⁶ A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski. – Warsaw: National Bank of Poland, 2004. – 126 p.; Eesti Pank's Position on Participating in the Economic and Monetary Union (EMU) // www.bankofestonia.info; On the Prospects of Introducing the Euro in Lithuania // www.lb.lt; Specification of the Strategy for Adopting the Euro in the Slovak Republic // www.nbs.sk; The Czech Republic and the Euro – Draft Accession Strategy / Czech National Bank, 2002. – P. 1–6.; Programme for ERM II Entry and Adoption of the Euro. Joint Programme of the Slovenian Government and the Bank of Slovenia. – Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. – 77 p.

⁶⁶⁷ Lavrac V. Fulfillment of Maastricht Convergence Criteria and the Acceding Countries // Ezoneplus Working Paper. – 2004. – № 21. – P. 1–16.; Lavrac V., Zumer T. Exchange Rate Regimes of CEE Countries on the Wqy to the EMU: Nominal Convergence, Real Convergence and Optimum Currency Area Criteria // Ezoneplus Working Paper. – 2003. – № 15. – P. 1–26.

вразливості фінансового сектору, обумовленої високим рівнем доларизації, значними зовнішніми запозиченнями та обмеженими можливостями залучати довгостроковий капітал всередині країни у власній валюті під низькі ставки; послаблення залежності від проциклічних глобальних потоків капіталу та інфляціогенного збільшення валютних резервів, інспірованих експансією глобальної ліквідності; радикальне зниження вразливості, обумовленої процесами корекції глобальних дисбалансів та коливань глобальної фінансової кон'юнктури (зокрема, шоки умов торгівлі, які впливають з ув'язки між коливаннями цін на первинні ресурси та поведінкою глобальної ліквідності, будуть менш значими з точки зору підтримання фінансової стабільності, а також більш корельованими з європейськими партнерами) тощо. Так, якщо ще у перші роки членства в ЄС швидкий вступ до ЄВС здебільшого сприймався скептично і підтримувався обмеженим колом економістів (зокрема, Л. Бальцеровічем), то глобальна фінансова криза змінила думку багатьох офіційних представників країн Центрально-Східної Європи. Зокрема, на екстреному Самміті ЄС у лютому 2009 р. розглядалось питання зміни суворих умов приєднання до зони євро, підняте Прем'єром Польщі. Втім, з точки зору цього дослідження важливий не сам факт відмови Брюсселя переглядати умови вступу до Європейського валютного союзу, а сам факт усвідомлення, що такий вступ радикально знижує вразливість країн регіону до глобальних фінансових стресів, внаслідок чого вони готові на офіційному рівні ставити питання про зміну умов офіційного переходу на євро та переглядати ранні упередження щодо курсу на швидке приєднання до ЄВС.

Б) Монетарна інтеграція у Північній Америці. Ідея монетарної інтеграції в цьому регіоні, можливо, найдовше не розглядалась навіть з точки зору постановки питання у такий спосіб. Пов'язано це з тим, що для США взагалі будь-який рух у бік втрати монетарної автономії є неймовірний, Канада хоч і має з США найбільш корельовану поведінку ВВП, але шоки умов торгівлі у них асинхронні, а Мексика радикально відрізняється від них рівнем доходу та структурою економіки. Втім, прогрес у функціонуванні Північно-американської зони вільної торгівлі позначився на активізації дискусій про можливість поглиблення регіональної інтеграції.

Так, у 1999 р виникла ідея запровадження спільної Північно-американської валюти – амеро⁶⁶⁸, а у 2008 р в умовах глобальної фінансової кризи ідея інтенсифікувати дискусії з приводу монетарної інтеграції в регіоні відновила. І хоча більшість з них точиться під кутом зору функціоналізації амеро як стерилізації надмірної доларової пропозиції у світі, можна побачити й інші аргументи на користь цієї ідеї. Перш за все, вони стосуються здобуття нових можливостей для Канади та Мексики у сфері запобігання фінансовій нестабільності та полегшеного пристосування до коливань валютних курсів. При чому, офіційна доларизація розглядається як вкрай небажана не стільки з міркувань масштабів економік, скільки з точки зору, що участь у валютному союзі дає більше можливостей впливати на регіональну монетарну політику. Найбільш явно цю ідею обстоюють канадські економісти Т. Коурхене та Р. Харрісом, які наголошують на тому, що масштабні флуктуації курсів канадської валюти до американської погіршують умови для торгівлі через нестабільність реального ефективного курсу. З іншого боку, плаваючий курс канадського долара не виконує повною мірою місії із пристосування до шоків, оскільки суттєво відхиляється у кожен бік. Наприклад, падіння канадської валюти до американської загрожує погіршенню стимулів до підвищення конкурентоспроможності та не заохочує розвиток секторів з інтенсивним споживанням людського капіталу, а нестабільність самого курсу спонукає до вивозу капіталу в США, а різке зростання внаслідок експансії попиту на сировинний експорт – загрожує “голандською хворобою”⁶⁶⁹.

Розвиток ідеї про необхідність подальшої інтеграції в регіоні можна побачити в офіційних заходах. Наприклад, у травні 2005 р. три аналітичних групи (з США, Канади та Мексики) запропонували звіт “Розбудовуючи Північно-американську спільноту”, в якому визначили перспективу створення митного союзу та інтеграції фінансових ринків у 2010 р., що дало поштовхи для інтенсифікації обговорень перспектив інституціоналізації формату дискусій з приводу майбутнього амеро. Висловлювання экс-Голови Банку Канади Д. Доджа про те, що в один

⁶⁶⁸ Автор цієї ідеї – канадський економіст Х. Грубель, який запропонував утворити валютний союз між США, Канадою та Мексикою на основі функціонування центрального банку по типу ЄЦБ, основним завданням якого було би підтримання цінової стабільності. Див.: Grubel H. The Case for Amero: The Economic and Politics of a North American Monetary Union // Fraser Institute. – 1999. // www.fraserinstitute.org.

⁶⁶⁹ Courchene T., Harris R. From Fixing to Monetary Union: Options for North American Currency Integration // C.D. Howe Institute. – 1999. – P. 1–30.

день у Північній Америці може з'явитись подібна до ЄВС структура, засвідчила поглиблення інтересу до монетарної інтеграції в регіоні не просто на академічному рівні, а на рівні практичної політики⁶⁷⁰.

В) Латинська Америка та Кариби у фокусі потенційних валютно-інтеграційних перспектив. Цей регіон дуже часто порівнюють з регіоном втрачених можливостей у сфері практичного насичення оголошених намірів у сфері регіональної інтеграції. З одного боку, глибокі макроекономічні та фінансові проблеми вирішуються не на основі співробітництва та координації, а на основі певного протиставлення та конфлікту. З іншого боку, регіон доволі фрагментаризований з точки зору інституціонального рівня, на якому перебуває процес інтеграції. Так, інтеграційні домовленості в рамках Центральноамериканського спільного ринку, до складу якого входять Коста Ріка, Сальвадор, Гватемала, Гондурас та Нікарагуа, передбачають формування валютного союзу, однак окремі країни-учасники запровадили офіційний обіг доларів США (Сальвадор, Гватемала). Це саме стосується країн Андської Спільноти, до складу якої входять Болівія, Колумбія, Еквадор, Перу та Венесуела, які ще у 1969 р. ухвалили угоду про координацію валютно-курсової, монетарної та фінансової політики, а також критерії конвергенції (інфляція – нижче 10%, бюджетний дефіцит – менше 4% ВВП, державний борг – менше 50% ВВП). Однак монетарна інтеграція так і не набула жодних ознак системності, а Еквадор вдався до доларизації⁶⁷¹. МЕРКОСУР, незважаючи на багатоманітні зустрічі та заяви з приводу зацікавленості в просуванні інтеграції, не пішов далі зони вільної торгівлі. Одним з перших закликів щодо валютної уніфікації в рамках цього об'єднання була пропозиція аргентинського президента К. Менема, зроблена ще у 1997 р., а на самміті голів держав-членів у 2002 р. ідея створення монетарного інституту МЕРКОСУРу як органу, що має перерости в майбутньому у центральний

⁶⁷⁰ Огляд позицій, що висловлюються з приводу амеро офіційними та неофіційними представниками та бізнес-колами, починаючи від «теорії конспірації щодо переходу на амеро», закінчуючи аналізом рішень у сфері поглиблення регіональної інтеграції на континенті, представлений в роботі Е.Маршалла: Marshall A. North-American Monetary Integration: Here Comes the Amero // Global Research. Jan. 20, 2008.

⁶⁷¹ Варто зазначити, що одна з суттєвих перешкод на шляху формування валютних союзів у латиноамериканському регіоні є відсутність політичної та громадської злагоди в окремих країнах. В цьому плані достатньо згадати тривалу збройну боротьбу у Нікарагуа, заворушення селян у Болівії, випадки масових страйків та громадської непокори у Венесуелі, військовий конфлікт з марксистською опозицією у Колумбії тощо. Природно, що формування зони обігу єдиної валюти перекладатиме ризики політичної та економічної дестабілізації в одній з країн на інші, внаслідок чого відсутність суспільної гармонії та політичної злагоди буде постійно підтримувати відцентрові тенденції у сфері регіональної інтеграції, які буде дуже важко розвернути у протилежному напрямку навіть попри виклики глобалізації. Більше того, остання також може загострювати суперечності у суспільстві з огляду на нерівномірні регіональні та прошаркові можливості скористатись її перевагами.

банк, була обговорена у неформальному режимі. У свою чергу, Східно-карибський валютний союз не увібрав у себе усіх членів інтеграційного угруповання Карибського регіону.

Так, у 1973 р. був створений Карибський спільний ринок (КАРІКОМ), до складу якого увійшли такі країни: Антигуа і Барбуда, Багамські острови, Барбадос, Беліз, Домініка, Гренада, Гайана, Ямайка, Монтсеррат, Св. Кітс та Невіс, Св. Люсія, Сент Вінсент і Гренадіни, Сурінам, Трінідад і Тобаго. У 1981 р. між 6 членами КАРІКОМу (Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Св. Кітс та Невіс, Св. Люсія, Сент Вінсент і Гренадіни) був укладений Бассетеррський договір, згідно з яким утворювалась Організація країн Східних Карибів, покликана інституціоналізувати поглиблення політичної та економічної кооперації між ними. А у 1983 р. ці країни заснували Центральний банк Східних Карибів, який замінив Валютну владу Східних Карибів, що функціонувала як система прив'язки східно-карибського долара до долара США за курсом, відповідно, 2,70 до 1 з 1976 р. Втім, саме Східно-карибський валютний союз став першим після Другої світової війни об'єднанням у сфері монетарного співробітництва та запровадження спільної валюти ще у 1970-х. Незважаючи на свої скромні геоекономічні масштаби та модель валютної ради щодо долара США, на якій він заснований, цей валютний союз продемонстрував можливості реальної монетарної кооперації та партнерства навіть в умовах низького рівня розвитку внутрірегіональної торгівлі та фінансів. Основна ідея його формування спирається не на теорію оптимальних валютних зон, а на принципи забезпечення монетарної стабільності та розвитку внутрішнього фінансового простору як основи поглиблення диференціації секторної структури економіки Карибів та підвищення інвестиційної привабливості секторів спеціалізації⁶⁷².

Щодо МЕРКОСУРУ, то, незважаючи на достатню кількість досліджень, які скептично оцінюють його перспективи як зони запровадження єдиної валюти⁶⁷³, існує достатньо підстав вважати це

⁶⁷² Детальніше див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 209–216.

⁶⁷³ Bayoumi T., Eichengreen B. One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World // *Princeton Studies in International Finance*. – 1994. – № 76. – P. 2–38.; Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // *Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley)*. – 1998. – Paper C98, 103. – P. 1–44.; Berg A., Borensztein E., Mauro P. An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America // *IMF Working Paper*. – 2002. – WP/02/211. – P. 1–41. Практично в усіх цих дослідженнях основний акцент робиться на невідповідності об'єднання критерія оптимальності валютної зони.

інтеграційне об'єднання перспективним у контексті глобалізації. Про це неодноразово стверджували лідери країн-членів об'єднання⁶⁷⁴, а емпіричні розвідки щодо рівня інституціональної та економічної інтеграції між країнами-членами констатують, що, хоча МЕРКОСУР і відстає від ЄС на десятиліття, але демонструє суттєвий прогрес, порівняно з рештами країн континенту⁶⁷⁵. Так, прогрес у розвитку інтрарегіональної торгівлі посилюватиме тиск у бік пошуку варіантів запобігання коливанням реальних ефективних курсів (потрібно сказати, що інтрарегіональна торгівля доволі чутлива до стабільності валютних курсів та інфляції країн-партнерів⁶⁷⁶), а фінансова інтеграція дасть змогу суттєво послабити залежність регіону від волатильних потоків капіталу.

Перетворення Бразилії на одну з домінант серед країн з ринками, що виникають, на тлі певного прогресу у підтриманні стабільності цін дасть змогу їй виконати роль регіонального лідера, спроможного сформувавши довкола себе гравітаційне поле у сфері макроекономіки, торгівлі та фінансів. Нестабільність долара як резервної валюти регіону створює значну небезпеку циклічних неспівпадінь між розвитком внутрішньої ситуації та поведінки глобальної кон'юнктури, зокрема обумовленої коливаннями в обсягах глобальної ліквідності і, як наслідок, цін на первинні ресурси. Запровадження єдиної валюти з відповідним інституціональним захистом політики стабільності цін дасть змогу вирішити цілий комплекс проблем: створення стимулів для подальшого прогресу у сфері торгівлі та фінансової інтеграції; розширення масштабів фінансового сектору; подолання конфлікту щодо пріоритету внутрішньої рівноваги та валютного курсу; послаблення залежності від короткострокових потоків капіталу; послаблення впливу з боку монетарної політики США; ліквідація передумов для застосування протекціоністської політики у відповідь на ті чи інші шоки тощо. Окрім цього, МЕРКОСУР потрібно визнати перспективною глобальною

⁶⁷⁴ Огляд таких позицій представлений у: Carvalho F.C. Perspectives for a Monetary Union between Argentina and Brazil // *New Issues in Regional Monetary Coordination* / Ed. by B.Fritz., M.Mertzer. – Gamburg: German Institute of Global and Area Studies, 2006. – P. 98–115.

⁶⁷⁵ Dorrucci E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // *ECB Working Paper*. - 2002. – № 185. – P. 5–50.

⁶⁷⁶ Емпірично це підтверджує Б.Ейченгрін. Див.: Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // *Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley)*. – 1998. – Paper C98, 103. – P. 1–44. При цьому він відзначає, що коливання ВВП негативно впливають на торгівлю в регіоні. Звідси можна простежити глибоку проблему, яка пов'язана з тим, як вразливість до валютно-фінансових потрясінь лімітує прогрес у сфері регіональної інтеграції, і при цьому наскільки важливим стає забезпечення фінансової та макроекономічної стабільності для забезпечення успіху інтеграційних проектів.

структурою, на яку припадатиме значна частина світового ВВП та експорту, що робитиме її потужним регіональним лідером, спроможним при належній політиці послабити залежність регіону від гео економічного домінування США.

Г) Монетарна інтеграція на Африканському континенті. Тенденції монетарної уніфікації в Африці коріняться ще в колоніальній добі, коли монетарні режими на основі валютних рад жорстко прив'язували певну територію до валюти метрополії. З того часу залишилась тільки зона франка КФА. Різноманіття у монетарну дивергенцію в Африці було привнесено завдяки процесам Південно-, Західно- та Східно-африканської інтеграції. Можна стверджувати, що інтерес до формування валютних союзів відновився саме в умовах глобалізації. На думку М. Ойо, саме з процесами глобалізації пов'язано формування валютних союзів в Африці. Він стверджує: “Усвідомлення того, що суб-регіональні групи у Африці мають бути організовані у функціональні валютні союзи з'явилося внаслідок останніх тенденцій у сфері глобалізації та регіоналізації, пошуку шляхів формування Африканського Союзу та Нового партнерства в рамках Ініціативи африканського розвитку”⁶⁷⁷. При цьому, змінюється ставлення до ролі валютних союзів на континенті щодо стимулювання торгівлі. Якщо ранні дослідження наголошували на вкрай низькому структурообумовленому рівні інтра регіонального обміну⁶⁷⁸, то зараз позиція переглядається у бік усвідомлення, що валютна інтеграція на континенті пов'язується з ефектами створення торгівлі⁶⁷⁹.

Так, у 1945 р. в Західній та Центральній Африці було запроваджено систему емісії колоніальних франків (франк КФА), а у 1951 р. грошова система африканських територій, підконтрольних Франції, була інституціоналізована по типу валютної ради з гарантованою урядом Франції конвертованістю франків КФА у французький франк. Створення зони франка передбачало заснування двох центральних банків, компетенція яких розповсюджувалась на країни, які, відповідно, і утворили два валютних союзи на Африканському континенті: Західно-

⁶⁷⁷ Ojo M. Regional Currency areas and Use of Foreign Currencies: the Experience of West Africa // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 143.

⁶⁷⁸ Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa (ECOWAS). Is It Desirable and How Could It Be Achieved? // IMF Occasional Paper. – 2001. – № 204. // www.imf.org.

⁶⁷⁹ Tsangarides Ch., Ewencyk P., Hulej M. Stylized Facts on Bilateral Trade and Currency Unions: Implications for Africa // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/31. – P. 1–37.

африканський валютний союз (*WAEMU*, або ЗАЕВС) (до складу якого входять: Бенін, Буркіна-Фасо, Гвінея-Бісау, Кот-Д'Івуар, Малі, Нігер, Сенегал, Того) та Центральноафриканський валютний союз (*САЕМС*, або ЦАЕМК) (Габон, Камерун, Конго, ЦАР, Чад, Екваторіальна Гвінея).

Функціонування обох валютних союзів засновано на спільних засадах: емісійні функції та здійснення монетарної політики делеговані відповідним центральним банкам; фіксація курсу франка КФА до французького франка (тепер до євро); конвертованість у французький франк (вільний перелив капіталів); централізація 70% валютних резервів як авуарів на рахунках французького казначейства⁶⁸⁰, що функціонують по типу операційних рахунків для міжнародних розрахунків зони франка з рештою світу і, присуті, є елементом врівноваження платіжного балансу. Невипадково, що ці валютні союзи демонструють найстабільніші показники у сфері інфляції, стаючи образом для наслідування на континенті.

У 1975 р. було створено Економічну співдружність країн Західної Африки (*ECOWAS*, або ЕСКЗА, до складу якої входять Капо Верде, Гамбія, Гана, Гвінея, Ліберія, Нігерія та Сьєрра-Леоне), в рамках функціонування якої передбачене об'єднання із Західно-африканським валютним союзом та запровадження в обіг єдиної валюти. Проте найдієвіше процес регіональної інтеграції розпочався з 1999 р. після перемоги на виборах у Нігерії демократичних сил, що дало можливість задекларувати на зустрічі лідерів країн-членів у Ломі намірів щодо прискорення цього процесу. Що стосується монетарних аспектів заснування ЕСКЗА, то у тому ж 1975 р. було утворено Західно-африканський кліринговий дім, який був покликаний оптимізувати міжнародні розрахунки між суб'єктами підприємництва країн-учасниць з метою створення стимулів для розвитку інтрарегіональної торгівлі та кооперації⁶⁸¹.

Для формування реальних монетарних передумов для розвитку регіональної інтеграції у 1987 р. була започаткована Програма валютної кооперації, яка була покликана гармонізувати монетарні системи країн-учасниць та підвищити макроекономічну стабільність у регіоні, що створило би сприятливе підґрунтя для формування валютного союзу та переходу на здійснення єдиної монетарної політики. Відповідно до цієї Програми Кліринговий дім було трансформовано у спеціальну агенцію з

⁶⁸⁰ Риа Б. Перспективы зоны франка в условиях введения евро // Деньги и кредит. – 2003. – № 9. – С. 62.

⁶⁸¹ Ojo M. Regional Currency areas and Use of Foreign Currencies: the Experience of West Africa // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 140–144.

питань монетарної інтеграції, яка би заохочувала розвиток платіжних систем та інtrarегіональну торгівлю. При цьому були започатковані ініціативи з розробки та реалізації конвергенційних критеріїв.

Зазначимо, що перехід на єдину валюту в країнах ЕСКЗА нечленах зони франка КФА відкладався чотири рази (у 1992 р., у 1994 р., у 2000 р. та у 2004 р.) в силу фіскальних проблем та невирішеності багатьох технічних аспектів, пов'язаних з трансформацією макроекономічної політики відповідно до критеріїв конвергенції та можливості брати участь у валютному союзі. У 1999 р. було оголошено про формалізацію критеріїв конвергенції та оприлюднено нову стратегію монетарної кооперації в ЕСКЗА, зміст якої визначається так: не чекати, поки окремі країни досягнуть поставлених вимог, а рухатись шляхом валютної уніфікації за моделлю “швидкої доріжки” (*fast track*)⁶⁸². А у 2000 р. на зустрічі в Акрі було оголошено про створення ще одного валютного союзу, який має інтегруватись із Західно-африканським валютним союзом, утворюючи єдиний економічний та валютний простір. При цьому, до кінця 2002 р., згідно з Акрською декларацією повинен був бути створений єдиний центральний банк для країн не-членів ЗАЕВС, до кінця 2003 р. повинно бути завершено формування валютного союзу на території цих країн, а у 2004 р. повинна була відбутись інтеграція з центральним банком ЗАЕВС. Що стосується інтеграційних процесів самого ЗАЕВС, то з 1994 р. розпочався процес створення митного та економічного союзу, у 2000 р. було завершено перехід на єдиний зовнішній митний тариф, у 2001 р. було ухвалено Пакт про політику конвергенції⁶⁸³.

На Сході Африки у 1999 р. Танзанія, Кенія та Уганда підписали угоду про формування економічного блоку, який повинен закласти підґрунтя для формування валютного союзу. Варто зазначити, що на території цих країн у колоніальний час функціонувала Східно-африканська валютна рада, яка аж до 1966 р. забезпечувала валютну єдність цих територій. Заснування центральних банків у цих країнах та надекспансивна макроекономічна політика впродовж перших років після здобуття незалежності унеможливили дотримання жорстких рестрикцій, які накладалися на грошову пропозицію з допомогою механізму

⁶⁸² Ibid. – P. 140–141.

⁶⁸³ Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/34. – P. 3–7.; IMF Concludes Discussion on Recent Economic Developments and Regional Policy Issues with the West African Economic and Monetary Union // IMF Public Information Notice. – 2003. – № 31. // www.imf.org.

валютної ради. Повернення до ідеї заснування валютного союзу в цьому випадку відображає намагання прискорити процеси регіональної інтеграції, що, як і у випадку із Західно-африканськими валютними союзами, втілює ідею випереджаючої адаптації до викликів глобалізації.

Монетарна інтеграція у Південній Африці дещо відмінна, оскільки відображає бажання окремих дуже малих економік (Намібія, Свaziленд, Лесото) використати переваги приєднання до зони обігу південно-африкаського ренду. Втім, функціонування угруповання Спільної монетарної зони Південної Африки (*The Common Monetary Area in Southern Africa*) продемонструвало широкі можливості підвищення монетарної стабільності та формування здорових передумов для економічного зростання. Невипадково, що приєднання до зони обігу ренда розглядається як можлива альтернатива з боку інших Південно-африканських країн⁶⁸⁴.

У ширшому контексті під егідою Африканського Союзу, що є продовженням Організації Африканської Єдності, розглянуті ідеї формування на території континенту валютного союзу зі спільною африканською валютою, орієнтовно до 2021 р.⁶⁸⁵. Реалізація на практиці цього проекту, попри усі труднощі, пов'язані з політичними проблемами, відмінними політичними устроями та макроекономічними курсами окремих держав⁶⁸⁶, буде втілювати практично усі детермінанти формування валютних союзів в умовах глобалізації: створення ємного внутрішнього ринку на основі утворення гео економічної структури глобального масштабу; послаблення залежності від зовнішніх шоків, зокрема імперфекцій глобальних ринків; послаблення вразливості до коливання валютних курсів, ризику макроекономічної дестабілізації, викликаній ерозією курсових режимів, зорієнтованих на підтримку фіксованих паритетів; підвищення можливостей реалізації монетарної політики з орієнтацією на внутрішню рівновагу; удосконалення інституціонального каркасу монетарної політики та нівелювання фіскальних викликів реалізації політики цінової стабільності, на основі чого створяться сприятливі алокаційні передумови для економічного зростання.

⁶⁸⁴ Wang J.-Y., Masha I., Shirono K. The Common Monetary Area in Southern Africa: Shocks, Adjustment, and Policy Challenges // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/158. – P. 1–63.

⁶⁸⁵ Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 27.

⁶⁸⁶ Наприклад, існують погляди на формування валютних союзів в Африці як на засіб забезпечення ендogenous контролю за експансивною та неефективною фіскальною політикою, що переобтяжує країни зовнішнім боргом та погіршує їх фінансову стабільність. Див.: Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/34. – P. 3–33.

Д) Процеси формування валютного союзу в зоні Перської затоки.

Регіональна інтеграція в країнах Перської затоки (Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудівська Аравія, Об'єднанні арабські емірати) розпочалася з 1981 р. шляхом заснування Ради зі співробітництва країн Перської затоки (Gulf Cooperation Council (GCC, або РСКПЗ)). Основне призначення Ради полягало у створенні передумов для розвитку інтрарегіональної торгівлі, інвестицій та співробітництва. У 2001 р. на зустрічі у Мускаті на 22 Самміті країн РСКПЗ було ухвалено рішення про створення економічного союзу та розвиток монетарної інтеграції в напрямі заснування єдиного центрального банку та запровадження спільної валюти. Відповідно до оприлюдненого плану дій з формування економічного та валютного союзу серед країн Затоки на 2003 р. було вирішено закінчити формування митного союзу та зняти обмеження на рух виробничих факторів (при цьому реалізується політика на уніфікацію регуляторних систем та інфраструктури, що обслуговує трудову міграцію, функціонування ринків капіталу, прями інвестиції, операції з нерухомістю тощо); на 2005 р. заплановано розроблення та ухвалення критерії конвергенції, які лягли в основу інституціонального виміру макроекономічних пріоритетів країн-учасниць при реалізації політики щодо валютної уніфікації; на 2010 р. було заплановано запровадження єдиної валюти⁶⁸⁷. На валютну інтеграцію регіон покладає значні надії з точки зору того, що зона спільної валюти дасть змогу інтенсифікувати розвиток інтрарегіональної не-нафтової торгівлі, тим самим заохочуючи диверсифікацію структури економіки, сформуванню потужний фінансовий простір як інвестиційну основу реструктуризації економіки, консолідувати фіскальні політики та послабити залежність від долара США, в якому деномінована торгівля енергоносіями.

Е) Валютно-фінансова стабільність як пріоритет монетарної інтеграції в Азії. Потужний імпульс для поглиблення кооперації центральних банків азійських країн був зумовлений кризою 1997 р. Незважаючи на це, співробітництво монетарних органів регіону має доволі тривалу історію і, в основному, зорієнтовано на забезпечення фінансової стабільності, що явно відрізняється від того самого європейського досвіду, де монетарна інтеграція з самого початку розглядалась з точки зору створення стимулів для розвитку торгівлі. Так, у 1966 р. було створено

⁶⁸⁷ Al-Jasser M., Al-Hamidy A. A Common Currency Area for the Gulf Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 116–119.

форум SEACEN (форум центральних банків Південно-Східної Азії), який об'єднав 10 центральних банків з центром у Куала Лумпур. Посилення ролі форуму відбулося у 1989 р. з моменту заснування АРЕС (Азійсько-Тихоокеанського економічного співробітництва). Поглиблення кооперації у сфері монетарної політики відбулося шляхом формування ЕМЕАР (Виконавчих зустрічей керівників центробанків Азійського та Тихоокеанського регіону), який об'єднав зусилля 11 центральних банків за лідерства Банку Японії. З обговорення найбільш нагальних проблем макроекономічного та фінансового розвитку регіону цей форум переріс у щорічні зустрічі керівників відповідних центробанків.

Зазначимо, що домінування в регіоні прив'язки до долара США та приблизно однакових орієнтів у сфері експортоорієнтованого зростання суттєво звужувало інтерес до обговорення функціональних моментів застосування монетарної політики для стимулювання регіональної інтеграції. Акцент у монетарній кооперації регіону змінився з 1995 р., коли після Мексиканської кризи 5 центральних банків-членів ЕМЕАР підписали угоду у Гонконгу з приводу заснування двосторонніх ліній репо, в основі яких були операції з векселями Казначейства США, з метою підтримки короткострокової ліквідності у фінансовому секторі регіону. Пізніше ця угода поширилась на решту 6 монетарних органів, таким чином об'єднавши усі 11 центральних банків. Акцент на співробітництві у сфері фінансової стабільності посилювався у 1996 р. шляхом заснування ASIAN BIS (Азійського банку міжнародних розрахунків) та створення Азійської кредитної лінії центральних банків ЕМЕАР для доповнення кредитної програми МВФ для подолання кризи у Таїланді в обсязі 10 млрд. дол. США, що за обсягом перевищило половину коштів, виділених Міжнародним валютним фондом (17 млрд. дол.). У 1996 р. до угоди про створення регіонального банку міжнародних розрахунків приєдналися Народний банк Китаю, Резервний банк Індії, Монетарна влада Гонконгу, Монетарна влада Сінгапуру та Банк Кореї, тим самим забезпечивши фундаментальне інституціональне посилення банківського співробітництва. А в 1997 р. на зустрічі в Манілі Японія запропонувала виділення 100 млрд. дол. США для створення Азійського валютного фонду, який призначався для боротьби зі спекуляціями проти валютних курсів азійських країн, завдяки чому перетворився у, якщо не повну альтернативу МВФ, то, принаймні, у додаткове потужне джерело екстреного фінансування платіжних балансів.

Азійська криза позначилась на радикальному переосмисленні необхідного рівня та якісного насичення співробітництва у сфері діяльності центральних банків регіону. Фіксація та номінальна негнучкість валютних курсів, зумовивши значне переобтяження фінансових структур регіону короткостроковими боргами, на сьогодні визнається прямою причиною кризи. Так, у 1998 р. країни АСЕАН ухвалили Ханойський план дій, яким започаткували дослідження можливості запровадження спільної валюти в регіоні, тим самим формалізуючи дискусії з приводу перспектив монетарної уніфікації регіону. У цьому ж році Азійський банк розвитку розпочав проведення регулярних семінарів з питань проблем та перспектив створення валютного союзу в регіоні. З іншого боку, посткризовий період продемонстрував, що регіон опинився на роздоріжжі і потребує поглиблення монетарної інтеграції. Як вже зазначалось, обмежені коливання валютних курсів до кризи 1997 р. та прив'язка до долара США не заохочувала інтерес до створення стимулів для розвитку інтра регіональної торгівлі в умовах загальної експортної орієнтації. Втім, на теперішній час така позиція вже втрачає сенс:

- в останні 10 років відбулось поглиблення впливу СОТ на регіон, а подальша лібералізація торговельного режиму в рамках створення зони вільної торгівлі АСЕАН продемонструвала появу якісно нового рівня розвитку інтра регіональної торгівлі, порівняно з тим, який існував у 1990-х. Цьому також активно сприяло поступове підтягування торгівлі в регіоні завдяки більш відкритій позиції Японії та посиленню конкуренції з швидкозростаючим Китаєм та Індією. Внаслідок цього, рівень розвитку інтра регіональної торгівлі, що динамічно підвищується, виступив передумовою посилення кореляції бізнес-циклів, синхронізації зовнішніх шоків та поглиблення кооперації у реальному секторі. Завдяки цьому, з точки зору теорії оптимальних валютних зон Азія виглядає не менш привабливо, ніж Західна Євropa, і це було відомо ще наприкінці 1990-х⁶⁸⁸;

- поглиблення співробітництва в рамках АСЕАН продовжує відбуватись завдяки фінансовій інтеграції. Лібералізація руху капіталів в

⁶⁸⁸ Bayoumi T., Eichengreen B. One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World // *Princeton Studies in International Finance*. – 1994. – № 76. – P. 2–38.; Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // *Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley)*. – 1998. – Paper C98, 103. – P. 1–44.; Eichengreen B., Bayoumi T. Is Asia an Optimum Currency Area? // *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries* / Ed. by Collignon S., Pisani-Ferry J., Park Y. – 1999. – P. 347–366.

регіоні, поступове пом'якшення валютного контролю в Китаї, помноженні на сучасні інформаційні технології та фінансові інновації, набагато більшою мірою структурують фінансову цілісність регіону, ніж можна було би очікувати, відштовхуючись від уявлень про рівень інтеграції регіону тільки на основі формального аналізу рівня розвитку двосторонньої торгівлі між країнами-учасницями. Потужний імпульс фінансовій інтеграції задається завдяки тому, що трансформація фінансових систем відбувається у приблизно однаковому напрямку в багатьох країнах регіону, у якому функціонують декілька потужних фінансових центрів глобального масштабу (Токіо, Гонконг, Сінгапур). Як показав досвід 2007–2008 рр., фондові ринки регіону доволі інтегровані, і ситуація на ринку в Шанхаї мало чим відрізняється від тої, яка складається у Сеулі.

Невипадково, що посткризовий період супроводжується інтенсифікацією та формалізацією ініціатив щодо поглиблення монетарної кооперації у сфері забезпечення регіональної фінансової стабільності. Так, у травні 2000 р. з'явилися так звані Ініціативи Чіанг Мей (Таїланд) міністрів фінансів країн АСЕАН + 3 (Китай, Японія і Корея). Їх зміст зводиться до:

- поширення домовленостей про надання свопових кредитів та здійснення операцій репо між центральними банками на усі країни АСЕАН (тільки з Китаєм, Японією та Кореєю) на двосторонній основі;
- створення структури обміну та поширення інформації про потоки капіталу;
- заснування постійнодіючих регіональних фінансових режимів екстреної пропозиції ліквідності на додачу до вже існуючих міжнародних;
- заснування системи раннього попередження для захисту регіональної фінансової стабільності.

На цій основі у березні 2001 р. країни АСЕАН розпочали створення регіональної системи валютних курсів, яка включає процеси багатостороннього нагляду за макрофінансовими процесами, моніторинг потоку капіталів, розвиток ринку капіталів, створення стимулів для розвитку регіональної торгівлі та перспективного створення єдиної валюти та єдиної системи валютних курсів. Так, в рамках Ініціативи Чіанг Мей створюється ASA – угода про свопи країн АСЕАН. Фонд ASA формується за рахунок внесків Брунею, Індонезії, Малайзії, Філіппін в обсязі по 150 млн. дол. США, Сінгапуру та Таїланду по 41,5 млн. дол., В'єтнаму – 60 млн., М'янми – 20 млн., Камбоджи – 15 млн., Лаосу – 5 млн.

Система двосторонніх свопів та операцій репо (BSA) виявилась потужнішою, зокрема, завдяки тому, що обсяг угод по лінії Японія – Корея становив 2 і 5 млрд. дол. США, Японія – Таїланд – 3 млрд., Японія – Філіппіни – 3 млрд., Японія – Малайзія – 1 та 2,5 млрд., Китай – Таїланд – 2 млрд. дол. США⁶⁸⁹. На підґрунті успішного започаткування функціонування регіональної системи підвищення фінансової стабільності інтерес до можливостей формування валютного союзу в Азії радикально зріс. Наприклад, у дослідженні ЄЦБ стверджується, що азійські країни перебувають на доволі високому рівні регіональної інтеграції, що уможлиблює початок процесу монетарної уніфікації, хоча залишається актуальною проблема регіонального монетарного лідерства, брак політичної волі та неоднорідність у рівні доходів на душу населення⁶⁹⁰.

Важливо відзначити, що тривалий етап еволюції центральних банків позначився на тому, що шлях європейських країн до валютного союзу не буде повторений повною мірою. Зокрема, реформи монетарних органів в Азії окреслили пріоритет цінової стабільності, що усуває настільки актуальну у свій час для ЄВС проблему гармонізації монетарних політик, зближення інституціональних моделей центральних банків та зниження інфляційних диференціалів. Фінансова інтеграція та глобалізація зменшують напруження у сфері асинхронної поведінки процентних ставок, знижуючи дисперсію їх коливань. Завдяки сформованому без додаткових стимулів, як у випадку ЄВС, високому рівню інтрарегіональної торгівлі реальні ефекти від створення зони спільної валюти в Азії є дуже високими, що з допомогою гравітаційних моделей торгівлі доводить К. Шіроно. При чому, в його дослідженні показується, що залучення в зону єдиної валюти Китаю та Японії тільки підвищує вигоди для всіх⁶⁹¹. Інтерес до валютної інтеграції поширюється з Південно-Східної Азії на весь континент⁶⁹².

⁶⁸⁹ Fee W.-L. From Asian Monetary Cooperation to Monetary Integration? // School of Business Monash University. Malaysia. – P. 17.

⁶⁹⁰ Sanchez M. Is the Time Ripe for a Currency Union in Emerging Asia? The Role of Monetary Stabilization // ECB Working Paper. – 2005. – № 567. – P. 3–54.

⁶⁹¹ Shirono K. Real Effects of Common Currencies in East Asia // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/166. – P. 1–23.

⁶⁹² Berengaut J., Elborgh-Woytek K. Beauty Queens and Wallflowers – Currency Maps in the Middle East and Central Asia // IMF Working Paper. – 2006. – WP/07/226. – P. 1–26. У цьому дослідженні пропонується оригінальний погляд на теорію оптимальних валютних зон. Оптимальна валютна зона повинна формуватись за прикладом пошуку найкращих пар країн, які беруться за основу, і до яких приєднується у певній послідовності кожна наступна країна. При чому, те, якою буде кожна наступна країна, залежить від того, якими країнами є попередниці процесу валютної уніфікації.

Однак, незважаючи на це, в регіоні спостерігається формування передумов для дивергенції, які особливо гостро відчуються на тлі виходу з однієї кризи та актуалізації глобального фінансового колапсу:

- вихід зі смуги спаду після кризи позначився на дивергенції у сфері монетарних режимів. З одного боку, цінова стабільність опинилась у більш прискіпливому фокусі центральних банків регіону, з іншого боку, фактичні режими валютних курсів виявилися доволі відмінними. Втім, саме головне те, що Азійські країни потрапили в полон конкурентного нагромадження валютних резервів, тим самим створюючи формальну видимість стабільності номінальних ефективних курсів, яка дедалі більше починає поглиблювати потенціал дивергенції. Відмінні можливості у сфері стерилізації резервів одразу породжують проблему розширення інфляційних диференціалів. Експансія зовнішніх активів в таких умовах поглиблює проблеми асиметричної експансії ліквідності, тим самим закладаючи основу для неявних стимулів для економічного зростання в одних за рахунок інших. Але в умовах щільної фінансової інтеграції це призводить до переобтяження фінансового сектору регіону ліквідністю в цілому, погіршенню якості кредитів, спотворенням у сфері алокації ресурсів та вивозу капіталу. В таких умовах величезні заощадження в регіоні дуже часто перерозподіляються на користь інших частин світу, залишаючи Азію із втраченими можливостями у сфері якісних інвестицій як передумови для поглиблення регіональної інтеграції;

- з конкурентним нагромадженням резервів також пов'язана внутрішня монетарна вразливість до зовнішніх шоків. На тлі прискореного зростання резервів різке підвищення цін на продукти харчування та інші первинні ресурси загострює проблему контролю за інфляцією. Неомеркантилістський захист експортних секторів зменшує мотивацію до поглиблення інновацій, тим більше, що регіон переобтяжений дешевою робочою силою. В таких умовах, прискорена внутрішня інфляція вимагатиме швидкого зростання номінальних зарплат, що в умовах вибудованої системи захисту експортних секторів на основі конкурентного нагромадження резервів наражає регіон на глибоку небезпеку погіршення довгострокової алокаційної ефективності та фінансової вразливості. Будь-який зовнішній шок позначатиметься на відпливі капіталів, тим самим оголивши проблему фінансування платіжного балансу. Якщо взяти до уваги принцип збереження резервів, то регіон зіткнеться зі значними коливаннями номінальних та реальних

ефективних валютних курсів, що в умовах зростаючої волатильності курсу між долларом та євро поглибить дивергенцію та підвищить фінансову нестабільність;

- відмінності у джерелах формування конкурентних переваг стають особливо яскраво вираженими в умовах кризи, завдяки чому регіон може зіткнутись з диспропорціями в темпах зростання ВВП. Так, для Японії загостриться проблема пристосування до ринків із заниженим курсом по відношенню до єни, що може спровокувати повернення до дефляції як внутрішньої реакції на погіршення валютно-курскових передумов зовнішньої конкуренції, гальмуючи зростання ВВП та виснажуючи джерела регіонального фінансового донорства. Китай може наразити регіон на посилену експлуатацію фактора дешевої робочої сили, тим самим обмежуючи розвиток внутрішнього споживання, – отже внутрішнього ринку. Це позбавлятиме можливості багатьох країн регіону активно просувати на ньому свою продукцію. Менші економіки опиняться в стані дивергенції тою мірою, якою для себе розв'яжуть дилеми. Наприклад, дилему оптимального поєднання девальвації національних валют щодо долара та єни та втрати резервів внаслідок відпливу капіталів; дилему запобігання погіршення фінансової стабільності внаслідок підвищення вразливості банків до кризи ліквідності та підтримання внутрішньої цінової стабільності; дилему пошуку нових фінансових джерел для стимулювання інновацій у довгостроковому періоді в умовах отримання стимулів для конкуренції завдяки девальваціям; дилему прив'язки до долара, який різко ревальвув щодо євро, тим самим наразивши регіон на погіршення глобальної конкурентоспроможності і відкриваючи шлях для нового витка конкурентного нагромадження резервів тощо.

Глобальна фінансова криза може породити фундаментальну тенденцію до стиснення внутрішнього ринку, обмеження розвитку інтра регіональної торгівлі, вичерпання фінансових джерел кредитування розвитку. При видимих можливостях відновити конкурентоспроможність завдяки неомеркантилістським інструментам це не виглядатиме як проблема з точки зору забезпечення довгострокової динаміки ВВП. Однак кризові події продемонстрували, наскільки Азія може зіткнутись зі знанчими втратами, а фінансові проблеми виникають (вдруге) в умовах швидкого зростання ВВП, яке, однак, не збалансоване з макрофінансової точки зору. Невипадково, що в таких умовах інтерес до поглиблення монетарної інтеграції зростає, а акцент на забезпеченні фінансової стабільності в контексті формування

нових макрофінансових зв'язків вже не виглядає як нехтування інтересами стимулювання інтрарегіональної торгівлі. Гіпершвидка експансія ліквідності та конкурентне нагромадження резервів показали, наскільки фінансова криза спроможна підірвати можливості розвитку торгівлі в умовах фінансової дестабілізації та підвищення вразливості Азійських країн до викривлень у сфері глобальних монетарних взаємин, до яких такі країни доклались чи не найбільше. Формування регіонального валютного союзу за таких обставин спроможне радикально змінити глобальний монетарний ландшафт з вигодою як для регіону, так і для світу.

Валютні союзи в системі забезпечення глобальної фінансової стабільності

Виявлені тенденції у сфері формування та поширення у світі доміант регіональної монетарної уніфікації дадуть змогу перейти до аналізу валютних союзів на предмет можливості забезпечення глобальної фінансової стабільності на засадах перегляду монетарного ландшафту світу та з врахуванням проблеми спрощення глобальної монетарної та фінансової системи. В цьому контексті потрібно визнати, що збереження ключових резервних валют, принаймні ще тривалий час, ставить питання про можливі варіанти впливу системи валютних союзів на глобальні макрофінансові процеси залежно від режиму валютних курсів, який утвориться між відповідними валютами, та характеру формування резервних активів. Важливість наголосу на цьому впливає з виявлених закономірностей, коли в умовах трансформації глобальної фінансової системи відсутність справжнього плавання валютних курсів призводить до виникнення дестабілізуючих ефектів у сфері глобальної ліквідності, а можливості фінансового сектору приймати та диверсифікувати ризики призводить до того, що навіть гнучкий валютний курс далеко не завжди може виступити автоматичним стабілізатором попиту та корекції платіжного балансу.

Поява глобально-центричної компоненти в поведінці попиту та детермінації параметрів фінансового циклу з акцентом на потоках капіталу також робить актуальною постановку питання про характер співвідношення між факторами, атрибутивними глобальній економіці загалом, та факторами, що вимагають зміни курсових паритетів відповідно до регіональних (на рівні валютних союзів) тенденцій рівноважного характеру. Таке співвідношення обов'язково віддзеркалюватиметься на

поведінці глобальної ліквідності у зв'язку з тим, що вибір режиму валютного курсу в таких нових обставинах більш значимо впливатиме на ситуацію у сфері попиту на резервні активи і, відповідно, на глобальні процентні ставки. А якщо так, то розкручування спіралі глобальних дисбалансів, параметри фінансового циклу та вразливість до фінансових потрясінь, які вже будуть стосуватись не криз платіжного балансу, а фінансових криз, пов'язаних з ендегенною нестабільністю у сфері фінансів, рельєфніше обумовлюватимуться характером монетарних взаємин між обмеженою кількістю інтеграційних угруповань.

Щодо варіантів впливу системи валютних союзів на глобальні макрофінансові процеси, то можна виокремити три:

- валютні союзи з повністю плаваючими валютними курсами (в чистому вигляді як у випадку розвинутих країн) і, відповідно, без проблеми резервних активів;

- поєднання валютних союзів з повністю плаваючими курсами та валютних союзів з курсами, які коректуються, внаслідок чого проблема резервних активів частково зберігається, але вони формуються відповідно до певного критерію диверсифікації (наприклад, питома вага кожної резервної валюти визначається значенням для глобальної економіки центра її емісії). При цьому, потрібно брати до уваги, що одні валютні союзи будуть побудовані за принципом збереження резервних активів, а інші – ні;

- поєднання валютних союзів з повністю плаваючими курсами та валютних союзів з курсами, які активно коректуються, при тому, що формування резервних активів явно зміщено у бік ідентифікації менших валютних союзів з валютним блоком, тобто геоекономічним центром.

У кожному з випадків формуватиметься специфічний вплив на формування монетарних передумов глобальної фінансової стабільності, що пов'язано з відмінним характером протікання процесів у таких сферах, як:

- поведінка глобальної ліквідності;
- забезпечення курсової стабільності загалом;
- коливання курсу “долар США / євро”;
- поведінка глобальних фінансових дисбалансів;
- можливості центрів емісії резервної валюти використовувати свій асиметричний статус;
- корекція платіжних балансів.

Так, у першому випадку повністю плаваючі валютні курси в загальному дають змогу забезпечити контроль за глобальною ліквідністю через швидку трансмісію розширення грошової бази, грошової маси, низькі процентні ставки та експансію фінансового сектору на зміну курсових паритетів. Єдина затримка, яка тут може відбуватись, пов'язується з можливостями фінансових ринків приймати на себе ризик збереження фінансування платіжного дисбалансу певний період часу, однак у випадку наявних жорстких альтернатив у вигляді доступності активів, деномінованих у інші сильні валюти, такий ризик буде не стільки системним явищем, скільки випадком вищої схильності до нього. В такій системі глобальні процентні ставки відображатимуть внутрішній баланс практично усіх учасників глобальної економіки. Внаслідок цього вони навряд чи будуть завищеними з точки зору, що боротьба з девальвацією в певному валютному союзі зумовить вплив на підвищення ставок іншими, а запобігання ревальвації – зниження. Як наслідок, у першому випадку глобальна економіка не страждатиме від гальмування інвестицій, а у другому – не буде ризику прискорення глобальної інфляції та нагромадження поганого кредитування та роздування фінансових бульбашок.

Така більш здорова монетарна основа для фінансової стабільності, однак, найімовірніше буде ґрунтуватись на відносно високій волатильності курсів у початковий період. Вона буде пов'язуватись як з відсутністю цілеспрямованого впливу на курс з боку центробанків, так і з тим, що ринки будуть “намацувати” рівноважні курсові паритети та орієнтуватись на сигнали. Асиметрична довіра до нових і старих центробанків також даватиметься взнаки. Втім, у більш довгостроковому періоді ситуація може змінитись. У випадку посилення симетрії щодо довіри одразу до усіх центробанків, зближення інфляційних диференціалів та функцій реакцій, поточна волатильність курсів поступово втрачатиме ту компоненту, яка пов'язується з оцінкою ринками характеру зворотного зв'язку між шоком та монетарною реакцією на нього в розрізі набору учасників. Тобто прогнозовані реакції і, найголовніше, чітко окреслена відсутність впливу на курси в бік корекції, що ще більш розхитує ринок, ніж їх відсутність (аналогічно до того, як намагання за допомогою монетарних дій корегувати бізнес-цикл призводить до його розхитування, ніж до приборкання) усуватимуть передумови для поточної волатильності. Подібним чином зняття проблеми курсової нестабільності описується в

тих згаданих вище позиціях, де аргументується, що посилення транспарентності та симетричності поведінки монетарних органів знижує курсові коливання між їхніми валютами. З цього випливає, що послаблення значення курсової волатильності посилюватиме значення фундаментальних факторів зміни курсу. В таких умовах відповідність між рухом курсу та фундаментальними процесами навряд чи якимось чином загрожуватиме фінансовій стабільності, приймаючи до уваги раціональність економічних агентів. Подібним чином сформулюються наслідки щодо поведінки курсу між долларом США та євро. Тут буде усунути та складова, яка пов'язується з формуванням резервних активів та різного роду операціями з їх диверсифікації. Так само послаблюватиметься значення тої складової поведінки курсу, яка випливає з процесів за межами США та ЄВС. У випадку збереження прив'язок значної групи країн та значного закордонного обігу обох валют, ситуація щодо курсу між цією парою набагато більше відображає тенденції у валютному блоці загалом, аніж тільки внутрішню ситуацію в центрах емісії. Звідси випливає, що на коливання доллар-євро буде впливати менша кількість факторів, що знизить їх коливання один до одного. Втім, це не виключає, що цей курс втратить свою значимість для глобальної економіки загалом. Він ще довго залишатиметься принципово важливим орієнтиром, оскільки належність до силового поля валютного блоку не зникне одразу внаслідок утворення системи валютних союзів.

Плаваючі курси між валютними союзами дадуть змогу привнести суттєві зміни у тенденції, які пов'язані з платіжними балансами. Так, у випадку плавання і, як наслідок, відсутності питання про резервні активи, корекція платіжних балансів набагато більше визначатиметься симетрією в процесах пристосування до нових рівноважних умов. Це означає, що усунення можливостей використання асиметричного статусу резервної валюти, автоматично запобігає розкручуванню спіралі фінансових дисбалансів. Значні платіжні контрпозиції будуть зберігатись відповідно до дії суто фінансових факторів, наприклад, пов'язаних з асиметричними режимами функціонування фінансового сектору, відмінним ступенем модернізації фінансової системи, її здатності проводити глобальну сегментацію ринку, генерувати високоякісні активи, чи прискорювати фінансування інновацій у реальному секторі. За будь-яких обставин асиметрії у фінансових системах будуть породжувати наслідки щодо платіжних контрпозицій у чистому вигляді і не будуть їх викривлювати

(прискорюючи утворення та розширення диференціалів платіжних позицій) завдяки усуненню безконтрольної поведінки глобальної ліквідності. Гнучке коректування динаміки останньої привносить певні збурення, однак вони не матимуть системного характеру і не призводитимуть до появи системних криз з глобальною інтерференцією.

Другий варіант пов'язується з доволі відчутними відмінностями у сфері протікання глобальних макрофінансових процесів, внаслідок появи проблеми резервних активів. Найсуттєвішим питанням тут буде критерій визначення валютної структури резервних активів. Він може базуватись на двосторонніх зв'язках, або ж відповідно до питомої ваги центру емісії резервних активів у глобальній економіці. При цьому, питома вага буде певним ковзним середнім значенням між часткою ВВП, експорту та фінансового сектору в глобальних еквівалентах. В цьому випадку припускається, що учасники валютних союзів схильні до ендогенного підтримання монетарної стабільності, внаслідок чого орієнтуються саме на диверсифікацію резервів.

У таких умовах наслідки для глобальної ліквідності будуть приблизно подібними, як у першому випадку. Відмінність полягатиме у тому, що корекція глобальної грошової пропозиції та коливання глобальних процентних ставок будуть враховувати не тільки чисте коливання валютних курсів, а також те, що в окремих випадках відбуватиметься швидша корекція, а в інших – повільніша, що обумовлюється інтервенціями центробанку. Водночас, така затримка суттєво обмежуватиметься в часі, оскільки за наявності обмеженої кількості конкуруючих резервних активів можливості запобігати рівноважній поведінці валютних курсів будуть дуже нетривалими. Завдяки цьому, відхилення тренду глобальної ліквідності від такого, що ув'язував би його зі стабільною ситуацією у сфері глобальної інфляції та у сфері поведінки цін на активи, у кожен з боків також не буде дуже суттєвим. Єдина проблема, яка тут залишається, – це прогресування значення глобалізаційно зумовленої дезінфляції. Невиняток, що це може спровокувати певні сплески ліквідності фінансових ринків та цін на первинні ресурси у випадку відхилення глобальної ліквідності у бік зростання, а у випадку відхилення у бік зниження – падіння цін на активи та первинні ресурси. Саме тому принципово важливим залишається вчасна корекція процентних ставок усіма учасниками.

Щодо загальної курсової стабільності, то деякі втрати у сфері контролю за глобальною ліквідністю тут компенсуються набуттям стабільнішої поведінки валютних курсів, оскільки вони частково коректуються. Водночас, така картина не може розглядатись як краща альтернатива, порівняно з першим випадком, оскільки стабільніші курси можуть іти врозрід із трендом процентних ставок, який був би прийнятний з точки зору контролю за глобальним сукупним попитом. Щодо коливань “долар-євро”, то в рамках цього варіанту не спостерігатиметься якихось суттєвіших відмінностей, порівняно з випадком повністю плаваючих курсів, оскільки резервні активи диверсифікуються на рівні принципу, отже це виключатиме виникнення тих диверсифікаційних рішень, які ґрунтуються на міркуваннях збереження вартості резервів чи зниження їх ризику у світлі тої чи іншої тенденції у сфері глобальних дисбалансів. Завдяки цьому, така система так само забезпечує прийнятну ситуацію щодо усунення асиметричних можливостей використання статусу резервної валюти і тим самим запобігає порушенням корекції платіжних балансів та розширенню диференціалів платіжних контрпозицій.

Третій варіант, відрізняючись від попереднього зміщенням у формуванні резервних активів у бік певної ключової валюти відповідно до ідентифікації з валютним блоком, є кроком уперед, порівняно з теперішнім глобальним монетарним режимом, однак зберігає його проблемні моменти. Так, зміщення у бік ключових валют у структурі резервних активів окремих валютних союзів передбачає ситуацію, коли тенденції у сфері глобальної ліквідності опиняються під дією двох факторів. З одного боку, збереження принципу плавання курсів дає змогу проводити корекцію платіжних дисбалансів та запобігати досягненню ними масштабів, які викликають сумніви у їх стабільності і рівноважності. З іншого боку, у випадку затримки з корекцією, пов'язаною з втручанням центробанків, вірогідність розширення диференціалів платіжних контрпозицій залишається високою. Ця проблема, знову-таки впливає з дезінфляційних процесів, пов'язаних з глобалізацією. За таких обставин, наскільки довго триватиме підтримання зовнішніх дисбалансів через попит на резервні активи, набагато більшою мірою залежить від фінансової системи. Можна припустити, що в умовах обмеженого набору гравців на глобальному монетарному полі системні можливості гнучких валютних курсів будуть використані агресивніше, завдяки чому довгострокові спотворення в поведінці глобальної ліквідності будуть

обмежені корегуваннями курсів. У короткостроковому періоді такі спотворення будуть можливі. Саме завдяки цьому з'являтимуться передумови для відхилення глобальних процентних ставок від фундаментально рівноважних. У випадку високоеластичної реакції на це з боку цін на активи та вартості первинних ресурсів можлива швидша реакція з боку центробанків, оскільки їх обмежена кількість буде набагато більше прив'язана до внутрішніх пріоритетів, тим самим послаблюючи передумови для формування зовнішніх ефектів.

Узагальнення цих варіантів в аспекті забезпечення глобальної фінансової стабільності див. у табл. 7.7.

Таблиця 7.7.

Варіанти монетарних взаємин між глобальними валютними союзами: наслідки для фінансової стабільності

Наслідки для:	Валютні союзи з плаваючими курсами	Валютні союзи з плаваючими курсами; резервні активи формуються відповідно до значення емітента резервної валюти	Валютні союзи з плаваючими і коректованими курсами; резервні активи формуються зі зміщенням на користь валютного блоку
Глобальна ліквідність	Відносно автоматично контролюється завдяки плаваючим курсам та формуванню процентних ставок на рівні внутрішнього балансу, що обмежує викривлення у фінансовому секторі	В загальному контролюється автоматично, але можливі короткострокові відхилення від рівноважної глобальної грошової пропозиції. Глобальні ставки можуть тимчасово відхилятися від рівноважних, визначених на основі внутрішнього балансу	Автоматизм контролю за глобальною грошовою пропозицією обмежений, але можливий у довгостроковому періоді. Глобальні ставки можуть суттєво відхилятися від рівноважних, але у довгостроковому періоді вони повинні коректуватися відповідно до зміни курсових паритетів
Загальна курсова стабільність	Має відносне значення. Формується в рамках зближення функцій реакцій центробанків	Частково підтримується завдяки незначним коректуючим діям окремих учасників, однак не є кращою альтернативою, порівняно з більш автоматичним контролем за глобальною ліквідністю	Частково підтримується, але може суттєво викривлюватися завдяки значному попиту на резервні активи, що загрожує шоківим змінами курсових паритетів вразі раптової корекції дисбалансів

Продовження табл. 7.7.

Курс “долар-євро”	Звільняється від впливу факторів, які стосуються екзогенного попиту на резервні активи та суб’єктивних рішень щодо диверсифікації резервів	Так само, але можливі втручання факторів, пов’язаних з відмінними масштабами попиту на резервні активи у відповідних валютних блоках	Знаходиться під впливом з боку суверенного попиту на активи, однак значення ефекту диверсифікації, що мотивується тільки тезавраційними міркуваннями, зменшується
Платіжні дисбаланси	Можуть нагромаджуватись у короткостроковому періоді тільки мірою прийняття фінансовим сектором додаткового ризику	Так само, але у дещо більших масштабах	Можуть нагромаджуватись, але дисбаланси повинні коректуватись у довгостроковому періоді відповідно до довгострокових змін курсових паритетів та посиленню контролю за глобальною ліквідністю
Можливості використання асиметричного статусу резервної валюти	Загалом відсутні	Дуже обмежені. Наявності альтернатив ще більше послаблює асиметричний статус провідних валют	Суттєві, але все одно обмежені у довгостроковому періоді
Корекція платіжних балансів	Нагромадження платіжних дисбалансів навряд чи відбуватиметься до обсягів, корекція яких загрожуватиме глобальною нестабільністю	Те саме, але з поправкою на затримку корекції в окремих випадках	Оскільки нагромадження дисбалансів можливе, то корекція буде мати певний глобальний резонанс, але не такий, який би міг призвести до системної кризи
Глобальна фінансова стабільність в першому наближенні	Монетарні передумови фінансових дестабілізацій суттєво обмежені завдяки автоматизму корекції глобальної ліквідності через плаваючі курси. Провідна роль в підтриманні фінансової стабільності відводиться ефективній політиці у фінансовому секторі щодо моніторингу вразливості та ризику. Важливе значення має посилення уваги на макрофінансові та міжчасові аспекти фінансової експансії	Те саме, але значення фінансового сектора як основного відповідального за генерування глобальних ризиків підвищується завдяки тому, що у короткостроковому періоді можливі відхилення глобальної грошової пропозиції від рівноважного значення	Те саме

Вірогідність валютно-фінансових криз в розрізі їх типологічних ознак			
Кейнсіанська (дефляція, або різке падіння значення запозичень)	Низька	Низька	Низька
Австрійська (заниження процентних ставок)	Низька	Вірогідна, але в обмежених масштабах	Вірогідна
Класична фінансова за Кіндлбергером	Можлива, оскільки пов'язується з завищеними очікуваннями щодо окремих фінансових активів	Те саме	Те саме
Фінансова вразливість за Мінскі	Можлива, оскільки пов'язується з ендегенною нестабільністю у сфері фінансів	Те саме	Те саме
Валютна криза, або криза платіжного балансу	Низька	Низька	Незначно вірогідна
Валютна криза на основі кризи державного боргу	Низька	Низька	Низька
Валютна криза на основі кризи боргу у приватному секторі	Низька	Низька	Незначно вірогідна
Криза внаслідок корекції глобальних дисбалансів (криза Трумана)	Низька	Низька	Незначно вірогідна
Криза “раптова зупинка” (Кальво)	Низька	Незначно вірогідна	Вірогідна

Коливання валютних курсів у таких умовах будуть розкладатись на дві складові. З одного боку, поточна волатильність матиме певну тенденцію до згладжування, однак активний попит на резерви збереже проблему дисонансу між сталістю курсів та фінансовою стабільністю. Курс “долар-євро” буде знаходитись під істотним впливом з боку стану платіжних позицій у відповідних валютних блоках, однак раптові рішення щодо диверсифікації, які можуть привносити додаткову нестабільність, навряд чи будуть актуальними. Останнє пов'язано з тим, що зміщення в структурі попиту на резервні активи у бік певної ключової валюти впливає з міркувань макроекономічної, фінансової та торговельної гравітації, а не з міркувань ефективнішої тезаврації. З іншого боку, розширення

можливостей для диверсифікації навіть за збереження принципу зміщення все одно послаблюватиме монопольний статус теперішніх емітентів резервних валют, роблячи курс “долар-євро” менш залежним від зміни ставлення до ризику знецінення резервів. Завдяки цьому, асиметричний статус валют не матиме таких радикальних наслідків для процесу розподілу втрат і вигод від корекції платіжних балансів, хоча буде залишатись відчутним. Природно, що в таких умовах розкручування спіралі дисбалансів матиме ознаки циклічності. За таких обставин монетарний режим у цьому варіанті має суттєві, але обмежені можливості системного забезпечення передумов для фінансової стабільності. І проблема тут полягає в тому, що механізм контролю за поведінкою глобальної ліквідності не автоматичний. Його посилення можливе завдяки відповідним зрушенням у суб’єктивному сприйнятті ризиків.

З цього випливає, що посилення глобальної фінансової стабільності ставатиме більш залежним від базової моделі функціонування глобальної економіки. Усвідомлення ризиків переростання ефектів експансії ліквідності у проблему роздування фінансових бульбашок вимагатиме і від фінансового сектору, і від центробанків активної позиції щодо вчасного реагування. Саме тому ефективне функціонування валютних союзів в будь-якому з вищерозглянутих варіантів, особливо в останньому, буде визначатися додатковими факторами. Можна виділити такі:

- еволюція моделі центрального банку. Подальший розвиток центральних банків, при умові збереження принципу експансії фінансової та торговельної глобалізації, повинен спиратись на подолання конфлікту між скороченням та розширенням горизонту монетарної політики. Якщо вплив глобалізації на нову економіку, технологічні зрушення та появу нових секторів скорочує горизонт прогнозування через невизначеність щодо поведінки ВВП-розриву та інфляційного розриву, то необхідність врахування міжчасових викликів з боку коливання цін на активи та первинні ресурси вимагає розширення горизонту прогнозування. У найбільш спрощеному вигляді ситуація може звестись до питання про те, чи має забезпечення фінансової стабільності бути експліцитним завданням центрального банку. Однак у найбільш загальному вигляді відповідь на це питання знаходитиметься в площині перегляду базової макроекономічної моделі. Відхід від вузького кейнсіанського розуміння макромоделі (яке не зазнало змін навіть у світлі розвитку монетаризму та теорії раціональних очікувань), обмеженої параметром інфляції, ВВП,

процентної ставки і їх розширених варіантів (валютний курс, грошова маса, платіжний баланс тощо), до більш репрезентативної моделі з фінансовими зв'язками, глобально-центричними засадами поведінки інтегрованих ринків, ендогенною нестабільністю та проциклічністю дасть змогу якісно переозброїти методологічний інструментарій монетарної політики для нових умов;

- імпліцитна координація. Чи відрізнятимуться ендогенні системні передумови для координації в залежності від ситуацій з відмінними кількостями та відносною вагою учасників? Важливість постановки питання у такій площині пов'язана як з суперечливим досвідом координації монетарної політики та відсутністю не стільки можливостей, скільки передумов для неї в рамках глобалізації, так і з тим, що такий досвід аналізувався з позиції національно-центричного погляду на глобалізацію. У випадку, коли заснування валютних союзів трансформуватиме сучасну асиметричну монетарну модель світу з ознаками біполярності у поліцентричну з обмеженою кількістю учасників та відносно рівномірним розподілом ваги кожного з них, з'являтимуться нові рамкові умови для координації. Так, в теперішньому випадку координація має спорадичний характер і з'являється у випадку ескалації тої чи іншої проблеми. Однак, за зміни системних умов з'являється більше можливостей переходу з гри за принципом "розори сусіда" до гри, яка передбачатиме досягнення рівноваги за Нешем. Однією з причин цього є те, що в умовах посилення глобально-центричних факторів макрофінансових процесів обмежене коло учасників потенційної координації стикатиметься з дуже швидким поширенням зовнішніх ефектів, які, при перегляді базової макроекономічної моделі, ставатимуть більш зрозумілишими та наочними. З іншого боку, підхід теорії клубів та феномен «тиску перів» демонструють, що при обмеженій кількості учасників, коли виграш кожного залежить від решти, спонтанно формуватимуться цілком прийнятні рамкові інституціональні передумови для координації. Її факт навіть не обов'язково формалізувати, вона може мати імпліцитний характер;

- фіскальна політика. В умовах посилення автоматичності контролю за поведінкою глобальної ліквідності значення фіскальної політики як елемента фінансової стабільності зростає. Відносно мізерне значення фіскальної політики щодо впливу на процентні ставки в останній період пов'язане з експансією ліквідності, тоді як 1990-ті роки демонстрували

протилежну картину, наприклад, в аспекті появи глобального ефекту витіснення. При збереженні за фіскальними рішеннями ролі децентралізованого національного автоматичного стабілізатора питання асиметричного впливу на процентні ставки та останніх на окремі країни залишається. Тобто, з одного боку, відсутність монетарних інструментів пристосування до шоків компенсується фіскальними, завдяки чому досягається певне вирівнювання попиту, з іншого – можливості великих економік детермінувати ставки, а менших економік – ставати об'єктами впливу з боку цього залишається. Іншим виміром проблеми фіскальної політики є вплив на поведінку валютних курсів з боку короткострокових змін у сфері бюджетного балансу. Природно, що раптові зміни відносних рівнів процентних ставок та ризиків у розрізі відмінних за масштабами економік не є нейтральними щодо вектору руху потоків капіталу. З цього випливає, що додатковим елементом волатильності валютних курсів є боргові рішення. Найголовніше, що вирішення цієї проблеми не може бути перекладено тільки на країну-джерело проблеми, оскільки фінансові ринки інтегровані. Завдяки цьому, проблема фіскальної дисципліни залишається відкритою і можна припустити, що вирішуватись вона буде мірою усвідомлення глобальних ризиків від надмірних маніпуляцій у сфері державного боргу. Поширення імпліцитної координації і на фіскальну політику дасть змогу уникнути ескалації ситуації. Справа тільки в тому, що такі рішення не матимуть чітких інституціональних контурів, а зазнають суб'єктивістського ухилу. Втім, якщо припустити продовження розвитку фінансового сектора та тенденцію до сегментації не по країнах, а по інструментах, то цей перерозподільчий ефект може бути суттєво згладжений.

7.4. Україна: глобалізація та макроекономіка фундаментальних прорахунків

Проблема інфляції та політичний бізнес-цикл

Проблема адаптації України до викликів фінансової глобалізації, часто дискутована в наукових колах, практично не відображена в практиці реалізації монетарної політики. Більше того, розвиток макроекономічних процесів з самого початку ринкової трансформації чітко продемонстрував, що вітчизняні реформи в загальному не рухаються когерентно із Центрально-Східною Європою. Якщо окремі питання інституціонального реформування Національного банку України наприкінці 1990-х ще

відповідали загальному досвіду країн-теперішніх нових членів ЄС, то підготовка останніх до вступу та приєднання до Європейського Союзу стало своєрідним вододілом процесів конвергенції у сфері ринкової трансформації. Про це яскраво свідчать інституціональні зрушення у сфері монетарної політики та перехід на мандат цінової стабільності в усіх країнах-тодішніх кандидатах на приєднання, орієнтація на виконання маастрихтських критеріїв та реальні структурні реформи. Якщо ще до періоду 2003–2004 рр. Україна перебувала в межах відстаючого тренду (від своїх західних сусідів) у сфері стабілізації монетарних процесів, то в подальшому намітилась фундаментальна тенденція до дивергенції. Яскравий приклад цього – розрив у темпах інфляції в трансформаційних економіках (табл. 7.8.–7.9.).

Таблиця 7.8.

Інфляція в трансформаційних економіках: 1992–2000 рр.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Албанія	236,6	30,9	15,8	6,0	17,4	42,1	8,7	-1,0	4,2
Болгарія	79,5	63,8	121,9	32,9	310,8	578,6	0,9	7,0	11,2
Хорватія	937,0	1120,5	2,4	4,6	3,7	3,8	5,6	3,8	6,9
Чехія	12,6	18,8	9,7	7,9	8,6	10,1	6,8	2,6	4,0
Естонія	942,2	35,7	41,6	28,8	15,0	12,5	4,5	3,8	5,0
Угорщина	24,7	21,1	21,2	28,3	19,8	18,4	10,3	12,2	10,0
Латвія	958,2	34,8	26,2	23,3	13,2	7,0	2,8	3,2	1,8
Литва	1162,5	188,8	45,0	35,5	13,1	8,5	2,4	0,3	1,4
Македонія	1935,0	241,8	55,0	9,0	-0,6	3,2	-3,1	2,5	6,1
Польща	44,5	37,7	29,5	21,6	18,5	13,2	8,6	9,8	8,6
Румунія	199,2	295,5	61,7	27,8	56,9	151,6	43,8	54,8	40,7
Словаччина	9,1	25,0	11,7	7,2	5,4	6,4	5,6	14,2	8,4
Словенія	88,2	22,9	18,3	8,6	8,8	9,4	5,7	8,8	10,6
Вірменія	1241,2	10896,1	1884,5	32,1	5,8	22,0	-1,1	2,1	0,3
Азербайджан	-	1293,8	1788,0	84,5	6,7	0,4	-7,6	-0,5	2,2
Білорусь	1557,8	1994,0	1957,0	244,2	39,1	63,4	181,7	251,3	108,0
Грузія	1178,5	7484,1	6473,0	57,4	13,7	7,2	10,6	10,8	4,6
Казахстан	2962,8	2169,1	1160,3	60,4	28,6	11,3	1,9	17,8	9,8
Киргизстан	1257,0	766,9	95,7	32,0	34,9	14,7	18,3	39,8	9,5
Молдова	2198,4	836,0	116,0	23,8	15,1	11,1	18,4	82,7	18,5
Росія	2321,6	841,6	202,7	131,4	21,8	11,0	84,5	36,6	20,1
Таджикистан	-	7343,7	1,1	2133,3	40,5	163,4	2,7	30,1	60,6
Туркменістан	-	-	13828,5	1261,5	445,9	21,8	19,8	16,4	7,4
Україна	2001,0	10155,0	401,1	181,4	39,7	10,1	20,0	19,6	23,9
Узбекістан	910,0	884,8	1281,4	116,9	64,4	50,0	26,0	26,0	28,2

Джерело: Danbrowsky M., Gortat R. Political Determinants of Economic Reforms in Former Communist Countries. – Warsaw: CSER, 2002. – P. 40.

Детальніший аналіз розвитку інфляційної ситуації в Україні (рис. 7.8.) дає змогу побачити, що глобальна тенденція до дезінфляції практично не торкається вітчизняної економіки, а прискорення темпів глобальної інфляції дуже швидко переноситься на зростання цін у ній.

Таблиця 7.9.

Інфляція в трансформаційних економіках: 2001–2007 рр.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Албанія	2,8	5,4	3,0	3,0	2,4	2,4	2,5
Болгарія	4,8	5,8	2,6	4,2	5,0	7,3	8,2
Хорватія	2,4	2,2	2,0	3,5	3,3	3,2	2,3
Чехія	4,1	1,8	0,6	3,5	1,8	2,5	2,9
Естонія	4,2	3,6	1,7	2,0	4,1	4,4	6,0
Угорщина	6,7	5,3	4,7	5,5	3,6	3,9	7,6
Латвія	3,1	1,9	3,0	3,0	6,7	6,5	9,0
Литва	2,0	0,3	0	2,5	2,7	3,8	5,2
Македонія	3,7	2,4	2,5	3,0	0,5	3,2	2,0
Польща	3,7	1,9	0,8	2,2	2,1	1,0	2,2
Румунія	30,3	22,5	15,1	12,0	9,0	6,6	4,3
Словаччина	6,6	3,3	8,5	8,1	2,8	4,4	2,4
Словенія	7,0	7,5	5,9	5,0	-	-	-
Вірменія	3,0	1,1	2,2	3,0	0,6	2,9	3,7
Азербайджан	1,5	2,8	2,7	2,5	9,7	8,4	16,6
Білорусь	46,2	42,6	29,0	24,1	10,3	7,0	8,1
Грузія	3,4	5,6	4,4	5,0	8,3	9,2	8,5
Казахстан	6,4	5,9	6,4	5,9	7,6	8,6	8,6
Киргизстан	3,7	2,0	3,3	3,8	4,3	5,6	7,0
Молдова	6,4	5,3	8,1	4,5	11,9	12,7	11,2
Росія	18,6	16,0	14,4	12,9	12,7	9,7	8,1
Таджикистан	12,7	12,2	14,5	5,0	10,0	9,9	12,6
Туркменістан	12,2	8,8	5,5	5,9	10,7	8,2	6,5
Україна	6,1	0,8	8,0	12,0	13,5	9,0	11,5
Узбекістан	26,4	38,7	21,9	20,7	10,0	14,2	12,2

Джерело: Danbrowsky M., Gortat R. Political Determinants of Economic Reforms in Former Communist Countries. – Warsaw: CSER, 2002. – P. 40.; World Economic Outlook. IMF. – IMF: Wash. (D.C.), 2007. – P. 226.



Джерело: Дані НБУ.

Як видно з рис. 7.8., в Україні спостерігалось тільки два випадки знижувального тренду інфляції і тільки один дефляційний епізод, який,

скоріше, є випадковістю чи збігом обставин, ніж фундаментальною економічною закономірністю. Так, різке зниження інфляції за період з 1996 р. по 1997 р. можна вважати наслідком цілого комплексу позитивних зрушень не стільки у реалізації макроекономічної політики, скільки у сфері структурних реформ на макроекономічному рівні. Зокрема, саме в цей період припиняється емісійне фінансування дефіциту Державного бюджету, Конституція України гарантує незалежність Національного банку, приплив капіталу нерезидентів на ринок ОВДП створює підґрунтя для сприятливих змін у сфері фінансування бюджетного дефіциту та стає поштовхом розвитку фінансового ринку. Втім, відсутність закріплення та поглиблення структурних корекцій та Азійська криза і російський дефолт одразу позначаються на розвитку кризових подій в Україні: девальвація гривні, поглиблення спаду ВВП, стрибок інфляції. Незважаючи на жорсткі дії НБУ у 1999 р. рівень інфляції знизився всього на 1%, а 2000 р. ознаменувався погіршенням інфляційної ситуації. Однак, тут потрібно наголосити на тому, що саме на цей рік припала лібералізація цін у житлово-комунальному господарстві та макроекономічна невизначеність очікувань дефолту у першій половині 2000 р.

Завдяки радикальним змінам в економічній політиці 2000–2001 рр. позитиви у сфері інфляційних тенденцій не змусили себе довго чекати. Економічне зростання, заборона взаємозаліків та структурні зміни у фіскальній політиці створили позитивне підґрунтя для ремонетизації економіки, а грошова пропозиція одразу поглиналась зростаючим попитом на гроші. Подальша дезінфляція, хоч і була в межах тренду, втім, виступила поєднанням інерції у сфері зростаючого реального попиту на гроші з позитивними змінами у сільському господарстві, які, взявши до уваги характерні особливості побудови індексу споживчих цін, одразу сигналізували їх падіння.

Переорієнтація макроекономічної політики з 2003 р. на активну експансію, вмотивовану передвиборчими міркуваннями та специфічним тлумаченням значення економічного зростання в пропагандистських прожектах, одразу позначилась на прискоренні інфляції. Можна стверджувати, що саме з 2003 р. в Україні розпочався політичний бізнес-цикл, який, на жаль, не завершився ще досі. Про це засвідчують дані рис. 7.9.



Джерело: дані НБУ.

Рис. 7.9. демонструє як профіцит платіжного балансу виступив своєрідним підґрунтям макроекономічної експансії, а потім перетворився на дефіцит, який свідчить про створення потужних стимулів для сукупного попиту з боку монетарної та фіскальної політики. Так, у період 2000–2002 рр. профіцит платіжного балансу, сформований завдяки сприятливій зовнішній кон’юнктурі та внутрішніх реформ, помножений на незначний профіцит Державного бюджету, створював сприятливу основу для зниження інфляції. Зростаючий ВВП забезпечував базу для реального попиту на гроші, що дало змогу монетизувати валютні резерви без інфляційних наслідків. Окрім цього, позитивно на реальний грошовий попит впливав відносно низький рівень монетизації, успадкований з доби гіперінфляції, завдяки чому навіть незначні позитивні зміни у сфері економічної динаміки могли дуже еластично компенсувати наростаючу грошову пропозицію, підтримувану завдяки збільшенню зовнішніх активів НБУ, поступовою лібералізацією норм резервних вимог та нарощуванням обсягів рефінансування. Втім, зміни економічної політики у 2003 р. засвідчили, що замість того, щоб продовжити поглиблення структурних реформ і забезпечити поступове інституціональне переформатування економіки України, і Уряд і НБУ вдалися до найпростішої схеми побудови стимулів для економічного зростання: експансії попиту. Невипадково, що на рік президентських виборів припадає “найвищий” офіційний темп зростання ВВП, який, втім, супроводжується поверненням до рівнів інфляції, що перевищують 10%.

В подальшому рівень інфляції не повернувся у прийнятні для країн Центрально-Східної Європи межі 2–5%, при тому, що коливання ВВП суттєво розширились. Загалом, макроекономічну картину 2003–2008 рр. можна інтерпретувати як асиметричну схему бізнес-циклу, коли перед виборами активні стимули розігрівають економіку, але залишають її беззахисною щодо подальшого прискорення інфляції. При цьому, зміна урядів призводить до відносно нечітких змін макроекономічних пріоритетів. Орієнтація на стимулювання ВВП завдяки зростанню державних інвестицій, створення преференційних умов для окремих секторів та бізнес-груп, з одного боку, та орієнтація на вирівнювання розподілу доходів через підвищення соціальних стандартів, з іншого боку, на сьогодні втратили свою нейтральність щодо інфляції. Важливою причиною цього факту є те, що завдяки сприятливій експортній кон'юнктурі, злету обсягів будівництва (з його значним внутрішнім мультиплікатором попиту), величезним трансфертам з-за кордону та слабким структурним реформам економіка опинилась у стані вичерпання резерву зростання виробничих потужностей, низької еластичності пропозиції, граничний рівень якої дедалі більше знижувався, спричиняючи тим самим високу чутливість інфляції до будь-яких зрушень в сукупному попиті. Різде погіршення платіжного балансу з 2006 р. засвідчило, що в перегрітій і відкритій економіці інфляція перестає бути єдиним критерієм надмірного споживання.

Анатомія монетарної експансії

Абстрагуючись від різного роду інтерпретацій дій тих чи інших урядів України щодо макроекономічного рівня, можна побачити своєрідну позицію НБУ. Останній практично не намагався зайняти контрпозицію стосовно урядів, приймаючи до уваги те, що кожен з них звинувачувався у надмірній експансивній політиці. З одного боку, це можна витлумачити як прояв інституціональної слабкості щодо незалежності у проведенні монетарної політики. З іншого боку – як прояв фундаментальних прорахунків у сфері макрофінансових процесів та глобального оточення вітчизняної економіки. Іншим поясненням макроекономічної поведінки НБУ можна вважати “вихід” за межі мандату “забезпечення грошової стабільності” та переорієнтацію на підтримання економічного зростання. Зауважимо, що з аналізу Основних засад реалізації монетарної політики на відповідні роки видно, що Рада НБУ набагато більше уваги приділяла

створенню передумов для економічного зростання, ніж передумов для стабільності цін. Зокрема, неодноразово в Основних засадах простежувалась позиція, що підтримання стабільного реального ефективного валютного курсу – вагоме знаряддя підтримання зовнішньої конкурентоспроможності економіки. З точки зору відкритості економіки України та домінуванні в структурі експорту сировинних секторів така позиція була виправданою тільки при умові, коли мандатом Національного банку України не було би підтримання грошової стабільності. В цьому розумінні викликає інтерес специфіка тлумачення основного завдання НБУ.

Так, орієнтація на фіксований курс при внутрішній інфляції, що прискорюється, стає детермінантою підвищення реального ефективного курсу, а не підтримання його стабільності. Те, що цей курс дійсно не зростав суттєво за період економічного зростання, скоріше пов'язується з тим, що номінальний курс практично повністю відображав зміни співвідношення паритетів між долларом та євро. Прив'язка до падаючого долара створювала ілюзію збереження стабільного реального ефективного курсу, коли падіння гривні щодо євро майже компенсувало внутрішню інфляцію. Іншим прикладом того, що НБУ більшою мірою сприймав грошову стабільність через призму стабільності курсу, є те, що він набагато ретельніше виконував власноруч встановлені орієнтири щодо валютного курсу, ніж щодо грошової бази та грошової маси⁶⁹³. В таких умовах чітко простежується орієнтація на монетизацію валютних резервів, яка збереглась за інерцією з початку 2000-х років, коли сформувались перші ознаки відновлення економіки і реального прирощення попиту на гроші. Розрив у розумінні паралелі між грошовою та ціновою стабільністю призвів до ситуації, коли внутрішня інфляція перестала інтерпретуватись як визначальний фактор стабільності. Її підмінив фіксований курс у сукупності з активною внутрішньої експансією ліквідності. Експансивна банківська система разом зі стабільним курсом стали своєрідним модернізованим способом тлумачити грошову стабільність, а посилення інтересу до цінової стабільності відновилось тільки у 2007 р., а більш наполегливого втілення воно здобуло у першій половині 2008 р., що засвідчують тези, висвітлені в Основних засадах

⁶⁹³ Детальніше див. Звіти про виконання Основних засад монетарної політики. Окрім цього, на цю обставину неодноразово звертали увагу економісти. Див.: Адамик Б. Вибір цільової спрямованості монетарної політики в Україні // Світ фінансів. – 2004. – Вип. 1. – С. 72–81.

монетарної політики та статистика помісячних даних зміни індексу споживчих цін⁶⁹⁴.

З більш загального ракурсу видно (табл. 7.10. та рис. 7.10.), що монетарна політика в Україні тривалий час має яскраво виражений експансивний характер і, навряд чи, більш жорстка фіскальна політика змогла би забезпечити прийнятний рівень загального профіциту бюджету, щоб компенсувати попит, який генерувався на рівні НБУ та банківської системи.

Таблиця 7.10.

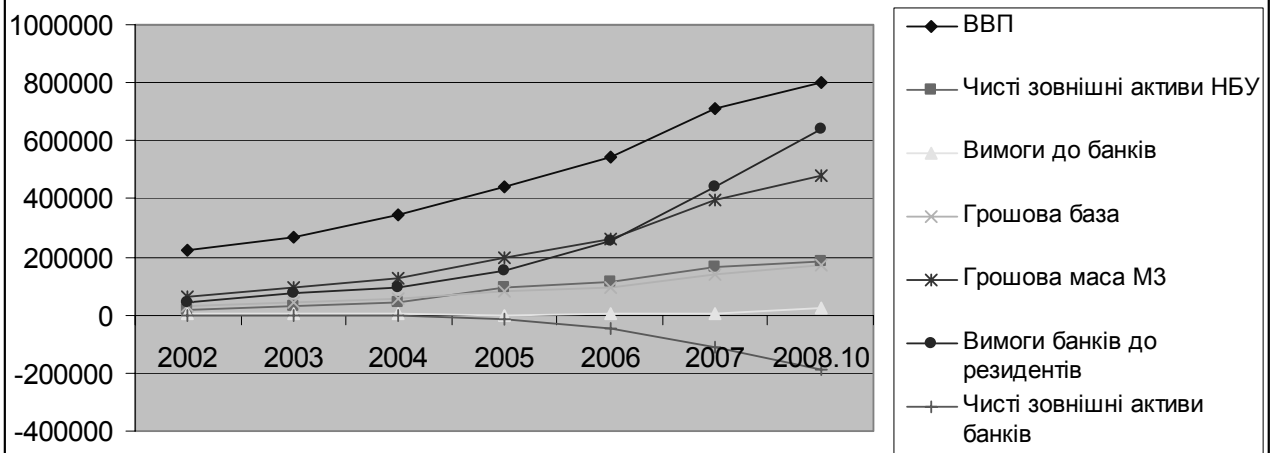
**Монетарна експансія в Україні, індекс зростання
по відношенню до попереднього періоду**

	2003	2004	2005	2006	2007	10.2008
Чисті зовнішні активи НБУ (гривневі)	198,8	158,2	209,9	118,3	148,6	112,6
Валютні резерви (в доларах)	155,4	139,9	199,6	115,3	145,3	115,6
Вимоги до банків	133,6	166,9	21,3	176,5	118,7	1300,3
Грошова база	130,1	134,1	153,9	117,5	145,97	122,2
Грошова маса (МЗ)	146,4	131,9	154,4	134,5	151,7	121,4
Внутрішній кредит (разом з НБУ)	139,6	123,4	134,3	169,4	176,98	143,7
Внутрішній кредит (без НБУ)	164,5	130,6	161,2	167,5	173,8	143,9
Поточний рахунок, млн. дол.	2891	6909	2531	-1617	-5272	-6769 (перше півріччя)
Облікова ставка, %	7,0	9,0	9,5	8,5	8,0	12,0
Середньозважена ставка за всіма інструментами, %	8,0	16,1	14,7	11,5	10,1	15,2
Чисті зовнішні активи депозитних корпорацій, млн. грн.	-1450	303	-12175	-44199	-113882	-190048
Офіційний курс гривні за 100 дол. США на кінець періоду	533,27	531,92	512,47	505,00	505,00	486,10 (третій квартал)

Обраховано за даними НБУ.

⁶⁹⁴ Детальніше див. офіційний сайт НБУ: www.bank.gov.ua.

Рис. 7.10. Номінальний вираз монетарної та кредитної експансії в Україні у 2002-2008.10, млн. грн.



Побудовано на основі даних НБУ.

В основі процесів монетарної експансії можна виділити такі елементи:

- валютний курс і поточний рахунок. Орієнтація на негнучкість валютного курсу в умовах високо еластичної інфляції породила проблемну ситуацію, коли значний профіцит платіжного балансу, помножений на приплив капіталу, одразу призводив до збільшення внутрішньої грошової пропозиції. Зокрема, з рис. 7.9.–7.10. та табл. 7.10. чітко видно, що внутрішня експансія грошової пропозиції в основному спирається на зовнішній фактор. Однак подібна політика збереглась і тоді, коли поточний рахунок став дефіцитний, але покривався завдяки припливу капіталів. Номінальна ревальвація 2008 р. відобразила акумуляцію критичної маси інфляційних наслідків надмірної грошової експансії у період жорсткої прив'язки до долара США. З цього можна зробити більш загальний висновок, що підтримання стабільного валютного курсу, незважаючи на зовнішню кон'юнктуру, призводило до розкручування внутрішньої інфляційної спіралі. Тобто підтримання експортерів в умовах падаючого долара та експансії глобальної ліквідності одразу перетворювалось на потужну експансію попиту в середині економіки України; така експансія не гальмувалась завдяки зміні курсу в умовах, коли для цього були усі підстави (починаючи з 2003 р., в економіці були сформовані передумови для плавної номінальної ревальвації гривні). Розширення внутрішнього попиту призвело до прискорення інфляції та погіршення платіжного балансу, внаслідок чого

валютний курс перетворився на конфліктний макроекономічний інструмент. Завдяки тому, що ревальвація не відбулась вчасно, підвищення номінального курсу почало виконувати роль фактора стримування інфляції, але при цьому і фактора погіршення платіжного балансу. Поява кризових тенденцій у глобальній економіці на тлі запізнілої ревальвації гривні насправді обернулось тільки погіршенням передумов протистояння наслідкам глобального фінансового обвалу;

- валютний курс і потоки капіталу. Інертність валютного курсу до потоків капіталу за рідкісним винятком (весна 2005 р., весна-літо 2008 р. рух курсу вгору, осінь-зима 2008 року рух курсу вниз) створила ситуацію додаткової акселерації внутрішнього попиту за рахунок зовнішніх запозичень. Так, активні запозичення банківського та корпоративного секторів у сукупності з додатковими можливостями урядових запозичень під низькі глобальні процентні ставки та падаючі спреди призвели до того, що валовий зовнішній борг України зріс з 21,6 млрд. дол. США у 2002 р. до 100 млрд. на перше півріччя 2008 р. В умовах фіксованого курсу особливо гостро постала проблема підтримання дефіцитів державного бюджету. В умовах економічного зростання, коли додатковий приплив капіталу тільки перегрівав економіку, дефіцит виступив каталізатором негативних процесів у сфері попиту та курсу гривні. Яскравим прикладом є аномальний 2004 р., коли “найвищі” офіційні темпи зростання ВВП супроводжувались найбільшим дефіцитом бюджету. Державні запозичення переросли на потужний фактор припливу валюти зовні, що в умовах обмеженого руху курсу вгору одразу призводило до збільшення резервів і грошової пропозиції. Іншим принциповим аспектом проблеми ув’язки курсу і потоків капіталу є те, що їх масштабний приплив відбувся внаслідок зовнішніх запозичень банківського та корпоративного сектору, а також активного виходу нерезидентів на внутрішній фінансовий ринок України. Невипадково, що в сукупності це призвело до гіпершвидкої експансії ліквідності та різкого зростання цін на нерухомість та індексу ПФТС, що швидко почало передаватись акселерації попиту на кредити, які почали самопідтримувати зростання вартості активів;

- грошова база – грошова маса. Як видно з рис. 7.10., динаміка грошової бази в номінальному виразі практично повністю наслідує динаміку чистих зовнішніх активів НБУ. При цьому, простежується певна закономірність (табл. 7.10.): чим більше зростала грошова пропозиція завдяки приросту валютних резервів, тим більше уповільнювались

прирости рефінансування комерційних банків. Таку політику можна вважати виправданою з точки зору підтримання цільового приросту пропозиції резервних грошей, коли відмінності у приростах внутрішніх і зовнішніх активів НБУ компенсують одне одного, вирівнюючи флуктуації у джерелах грошової пропозиції, згладжуючи тим самим ситуацію на грошовому ринку. Однак правомірна тактична позиція НБУ щодо згладжування шоків короткострокової ліквідності на міжбанківському ринку не допомагає зрозуміти, якими міркуваннями він керувався забезпечуючи рівень приросту резервних грошей в розрізі останніх років. Ні рівень інфляції, ні зростання ВВП не корелюють достатньо чітко з динамікою грошової бази, окрім єдиного показника – зростання чистих зовнішніх активів. Завдяки цьому створюється ситуація, коли внутрішня грошова пропозиція стратегічно прив'язується до зовнішніх факторів, а тактично згладжується з допомогою рефінансування. При цьому, будь-яка акселерація тиску на резерви у бік збільшення автоматично не враховується з точки зору її переносу на рівень зростання грошової маси та інфляції, а сприймається як така, що повинна компенсуватись завдяки реальному приросту попиту на гроші, зокрема на кредитні вкладення в економіку. Фетишизація останніх з міркувань їх “позитивного” впливу на зростання ВВП призвело до того, що НБУ вийшов за межі мандату забезпечення грошової стабільності і сконцентрувався на створенні стимулів для зростання ВВП. Втім, така позиція призвела не до радикального збільшення інвестиційного кредитування, а до гіпершвидкої експансії споживання, яке, в підсумку, дестабілізувало поточний рахунок, обмежуючи приріст валютних резервів та затребуючи прискорене зростання обсягів рефінансування. З цих міркувань не випадковими виглядають збільшення вимог до банків у 2008 р. неймовірно високими темпами (табл. 7.10.), що засвідчує не стільки стимулювання внутрішнього кредитування завдяки переорієнтації на внутрішні джерела формування грошової бази, скільки – появу кризових моментів у сфері банківської ліквідності, пов'язаної з експансією попередніх періодів. Аналогічні тенденції простежуються і щодо динаміки грошової маси. Якщо до 2005 р. приріст грошової маси не суттєво випереджав приріст внутрішнього кредиту та грошової бази, то з 2005 р. починає спостерігатись тенденція до різкого розширення діапазону приросту агрегату М3 та резервних грошей. Оптимістичне сприйняття цього як прояв підвищення грошового мультиплікатора завдяки кредитній

експансії банківської системи абсолютно недоречно, оскільки така ситуація засвідчує неспроможність НБУ контролювати грошову пропозицію в економіці повною мірою. Тобто намагання хоч якось стримати грошову базу, наприклад, ув'язуючи її з приростом резервів, перетворилось на поріг рестрикційних інтенцій Національного банку. Небажання підвищувати норми резервних вимог та обмежувати банківську ліквідність пов'язуються з вищезгаданим сприйняттям кредитної експансії як такої, що сприятиме зростанню ВВП. При цьому, інфляційні наслідки прискореного зростання грошової маси практично повністю ігноруються. Зокрема, неможливо з точки зору проведення антиінфляційної політики зрозуміти, чим вмотивовані дії НБУ, коли у 2005 та 2007 роках грошовий агрегат МЗ зростає у понад 50% на рік, а у 2004 та 2006 – у понад 30%, при тому, що рівень інфляції наростає з 2003 р. (рис. 7.8.). Якщо ж подивитись на зростання грошової маси МЗ та ВВП у номінальному виразі (рис. 7.10.), то можна побачити чітку кореляцію. Синхронізація номінального зростання цих показників засвідчує тільки одне: Національний банк намагався уникнути зменшення грошової пропозиції економіці з міркувань підтримання економічного зростання, ігноруючи інфляційні наслідки такої політики. Детальніше цю ситуацію можна описати таким чином. В розумінні центробанку країни прискорення зростання номінального ВВП повинно супроводжуватись таким приростом номінальної грошової маси, щоб показник реального ВВП не зазнав негативного впливу з боку монетарної політики. Наявність певного позитивного зв'язку між реальним зростанням ВВП та зростанням реального попиту на гроші є закономірним явищем. Але воно не повинно сприйматись так, наче обмеження номінальної грошової пропозиції призведе до реального зменшення грошового попиту в масштабах, які можуть позначитись на динаміці реального ВВП. Такий алгоритм можливий в економіці з доволі низькою інфляцією, або без неї. У випадку ж, коли інфляція прогресує, орієнтація на цей стереотип помилкова. Її збереження свідчить не стільки про намагання запобігти уповільненню реального ВВП, скільки – про уповільнення обсягів банківського кредитування. Саме з цих міркувань можна пояснити відсутність реальних кроків НБУ з гальмування зростання грошового мультиплікатора в умовах наростаючої інфляції.

- від'ємні реальні процентні ставки та експансія внутрішнього кредиту і чистих запозичень банківського сектору. Факт завищення попиту

на кредити, а відтак – оманливого сприйняття обмежувальної залежності між повільнішим зростанням грошової маси та динамікою ВВП, – багато в чому спирається на від’ємні реальні процентні ставки рефінансування та ставки по депозитах. Як видно з табл. 7.10. та рис. 7.8., ставки рефінансування втратили якийсь чіткий зв’язок з рівнем інфляції. Офіційна ставка перестала бути реальною з 2003 р., а середньозважена по інструментах рефінансування – з 2006 р. Подібна тенденція простежується і щодо ставок по депозитах. В цьому випадку, приймаючи до уваги незначну роль внутрішніх активів у формуванні грошової пропозиції, можна було би уникнути питання про незначний вплив від’ємних щодо інфляції ставок НБУ на динаміку споживчих цін. Втім, перетворення ставок по депозитах на від’ємні більш небезпечні. Так, в умовах можливості хеджування ризику інфляції з допомогою практично будь-якої товарної корзини призводять до того, що отримання кредиту, номінальний вираз якого знецінюється, стає привабливішою альтернативою, ніж підтримання заощаджень у депозитах. Завдяки цьому, спостерігається надшвидке переключення майбутнього попиту (заощадження) на теперішній (кредити). Такий перерозподіл автоматично призводить до різкого зростання споживання безвідносно до якихось інших його стимулів. Завищення попиту на кредити відносно пропозиції депозитів одразу наразилось на переорієнтацію банків у сфері формування пасивів та призвело до швидкого зростання присутності капіталу нерезидентів у банківській системі України. Сприятлива глобальна фінансова кон’юнктура призвела до того, що послаблення інтересу до депозитів з боку населення завдяки від’ємним ставкам автоматично спонукало банки до збільшення зовнішніх запозичень та формування бази для кредитної експансії не з внутрішніх джерел, а з зовнішніх. Окрім проблеми доларизації (див. нижче), таке переключення призвело до того, що практично уся грошова пропозиція в Україні почала спиратись на зовнішні фактори: грошова пропозиція НБУ прив’язана до поточного рахунку та руху капіталів, а пропозиція кредитів банками – до зовнішніх запозичень. Як видно з рис. 7.10., прискорення динаміки внутрішніх кредитів, яке випередило зростання номінальної грошової маси, практично повністю кореспондує з погіршенням чистої зовнішньої позиції вітчизняних банків. Це засвідчує, що зростання грошового мультиплікатора і відповідне розширення диференціалу траєкторій поведінки грошової бази та грошового агрегату М3 забезпечується зростанням зовнішніх запозичень банківської системи. Це означає, що монетарна експансія в Україні

вислизнула з активістських дій центрального банку і стала наслідком відсутності бажання гальмувати банківську систему. Завдяки цьому, в Україні сформувалась ситуація, коли через фінансові та монетарні канали практично уся вітчизняна економіка опинилась в залежності від глобальних макрофінансових процесів.

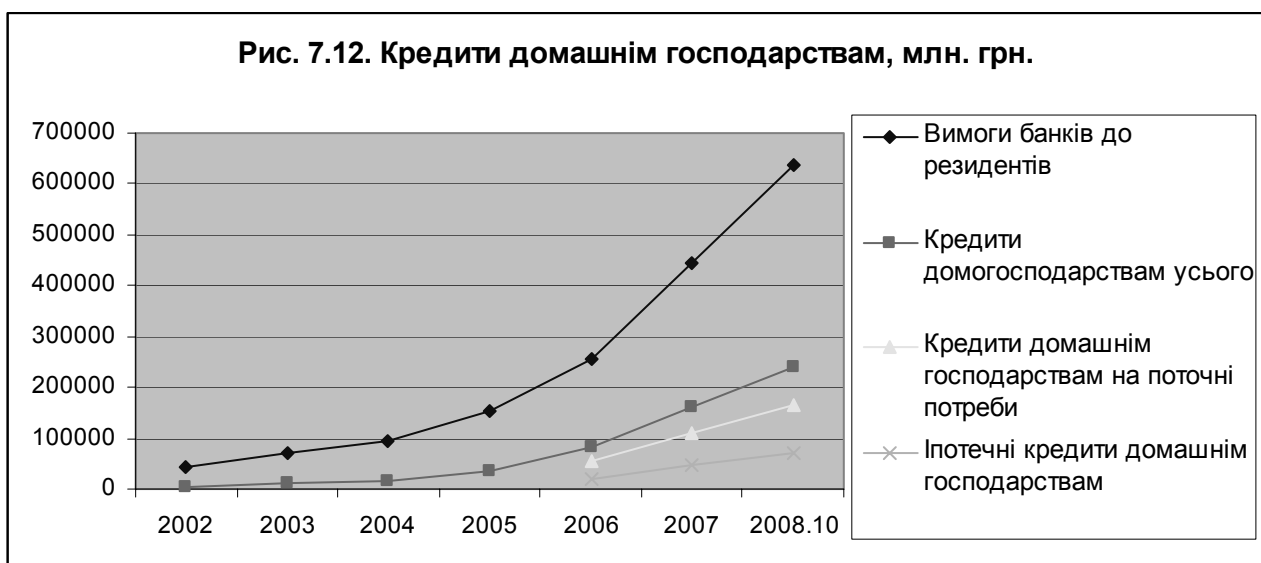
Схематично структуру монетарної експансії в Україні можна відобразити з допомогою рис. 7.11.



Рис. 7.11. Структура монетарної експансії в Україні

Зазначимо, що розгортання монетарної експансії за такою схемою було би не можливе (не приймаючи до уваги фактори глобалізації та доларизації) без специфічних феноменів, які стосуються оцінки перманентного доходу та зростання номінальної та реальної зарплати. Так, сприятлива зовнішня кон'юнктура, постійне розширення внутрішнього товарообігу в умовах розігрітої економіки створюють оманливі уявлення про траєкторію номінального та реального перманентного доходу. Ця оманливість багато в чому сформувалась завдяки тому, що вітчизняна економіка впродовж ринкової трансформації не стикалась з глибокими циклічними потрясіннями на фазі зростання. Завдяки цьому, низька база старту зростання ВВП почала сприйматись як передумова неможливості актуалізації детермінант циклічності, які мають фундаментальний, а не політичний характер. З цього випливає формування завищених очікувань перманентного доходу, які так чи

інакше сприяють випереджаючому зростанню реальної заробітної плати, порівняно зі зростанням продуктивності праці. Багато в чому випереджаюче зростання оплати праці зумовлюється не завдяки економічним процесам (відповідність між продуктивністю фактору та винагородою на нього), а завдяки сприйняттю вищої оплати праці як кращої передумови для одержання кредиту. Подібна віртуалізація процесу утворення заробітної плати починає ставати додатковим фактором завищеного перманентного доходу, який розігріває попит на кредити. Невипадково, що саме за останній час спостерігалось динамічне зростанням обсягів кредитів домогосподарствам на споживання та іпотеку (рис. 7.12.).



Побудовано за даними НБУ.

Незважаючи на те, що кредити домогосподарствам починають з 2005 р. суттєвіше відставати від внутрішніх вимог банків до резидентів, найбільша небезпека їх полягає в тому, що в більшості своїй вони безпосередньо пов'язані з акселерацією попиту на імпорту (невипадково, що прискорення обсягів споживчого кредитування з 2005 р. призвело до перетворення поточного рахунку платіжного балансу України з профіцитного на дефіцитний у 2006 р.). Це стосується як домашньої електроніки та автомобілів (поточні кредити), так і будівельних й оздоблювальних матеріалів (іпотечні кредити). В останньому випадку швидке зростання цін на нерухомість у сукупності із завищенням оцінок майбутнього перманентного доходу заохочує самовідтворення спіралі “кредити – вартість нерухомості”⁶⁹⁵.

⁶⁹⁵ Відзначимо, що існують чіткі емпіричні свідчення того, що ця спіраль стала актуальною практично для більшості розвинутих країн і особливо для країн Центрально-Східної Європи, які на тлі економічного зростання переживають бум будівництва. Див.: Global Financial Stability Report. IMF. – IMF, 2008. – Р. 1–40.

Проблема доларизації

Розвиток процесів доларизації в Україні загалом відповідає традиційній схемі, сформованій в умовах переходу від гіперінфляційної економіки до економіки, що інтегрується у глобальний фінансовий простір, тобто за принципом – від доларизації активів до доларизації пасивів. Так, гіперінфляційний досвід України та спотворення у грошовому обігу перших років незалежності породили фундаментальний зсув у бік підтримання заощаджень в іноземній валюті. З точки зору суверенітету споживача такий вибір був продиктований об'єктивними причинами, що за підґрунтя мають неспроможність національної валюти виконувати функцію збереження вартості та були засобом платежу повною мірою. Невипадково, що в багатьох випадках національну грошову одиницю використовували як розмінну монету, а більшість трансакцій реалізовувалась через посередництво долара США. Поширення останнього у сферу поточних готівкових розрахунків сягнуло апогею у 1994 р., після чого Національний банк заборонив використання іноземної валюти при поточних розрахунках та використовувати її при визначенні цін на внутрішньому ринку. Разом із поступовим зниженням інфляції долар було здебільшого витіснено зі сфери готівкових розрахунків, однак він зберіг за собою цю місію у кризові моменти, або у моменти дестабілізації та невизначеності, а також розширив свою присутність у сфері заощаджень. Запровадження євро змінило валютну структуру внутрішніх операцій. Підвищення загальної стабільності у фінансовій системі України та економічне зростання уможливило розширення банківських депозитів, однак відсутність реальної стабілізації інфляції унеможливило мінімізацію доларизованих активів.

Інтеграція вітчизняного фінансового сектору з глобальним породила поступовий перехід від доларизації активів до доларизації пасивів. Загалом цьому сприяє традиційна проблема “первісного гріха” – неможливості запозичувати у національній валюті на тривалий строк та під низькі проценти. Зростаючий попит на довгострокові внутрішні кредити заохочував прогресуючі зовнішні запозичення реального та фінансового секторів, які підкріплювались збереженням значних депозитів в іноземній валюті. Така картина склалась завдяки відсутності внутрішньої цінової стабільності, що унеможлилювало мінімізацію внутрішніх гривневих довгострокових процентних ставок та підтримання реальних щодо інфляції ставок за гривневими депозитами, помноженої на сталий валютний курс. За

практичної фіксації курсу та прогресуючої внутрішньої інфляції приваблює доларизованих активів та пасивів почала зрівнюватись з гривневими аналогами. Це яскраво підтверджують тенденції до посилення рівня доларизації вітчизняної економіки (табл. 7.11.).

Таблиця 7.11.

Частка гривневих кредитів та депозитів, %

	Частка гривневих кредитів у реальний сектор	Частка гривневих депозитів у реальному секторі	Частка гривневих кредитів домогосподарствам	Частка гривневих депозитів домогосподарств
2002	57,8	75,2	-	60,8
2003	59,97	76,2	-	59,2
2004	59,9	70,4	-	54,0
2005	61,0	72,8	-	58,4
2006	56,9	69,7	37,4	55,0
2007	58,0	75,4	36,4	61,2
10.2008	50,9	69,9	34,4	58,7

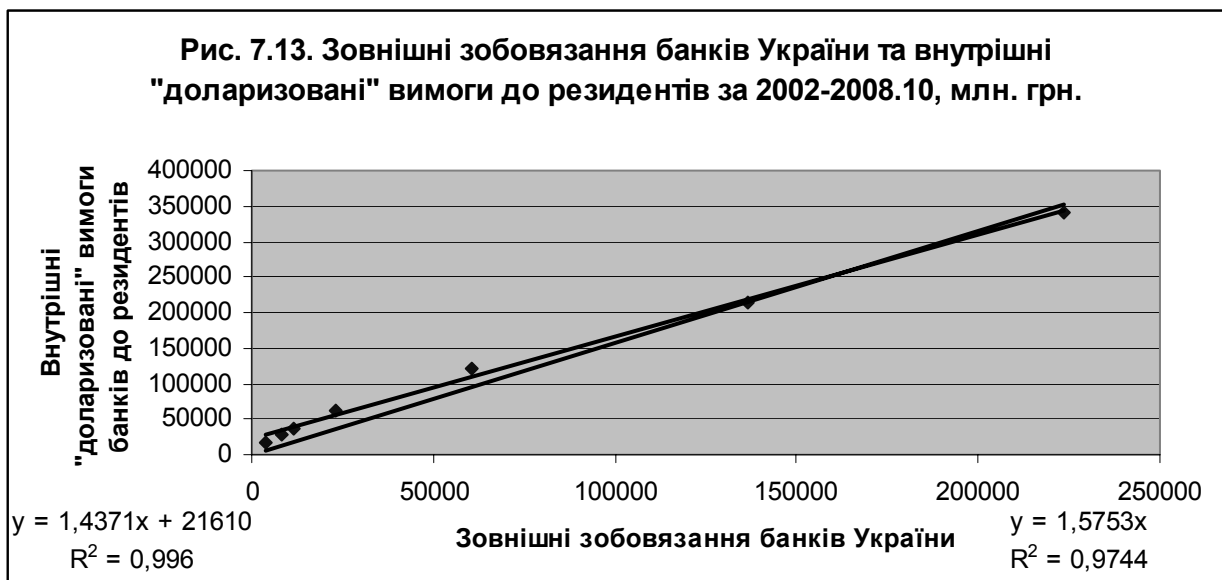
Обраховано за даними НБУ.

З табл. 7.11. чітко видно, що процеси витіснення національної валюти зі сфери фінансових трансакцій набули загрозливих масштабів. При цьому спостерігається більш прискорена доларизація пасивів, порівняно з активами. Якщо частка гривневих депозитів домогосподарств знизилась незначно, а аналогічний показник у реальному секторі відчутного знизився, то частка гривневих кредитів у реальний сектор та домогосподарствам суттєво знижується.

Зазначимо, що без посилення впливу фінансової глобалізації на економіку України така картина не змогла би реалізуватись повною мірою. Так, фінансовий сектор, запозичуючи за кордоном, може проводити експансію вимог до резидентів або у національній валюті, або у валюті запозичень. В першому випадку валютний ризик перекладається на фінансових посередників, у другому – на кінцевих позичальників. Найголовніше в цій ситуації, наскільки існує чистий передавальний ефект від збільшення зовнішнього боргу фінансового сектору щодо акселерації внутрішньої доларизації вимог до резидентів, або ж наскільки спостерігатиметься транзитивність між доларизацією пасивів фінансового сектору та доларизацією пасивів резидентів (рис. 7.13.).

Так, рис. 7.13. засвідчує наявність чіткого передвального зв'язку між збільшенням зовнішніх запозичень банківським сектором та прирощенням

доларизованих кредитів резидентам. При чому, чим менші є обсяги зовнішніх запозичень, тим більше залучають внутрішні доларизовані депозити для формування бази пропозиції доларизованих кредитів, а чим більшими стають обсяги таких запозичень, тим відчутніше зменшується інтерес банків до входження доларизованих депозитів у базу формування вимог до резидентів, деномінованих в іноземній валюті. Ця ситуація свідчить про те, що в умовах експансії глобальної ліквідності можливості для запозичень стають настільки привабливими, що вони починають потрохи витісняти внутрішні депозити. Тобто, якщо ставки за останнім визначаються відповідно до внутрішнього сприйняття ризику фінансової установи, то у випадку запозичень останніх нижчі ставки є результатом не тільки ризику фінансової установи як такої, але й ставлення до ризику глобальних інвесторів загалом та глобальних середніх норм доходності, а також спредів за інструментами країн з ринками, що виникають.



Побудовано на основі даних НБУ.

Те, що у випадку України спостерігалась тенденція витіснення внутрішніх доларизованих депозитів зовнішніми запозиченнями, підтверджується відмінними кутами нахилу ліній апроксимації простої лінійної функції та лінійної функції з перетином вісі ОХ в точці 0 (рис. 7.13.). Це характерне витіснення депозитів значною мірою може бути пояснене ефектом масштабу та зменшенням операційних витрат, що припадають на одиницю пасивів. Однак без глобального фактора, пов'язаного з експансією глобальної ліквідності, та внутрішнього, що впливає зі сталого валютного курсу та відсутності рестрикційної

політики, така закономірність була би неможливою. Дані з рис. 7.13. повністю узгоджуються з даними рис. 7.10., засвідчуючи, що монетарна експансія в Україні не просто сформувалась завдяки зовнішнім запозиченням банків, а завдяки тому, що останні практично повністю переключили свої зовнішні пасиви у базу для експансії своїх внутрішніх доларизованих активів, чим посилили доларизацію всієї економіки та підвищили її вразливість.

Стосовно проблеми вразливості, то можна побачити, що в розрізі банківського, реального сектору та сектору домогосподарств вона має асиметричний характер, що пов'язано з відмінними співвідношеннями між доларизованими активами і пасивами (табл. 7.12.).

Таблиця 7.12.

Доларизовані активи та пасиви банківського, реального сектору та сектору домогосподарств України, млн. грн.

	Банківський сектор		Реальний сектор		Сектор домогосподарств	
	Активи	Пасиви	Активи	Пасиви	Активи	Пасиви
2002	17768	3818	4164	16105	7716	-
2003	28541	8306	5690	22980	13520	-
2004	37639	11290	10182	28681	19541	-
2005	62426	23278	13855	41333	31090	-
2006	121716	60796	13856	69196	48970	51318
2007	213370	135465	19881	109341	64860	101984
10.2008	341995	223789	33777	182433	81878	156632

Примітка 1. Активи банківського сектору – це вимоги до резидентів в іноземній валюті; пасиви банківського сектору – зобов'язання перед нерезидентами в іноземній валюті; активи реального сектору – депозити в іноземній валюті; пасиви реального сектору – кредити в іноземній валюті; активи сектору домогосподарств – депозити в іноземній валюті; пасиви – кредити в іноземній валюті.

Джерело: дані НБУ.

Так, в усіх трьох випадках розрив між доларизованими активами та пасивами з часом посилюється. Однак, якщо позиція банківського сектору виглядає більш збалансованою, то позиція реального сектору та домогосподарств характеризується явним перекосом на користь домінування доларизованих пасивів. З іншого боку, в таких умовах позиція банківського сектору, навіть якщо вона і відносно збалансована за валютною структурою, не може вважатись сильною стороною, оскільки будь-які макроекономічні шоки, що передаються валютному курсу, одразу впливають на платоспроможність домогосподарств та їх можливості обслуговувати зобов'язання деноміновані у долари чи євро.

Важлива проблема, яка пов'язана з цим, полягає у тому, що в умовах прогресуючої доларизації пасивів валютний курс перестає бути

раціональним інструментом макроекономічної політики, консервуючи увесь спектр негативних процесів у монетарній політиці. Відсутність цінової стабільності вимагає підтримання принаймні сталого курсу з метою недопущення радикальної втрати глобальної конкурентоспроможності завдяки тому, що швидша внутрішня інфляція підвищує реальний ефективний курс. Втім, занижені ставки, висока зовнішня кон'юнктура та приплив капіталів заохочують зовнішні запозичення та підтримання доларизованих заощаджень. За таких обставин рух курсу вгору з метою нівелювання впливу на внутрішню інфляцію з боку зростаючих цін на первинні ресурси та притоку капіталів, хоч і послаблює інтерес до підтримання доларизованих заощаджень, але заохочує імпорт і, що найголовніше, акселерує попит на зовнішні запозичення та внутрішні доларизовані запозичення, оскільки відносна вартість їх обслуговування знижується. Рух курсу вниз прискорює внутрішню інфляцію (як за рахунок прямого передавального ефекту зміни курсу на ціни, так і завдяки зростаючим експортним можливостям, які можуть перегріти економіку), заохочує зростання обсягів доларизованих активів та підриває можливості розвитку внутрішнього споживання, породжуючи явний перекіс на користь експортоорієнтованих секторів, які не намагаються підвищувати факторну продуктивність, а паразитують на девальваційних очікуваннях.

Тут виникає проблема того, як інтерпретують економічні агенти підвищення валютного курсу. Якщо вони сприймають його як рівноважне, то уникнути зростання доларизованих зобов'язань неможливо, однак позитивним аспектом цього є розвиток фінансового сектору. Принципово важливим елементом такої схеми є зростання внутрішніх інвестицій та підвищення продуктивності праці. Якщо акселерація доларизованих зобов'язань супроводжується розвитком фінансового сектору, який заохочує внутрішні інвестиції та зростання факторної продуктивності, то економіка може відносно довго функціонувати без ризику фінансової вразливості. Але у випадку, коли збільшення доларизованих зобов'язань не супроводжується внутрішніми інвестиціями і зростанням продуктивності, економіка опиняється в стані перманентного ризику валютно-фінансової дестабілізації. Якщо ж економічні агенти сприймають його як таке, що погіршуватиме платіжний баланс у майбутньому, то це може тільки заохотити прискорений внутрішній попит на іноземну валюту задля доларизації заощаджень. В таких умовах транспарентність центрального банку відіграє важливу роль щодо пояснення поточної політики, однак не менш важливу роль відіграє розширення макроекономічної моделі національної економіки завдяки врахуванню глобальних факторів впливу на неї та міжчасових змін у

макроекономічних трендах відповідно до зрушень у фінансовому секторі. Якщо на ці вимоги накласти проблему політичного бізнес-циклу та невчасної реакції НБУ на зміни платіжного балансу, відсутність політики цінової стабільності та брак внутрішніх інвестицій, зорієнтованих на прискорене зростання продуктивності праці, то затяжна орієнтація монетарної політики на валютний курс призвела до ситуації, коли зміни у глобальному оточенні вітчизняної економіки одразу призвели до глибокої внутрішньої кризи.

Вплив глобалізації на макрофінансові процеси в Україні: монетарна політика та фінансова криза

Розвиток монетарних процесів в Україні, як і в решті країн з ринками, що виникають, в яких має місце суперечлива макроекономічна політика, продемонстрував: позитивні впливи глобалізації на економіку послаблюються, або взагалі відсутні, а негативні посилюються мірою зростання рівня фінансової та торговельної відкритості. Так, якщо на більшість країн Центрально-Східної Європи вплив глобалізації починає простежуватись у зниженні рівня інфляції⁶⁹⁶, зокрема, у підвищенні ролі монетарної політики цінової стабільності у створенні сприятливого підґрунтя для довгострокового економічного зростання⁶⁹⁷, то у вітчизняних умовах вплив глобалізації на дезінфляцію практично відсутній, або суттєво обмежений завдяки значному значенню ролі валютного курсу у внутрішньому ціноутворенні. Останнє характерно і для багатьох країн нових членів ЄС, однак в умовах політики цінової стабільності послаблення передавального ефекту зміни курсу на ціни суттєво вивільняє рішення центрального банку з обмежень, пов'язаних з рухом валютного курсу. Зазначимо, що режим валютного курсу заклав розмежувальну лінію між країнами-новими членами ЄС з точки зору можливості контролювати інфляцію та, взагалі, виконувати Маастрихтські критерії.

Наприклад, країни з плаваючим курсом – Польща, Чехія, Угорщина, Словаччина, Словенія тощо – мають набагато кращий інфляційний результат з точки зору того, який вважається нормативним у рамках програми конвергенції. При цьому, надзвичайно характерний приклад країн Балтії, в яких затяжна орієнтація на фіксований курс спочатку уможливила доволі швидке наближення до виконання монетарних критеріїв євроконвергенції, однак в умовах експансії глобальної ліквідності та низьких процентних ставок призвела до радикального прискорення інфляції, що відкинуло дані країни від можливості

⁶⁹⁶ Allard C. Inflation in Poland: How Much Can Globalization Explain? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/41. – P. 3–21.

⁶⁹⁷ Детальніше про це див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 363–426.

запровадження євро в найближчий час (наприклад, Естонія ще на початку 2000-х років вважалась рекордсменом із наближення до вступу в зону євро), погіршуючи їхні платіжні баланси та наражаючи на серйозну вразливість перед зовнішніми шоками. По-суті, в умовах експансії глобальної ліквідності фіксований курс стає прямим каналом акселерації внутрішнього споживання, що погіршує платіжний баланс та загрожує макрофінансовою нестабільністю. Третій варіант – орієнтація на сталий курс сировинних експортерів. Така закономірність властива Росії, яка в умовах прискороного зростання вартості енергоносіїв зіткнулась з проблемою неспроможності забезпечення стабільності цін, чим відкрила шлях для внутрішньої доларизації та значних зовнішніх запозичень реального та фінансового секторів. Зміна режиму валютного курсу у 2007 р. та плавна ревальвація (до початку кризи) в сукупності зі спробою запровадити повну конвертованість рубля продемонстрували поєднання бажання обмежити зростання споживчих цін та підвищити роль російської грошової одиниці в глобальних фінансових процесах.

Щодо України, то можна констатувати наявність одразу балтійського та російського паттернів у реалізації монетарної політики. В першому випадку, це підтримання сталого курсу, в другому – залежність від сировинного експорту в сукупності із прискороною внутрішньою інфляцією. Спільним є перегрів споживання завдяки припливу капіталів та значним зовнішнім запозиченням, які в сукупності породили оманливе уявлення про зростання добробуту та фінансову стабільність. З більш концептуальної точки зору можна констатувати, що сталі валютні курси, як і в часи Азійської кризи, виявились слабким місцем перетину площин монетарної політики та фінансової глобалізації. Так, рівень фінансової інтеграції в умовах експансії глобальної ліквідності продемонстрував домінування глобально-центричних джерел стимулювання попиту, порівняно з національно-центричними. Роль фінансового сектору та валютного курсу в таких умовах неможлива. Значний приплив капіталів, продиктований появою можливостей для отримання вищого доходу в економіках країн з ринками, що виникають, багато в чому спирався на легкий доступ до фінансування та перестраховування ризиків. З іншого боку, зростаючі глобальні ринки створювали сприятливе підґрунтя для попиту на новий капітал в середині таких країн, тим самим штовхаючи їх на значні запозичення під доволі низькі проценти, які у вітчизняній валюті опосередковано гарантувались сталим валютним курсом. Завдяки цьому, і приплив капіталу, і зовнішні запозичення, і нові можливості для експорту набагато більше спираються на глобальні фактори, ніж на внутрішню макроекономічну панораму. Сформувався ситуація, коли за створенням з

боку глобального фінансового сектору передумов для реального зростання почала приховуватись картина перегріву економіки та надспоживання, при тому, що прискорення інфляції вже практично перестало розглядатись як ризик майбутньої фінансової дестабілізації у контексті полегшеного доступу до глобальних капіталів. Відсутність жорсткої монетарної політики продемонструвала, наскільки експансія глобальної ліквідності призводить до підвищення вразливості національного фінансового сектору при тому, що можливості для рестрикційної політики суттєво звужувались завдяки припливу капіталу та зовнішнім запозиченням, які діяли як екзогенні фактори внутрішньої експансії сукупного попиту. Саме в такому ракурсі сформувався вплив глобалізації на вітчизняну монетарну політику, який, в підсумку, визначив практично хрестоматійне протікання кризових процесів в умовах глобального обвалу. Схематично вплив глобальних макрофінансових процесів на монетарну політику зображає рис. 7.14.



Рис. 7.14. Глобально-центричні макрофінансові процеси: вплив на монетарну політику України

Алгоритм, представлений на рис. 7.14., автоматично стає основою формування практично усіх відомих економічній науці каналів впливу кризових процесів на економіку України, які згруповані у табл. 7.13.

Таблиця 7.13.

Складові кризового впливу глобального стресу на економіку України в розрізі типологічних ознак

Типологічна ознака кризи	Характерний прояв в економіці України
Валютна криза першого покоління (канонічна модель Кругмана)	Цей тип кризи пов'язується з експансивною макроекономічною політикою, яка приводить платіжний баланс у нерівноважний стан, наслідком чого є девальвація. У випадку України такий алгоритм певною мірою актуальний, оскільки відображає те, як відсутність стримання експансії сукупного попиту, індукованого банківським кредитуванням та роздмухуванням фінансової бульбашки призводить до погіршення платіжного балансу навіть в умовах високої кон'юнктури експортних ринків. Невипадково, що погіршення платіжного балансу синхронізовано з часом прискорення внутрішнього кредиту та погіршенням чистої зовнішньої позиції банківської системи. Плавна девальвація гривні в серпні-вересні 2008 р. завершилась стрімким обвалом у жовтні-грудні.
Валютна криза, пов'язана із надмірною заборгованістю приватного сектору	Тут в основі кризи є неспроможність приватного сектору розраховуватись за зовнішніми зобов'язаннями, як з точки зору їх обсягів, так і з точки зору нестачі валюти всередині країни. Цей тип кризи цілком вірогідний для України, хоча не актуалізувався повною мірою на початок 2009 р., оскільки заборгованість приватного сектору сягає 100 млрд. дол. США, що в умовах обвалу валютного курсу, падіння глобального попиту та внутрішнього економічного спаду загрожує реальним погіршенням стану фінансової системи та валютного ринку.
Криза, пов'язана з шоками умов торгівлі, або класична криза сировинної економіки, що розвивається	Алгоритм кризи сировинної економіки доволі простий: висока кон'юнктура призводить до внутрішнього перегріву економіки, а її погіршення призводить до обвалу не тільки у експортному секторі, але і в решті галузей. Сюди можна додати, що шоківі зміни умов торгівлі пов'язані не тільки з падінням цін на експортну продукцію, але й зі зростанням на імпортну. У випадку України криза характеризується обвалом цін на первинні ресурси, поведінка яких щільно прив'язана до глобальних монетарних умов. Відповідно, падіння цін та замовлень на продукцію сировинного експорту України одразу призвело до різкого падіння валютних надходжень та падіння курсу гривні, згортання внутрішнього попиту та кризи в суміжних секторах, зокрема в тих, які були постачальниками благ, що купувалися за високі доходи від експортних надходжень (наприклад, будівництво).
Криза "раптова зупинка"	Описуючи раптове погіршення макрофінансової ситуації в країні внаслідок зупинки припливу капіталів чи їх реверсу, ця модель практично повністю відповідає емпіричним даним по Україні. Кінець літа 2008 р. охарактеризувався зупинкою припливу капіталів ззовні, а згодом він почав покидати вітчизняну економіку. Невипадково, що у такий спосіб різко обвалився індекс ПФТС, ціни на активи та валютний курс. В останньому випадку, відсутність припливу капіталів призвела до того, що фінансування роздмуханого дефіциту поточного рахунку було нічим фінансувати.

Криза фінансової крихкості, що пов'язана із доларизацією пасивів	Алгоритм кризи відображає, що в умовах неспівпадіння валютної структури активів та пасивів у фінансовому та реальному секторах зміни валютного курсу одразу погіршують ситуацію в кожному з них. У випадку України доларизація прогресувала разом з макрофінансовою експансією і виступила своєрідним каналом просування останньої. Невипадково, що обвал курсу гривні практично одразу паралізував внутрішні платежі по доларизованих зобов'язаннях, погіршуючи фінансовий стан банків, а останні, у свою чергу, опинились у ситуації радикального погіршення спроможностей обслуговувати свої зовнішні зобов'язання, незважаючи на те, що їхня структура доларизованих активів та пасивів краща, ніж в реальному секторі та у домогосподарств. В останньому випадку, девальвація призвела до того, що намагання розраховувати по зобов'язаннях зі зростаючою номінальною вартістю у вітчизняній валюті практично повністю паралізує внутрішній попит та унеможливило акцентування на ньому як на варіанті виходу з кризи. Це особливо погіршує сутіцію, оскільки орієнтація на зовнішній попит також неможлива через глобальне стиснення попиту у світі.
Кейнсіанська криза, пов'язана зі зниженням рівня фінансового лівереджу	Така криза описана в ранніх роботах Кейнса, зміст якої зводиться до того, що різке обмеження доступу до внутрішнього кредиту внаслідок фінансової кризи стискає внутрішнє споживання та інвестиції, уповільнюючи вихід зі скрутного становища. Це випадок, коли зміна відносних цін не розчищає ринки, учасники яких потребують фінансування, а не зміни рівноважних цін. Цей випадок частково актуальний для України, оскільки обмеження доступу до кредиту в умовах кризи різко погіршує потенціал виходу з неї.
Австрійський тип кризи	Цей тип описує ситуацію з надмірним кредитуванням в умовах занижених реальних процентних ставок, внаслідок чого погіршується якість кредитів та алокаційна ефективність економіки. Оскільки в економіці України експансія сукупного попиту спиралась на внутрішній кредит, через що простежується певна синхронність між експансією глобальною ліквідності та експансією внутрішніх фінансових вимог та зовнішніх зобов'язань, можна стверджувати, що елементи австрійського типу кризи також присутні. Невипадково, що вже у 2008 р. рівні рефінансування комерційних банків з боку НБУ різко зросли, збільшилась кількість проблемних банків, вирости обсяги "поганого" кредитного портфеля. Це означає, що впродовж періоду зростаючої економіки надмірна ліквідність заохочувала банки розширювати кредитування безвідносно до якості кредитів, внаслідок чого алокаційна доцільність багатьох з них виявилась сумнівною. Кризова ситуація в окремих банках та масштабні вливання НБУ у банківську систему України підтверджують це. Іншим аспектом підтвердження цього є те, що НБУ практично не перешкодив валютним спекуляціям в умовах обвалу гривні, даючи можливість банкам провести рекапіталізацію за рахунок економіки.

Поведінка Національного банку в кризових умовах продемонструвала, з одного боку, обмеженість його можливостей запобігти розгортанню кризового сценарію. Він фактично був неминучий, приймаючи до уваги конфігурацію зв'язку між глобальною економікою і національною. Достатньо було будь-якої зміни однієї зі складових глобальної стабільності, щоб похитнути економіку України, переобтяжену залежністю від сировинного експорту, зовнішніх приватних запозичень та доларизації. Приймаючи до уваги падіння цін на первинні ресурси,

девальвація гривні є рівноважним процесом, однак її масштаби явно не відображають об'єктивні умови і, враховуючи рівень доларизації, руйнують фінансовий сектор та внутрішній споживчий ринок.

З іншого боку, зупинка девальвації на рівні 6–6,5 грн. за долар США дозволила би уникнути різкого погіршення стану у фінансовому секторі та в секторі домогосподарств. Так, в умовах падіння курсу оголошення про перехід на плаваючий режим виглядає сумнівним та невмотивованим з тієї простої причини, що ніякого плавання не відбувається, коли усі учасники ринку грають проти національної валюти. Аналогічно, якщо курс оголошується плаваючим, то логічно припустити, що отримання екстреного кредиту від МВФ зайве. За таких обставин можна побачити, що насправді Національний банк не дотримався ідеології плаваючого курсу, а запозичення в МВФ потрібні, насамперед для того, щоб з валютних резервів сформувати буфер для фінансування обслуговування банками своїх зовнішніх зобов'язань. Невипадково, що, незважаючи на постійне розширення списку країн, які постраждали від глобальної фінансової кризи і потребують фінансування з боку Міжнародного валютного фонду, Україна лідирує за обсягом антикризового пакету. Так, згідно з даними МВФ, Україні виділено 16,4 млрд. дол. США, Угорщині – 15,4 млрд. дол., Ісландії – 2,1 млрд. дол., Пакистану – 7,6 млрд. дол., Латвії – 2,1 млрд. євро, Сербії – 402,5 млн. євро, Сальвадору – 800 млн. дол., Вірменії – 528 млн. дол., Білорусі – 252 млн. дол. США⁶⁹⁸.

Це ще раз підтверджує, що плаваючий режим потрібен був тоді, коли економіка України перегрівалась внаслідок експортних надходжень та надмірного позичання приватним сектором. НБУ обрав інфляційну комбінацію пом'якшення кризи. Замість того, щоб обмежити падіння гривні та призупинити рефінансування (обидва кроки діють як антиінфляційні), центральний банк дав змогу падіння гривні, а погіршення фінансового стану банків почав компенсувати за рахунок рефінансування (обидва кроки проінфляційні). Ризиковість першого варіанту також впливає з того, що така комбінація не стримує, а заохочує валютні спекуляції. Завдяки таким діям складається ситуація

⁶⁹⁸ У випадку Латвії пакет допомоги не обмежується тільки коштами МВФ завдяки тому, що ЄС виділив близько 1 млрд. євро на реформування латвійської економіки. Так само Білорусь звернулася за допомогою до Росії щодо виділення 2 млрд. дол. США на боротьбу з кризою (до кінця 2008 року вже перераховано 1 млрд.). Окрім цього, Білорусь запропонувала Росії виділити 100 млрд. рублів кредиту в обмін на перехід на двосторонні розрахунки в рублях. Останнє є опосередкованим свідченням глибокої кризи платіжного балансу білоруської економіки.

катастрофічного перекосу в усій системі відносних цін. Так, різновекторність руху цін пов'язана з їх неоднорідністю:

- ціни, прив'язані до доларового еквівалента, різко рухаються вгору, ігноруючи реальний платоспроможний попит;
- ціни, які орієнтуються на ціни, прив'язані до долара, рухаються вгору відповідно до ефекту доходу;
- ціни, які би рухались вгору, однак на них починає діяти обмежувальний вплив падіння внутрішнього попиту тощо.

Окрім цього, на дані групи цін по-різному діють фактори попиту та пропозиції, враховуючи відмінності в рівнях еластичності по попиту. Внаслідок цього, процес виходу з кризи супроводжуватиметься дуже значними ціновими корекціями, які спотворюватимуть репрезентативну значимість індексу інфляції, подаючи монетарним органам неадекватну картину.

Орієнтири на майбутнє

В ситуації, що склалась, не існує стандартних рекомендацій та пропозицій щодо побудови моделі монетарної політики, консистентної із забезпеченням фінансової стабільності в нових глобальних умовах. Зокрема, потребують чіткого розмежування дії антикризового періоду та дії, що сфокусовані на довгострокові структурні зміни в монетарній політиці. В останньому випадку, ми вже пропонували та обґрунтовували основні орієнтири змін у монетарній політиці України та інституціональному каркасі НБУ, спрямовані на послаблення вразливості національної економіки до євроінтеграційного шоку⁶⁹⁹. Втім, відсутність реального прогресу у сфері реформування макроекономічної політики вимагає знову повернутись до рекомендацій, які вже на сьогодні можуть вважатись традиційними, однак з уточненнями.

В антикризовому контексті потребує першочергового вирішення питання створення монетарних умов для гальмування інфляції. Ймовірно падіння індексу цін спостерігатиметься внаслідок обвалу внутрішнього попиту, а не дій центробанку. В цих умовах не можна допустити, щоб уповільнення інфляції сприйнялось як підстава для збільшення грошової пропозиції. Природно, що ситуація із погіршенням фінансового стану банків потребує раціоналізації системи рефінансування та посилення

⁶⁹⁹ Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 426–435.

ринкових та транспарентних процедур розширення внутрішніх активів НБУ. В умовах падіння надходження експортної виручки та ще не скорого відновлення припливу капіталів, в Україні формуватиметься чи не вперше ситуація із підвищенням значення внутрішніх активів НБУ у формуванні монетарного клімату в країні. Такі дії потрібно підкріплювати подальшим підвищенням гнучкості валютного курсу та процентної ставки. Канал процентних ставок у системі механізму монетарної трансмісії не буде працювати доти, доки підтримання сталого курсу та збільшення резервів заохочуватимуть зовнішні запозичення та доларизацію. Уповільнення темпів зростання резервів у сукупності з посиленням ролі процентної ставки повинно створити сприятливу основу для подальшого переходу на справжнє плавання валютного курсу, що дасть змогу уникнути фетишизації ролі валютних резервів у системі макрофінансової стабільності та послабити залежність внутрішньої грошової пропозиції від екзогенних факторів. У рамках підвищення гнучкості валютного курсу необхідно переглянути прив'язку до долара та переорієнтуватись на євро. Останнє особливо важливо для синхронізації економічних процесів з ЄС, а також, приймаючи до уваги перспективи єдиної європейської валюти у сфері конкуренції з долларом США, забезпечити імпорту конкурентного тиску на національну економіку, без якого реальна структурна перебудова виглядає якщо не нездійсненною, то, принаймні, зайвою для економічних агентів.

У довгостроковому періоді монетарна політика повинна перейти в режим таргетування інфляції, однак з поправкою на перегляд базової структури економіки. В основу такого перегляду повинні бути покладені такі елементи:

- плавний вихід на підтримання цінової стабільності в межах рівня інфляції, прийнятого з точки зору маастрихтських критеріїв, повинен супроводжуватись постійним моніторингом поведінки таких індикаторів як внутрішній кредит, капіталізація фінансового ринку, приплив капіталів, ціни активів, зокрема нерухомості. Така пильна увага до фінансових показників повинна продемонструвати, що макромодель країни враховує міжчасові проблеми та різного роду ефекти доходу, які пов'язуються із вірогідним ендогенним розкручуванням спіралі фінансових дисбалансів у середовищі низької інфляції. Невипадково, що підвищення гнучкості процентних ставок повинно виконати роль стабілізатора внутрішніх макрофінансових процесів таким чином, щоб питання про альтернативність між ціновою та фінансовою стабільністю не стояло. Це

означає, що центробанк повинен спиратись на повну картину цін в економіці, зокрема і фінансових, внаслідок чого тенденції у сфері сукупного попиту не будуть оцінюватись тільки в межах сприйняття макроекономічної стабільності в категоріях поведінки інфляції та ВВП;

- рівень доларизації економіки повинен бути знижений. Звичайно не існує прийняттого емпіричного критерію, до якого саме повинен бути знижений такий рівень, враховуючи об'єктивність доларизації та її ендогенний зв'язок з глобалізацією. Втім, основний орієнтир дедоларизації повинен спиратись на припущення про такий рівень доларизації, за якого зміни валютного курсу чи інших інструментів макрополітики не будуть змінювати стан добробуту економічних агентів таким чином, щоб це породжувало реальні макроекономічні наслідки у сфері споживання, заощаджень та інвестицій. Окрім перетворення показника доларизації в критерій ефективності політики, сама доларизація як явище повинно розглядатись як складова інтерпретації специфіки функціонування механізму монетарної трансмісії;

- моніторинг глобальних макрофінансових процесів повинен стати фундаментальним елементом національної монетарної політики. Тобто макромоделю монетарної політики повинна бути розширена завдяки введенню параметрів, які стосуються поведінки глобальних змінних реального, фінансового та монетарного секторів. Так, аналіз ВВП-розриву повинен спиратись на дослідження у сфері глобальних змін у попиті та пропозиції на продукцію, яка займає найбільше значення в структурі експорту та імпорту України. Шоки умов торгівлі повинні виявлятися та прогнозуватися, спираючись на принципи лагових зв'язків між змінами стану глобальної ліквідності та ситуації на ринках первинних ресурсів. Монетарні змінні повинні ідентифікуватися як такі, що мають прямий вплив на експансію потоків капіталу, запозичень та поведінку спредів і рейтингів. Без врахування цього динаміка внутрішнього кредиту завжди сприйматиметься як така, що ув'язується з потребою економіки у грошах, безвідносно до того, які за цим стоять фактори – номінальні чи реальні;

- монетарна політика повинна враховувати відхилення глобального природного стану завантаження виробничих потужностей від фактичного. Врахування високої еластичності реакції цін первинних ресурсів на зміни глобального попиту повинно швидко передаватися внутрішній процентній політиці з метою недопущення флуктуацій у сфері цінової стабільності, що пов'язуються з глобальним ВВП-розривом та нейтральністю монетарної політики глобального рівня;

• на особливу увагу заслуговує моніторинг поведінки долар-євро, оскільки він відображає потенціал валютно-курсних впливів на сукупну пропозицію національної економіки з точки зору її зв'язків з конкуруючими валютними блоками. Зростання значення країн BRICK у глобальній економіці не повинно сприйматись як основна складова зовнішніх орієнтирів економічного розвитку з відповідним збереженням статусу кво долара США як валюти прив'язки. Як би не змінювалось значення провідних країн з ринками, що виникають, в глобальній економіці, орієнтація тільки на їхні ринки як на найбільш динамічні загрожує перманентною повзучою інфляцією і погіршенням умов для структурної трансформації на інноваційно-інвестиційних засадах. З цих міркувань, орієнтація на зону євро як на важливіший компонент двосторонніх зв'язків вітчизняної економіки з зовнішнім світом виконає одразу подвійну місію – привнеситиме інтенції до проведення політики цінової стабільності та заохочуватиме імпорт конкурентного тиску, що, в сукупності із внутрішніми структурними реформами, повинні стати основою для модернізації економіки України та підвищення її глобальної конкурентоспроможності.

Фактором, що ув'язуватиме коротко- та довгострокові системні зміни в монетарній політиці, є трансформація інституціонального статусу НБУ. Окрім формальної інтерпретації цінової стабільності як імперативу мандату центробанку країни, що прагне входження в ЄС, перехід до реалізації монетарної політики на засадах підтримання стабільності цін є не просто важливим макроекономічним зламом, а, перш за все, критеріальною ознакою рівня незалежності монетарного органу та ступеня його політичної відповідальності. Без визнання необхідності такого кроку завжди існуватимуть політичні інсинуації та можливості довільної інтерпретації чинного основного завдання НБУ, яке в умовах практично повного набору політичних конфігурацій породжують проблему як тиску на Нацбанк, так і його безвідповідальність. Це означає, що результати його діяльності вислизують з поля зору звичної для розвинутих країн системи критеріїв оцінки ефективності монетарної політики, нав'язуючи неефективну модель торгів щодо інтерпретації дій центробанку країни у політичних компромісах чи політичній боротьбі. Як тільки такі інтерпретації перетворюються на складові внутріполітичних домовленостей, інституціональний фундамент ефективної монетарної політики одразу руйнується, внаслідок чого суспільство позбавляється

Парето-нейтрального монетарного органу, покликаного на основі реалізації політики цінової стабільності гарантувати перебування монетарних рішень за межами перерозподільчих конфліктів.

Принципово важливий елемент політико-інституціонального процесу підвищення рівня незалежності і відповідальності НБУ – євроінтеграційний фактор. Це означає, що орієнтація на вимоги ЄС-ЄЦБ як в експліцитному, так і в імпліцитному режимі повинні стати основою джерел формування консенсусу щодо зміни мандату НБ. Інакше, двоступенева модель призначення та звільнення Голови НБУ та сумнівна економічна ефективність діяльності Ради НБУ перманентно породжуватимуть проблему адекватності діяльності вітчизняного центрального банку не відповідно до політичних поглядів на економічні проблеми та способи їх вирішення, а відповідно до безстроково діючого принципу, з-поміж різних варіацій щодо його змісту найбільш транспарентним та реально впливаючим на добробут кожного громадянина залишається цінова стабільність. Приймаючи до уваги посилення глобально-центричних та макрофінансових джерел нестабільності, цінова стабільність повинна бути включеною в контексті розширеної макромоделі економіки країни, зорієнтованої на євроінтеграцію як фундаментальну основу підвищення глобальної конкурентоспроможності.

ВИСНОВКИ

Проблема зв'язку між монетарною політикою та фінансовою стабільністю завжди перебувала в центрі уваги наукових досліджень з огляду на принципову структурну взаємообумовленість макроекономічних наслідків діяльності центробанків та ситуації у фінансовому секторі. Глобалізація підвищує значення цієї проблеми в спектрі пріоритетів економічної науки. Спостерігаються глобальні, наскрізно діючі тенденції радикальної трансформації глобальної фінансової системи, якісні позитивні зміни у монетарній політиці на національному рівні, інституціональна модернізація центральних банків. Однак залишається структурний розрив між макрофінансовими процесами глобального рівня, що породжують фундаментальні ризики для глобальної фінансової стабільності, та процесами якісних позитивних зрушень у монетарній політиці на національному рівні. Завдяки цьому відносно ефективна монетарна політика, в національно-центричному розумінні, не стикається із загрозливими процесами у сфері глобальних монетарних взаємин у глобально-центричному розумінні. З цього випливає, що забезпечення глобальної фінансової стабільності потребує перегляду базових засад побудови моделі монетарної політики для глобальної економіки.

Історично монетарні ризики фінансової нестабільності пов'язуються з неадекватною політикою центральних банків у сфері грошової пропозиції. Національний монетарний режим, починаючи з епохи золотого стандарту, був складовою чинного міжнародного валютного устрою, завдяки чому фінансові дестабілізації пов'язуються з відходами від "правил гри". Це особливо рельєфно простежується на прикладі банківських криз наприкінці ХІХ ст., макроекономічної нестабільності у країнах периферії, у міжвоєнний період, коли функціонування золотого стандарту було порушено, а відновлення його принципів набуло асиметричного характеру як впродовж окремих періодів часу, так і в розрізі країн. Бретон-вудська система, будучи компромісом, а не «природним феноменом», зберігала елементи контролю за дестабілізуючими процесами експансії ліквідності тільки в контексті розмінності долара США на золото, завдяки чому глобальна фінансова нестабільність одразу перетворилась на похідну монетарних взаємин між США та рештою світу та суперечливих рис реалізації монетарної політики

кейнсіанської доби. Перехід на плаваючі курси та реформи монетарної політики в напрямку забезпечення грошової стабільності заклали фундамент для посилення значення національно-центричного погляду на глобальну фінансову стабільність, коли успіх у проведенні макроекономічної політики на рівні окремої країни почав розглядатись як найпростіший шлях до фінансової стабільності у світі.

За останні 20 років спостерігається радикальне оновлення монетарного ландшафту глобальної економіки. Найхарактернішими рисами цього процесу можна назвати: дезінфляцію; оновлення макроекономічних зв'язків між інфляцією та іншими параметрами в контексті цінової стабільності; перехід центробанків до реалізації мандату цінової стабільності; здобуття довіри монетарними органами; підвищення незалежності центральних банків; становлення та поширення неокласичних засад реалізації монетарної політики в рамках експліцитного та імпліцитного таргетування інфляції, завдяки якому отримується широка палітра можливих варіантів імплементації політики цінової стабільності з урахуванням гнучкої реакції на ті чи інші шоки. Так, дезінфляція торкнулась практично усіх регіонів світу; вслід за розвинутими країнами поширення принципу цінової стабільності торкається країн з ринками, що виникають. При цьому, змінюється щільність розподілу рівнів інфляції у світі. Простежується потужна тенденція до “перетікання” значної кількості країн у діапазони низької та помірної інфляції. Завдяки цьому, руйнується функція нормального розподілу рівнів інфляції в світі, яка була притаманна 1970-м рокам. Функція розподілу стає спадаючою, засвідчуючи, що переважна більшість країн світу спроможні підтримувати цінову стабільність, внаслідок чого географія низької і стабільної інфляції розширюється, стаючи прикметною рисою глобалізованого світу. Зниження інфляції супроводжується зниженням рівня її варіації. Поряд з цим спостерігається послаблення коливань ВВП та зниження щільності зв'язку між інфляцією та діловим циклом, між коливаннями валютного курсу та інфляцією тощо. Зазначені тенденції говорять про те, що монетарна політика здійснюється у якісно новому контексті, який відображає спроможність інституціонального, а не механічного через золото, забезпечення цінової стабільності.

Поряд із розвитком процесів глобалізації спостерігається глобально значиме підвищення рівня незалежності центральних банків. Так, перша хвиля реформ центробанків пов'язується із намаганнями покращити

макроекономічну ситуацію та наслідувати позитивний досвід євроінтеграції. Однак, надалі інтеграція з глобальними ринками капіталу стає дедалі більш відчутною передумовою необхідності подальшої модернізації центральних банків на засадах незалежності, транспарентності та відповідальності. Ця закономірність пов'язується з тим величезним значенням, яке має ефективна монетарна політика та центробанк, що користується довірою, для запобігання валютно-фінансовим дестабілізаціям, походження яких коріниться у високому рівні мобільності капіталів та коливань валютних курсів. Подальші реформи центробанків здебільшого відображають вузькоспецифічні інтеграційні вимоги до інституціонального каркасу монетарної політики, однак вони чітко зорієнтовані на ще вищий рівень незалежності та відповідальності. Завдяки цьому спостерігається доповнення національно-центричних монетарних передумов фінансової стабільності інституціональними параметрами, які перетворюють мандат цінової стабільності на юстиабельну форму жорстких антиінфляційних пріоритетів.

Становлення та поширення неокласичної моделі монетарної політики також відіграє тут позитивну роль, оскільки відбувається суміщення інституціонально закріпленого мандату центробанку та операційної структури його політики. Завдяки цьому еволюція центральних банків продемонструвала тенденцію до ув'язування фінансової стабільності з надійною монетарною політикою. Втім, завдяки трансформаційним процесам у сфері глобальної фінансової системи та монетарних взаємин глобального рівня таких позитивних зрушень виявилось замало для забезпечення фінансової стабільності у глобальному вимірі, або ж, навпаки, такі позитивні зрушення виявились своєрідним оптимістичним самозаспокоєнням. Саме тут означились передумови для поглиблення розриву між національно-центричною ефективністю та примноженням ризиків глобальної макрофінансової нестабільності, на які неможливо адекватно відреагувати залишаючись тільки в рамках традиційного погляду на центральний банк та монетарну політику як продовження національного суверенітету.

Вплив глобалізації на інфляційні процеси виявився предметом для жвавих дискусій серед економістів, оскільки значимі для макрофінансових процесів тенденції у сфері цінової стабільності повинні бути чітко зрозумілі з точки зору етимології. Інакше, перебування на прокейнсіанських засадах може наразити глобальну економіку на

небезпеку боротьби зі зниженням інфляції, внаслідок чого гіпертрофія ліквідності призведе до фінансової нестабільності, а сприйняття дезінфляції як механічного продовження глобалізації може зруйнувати інтенції центробанків проводити жорстку антиінфляційну політику, що загрожує як проблемою інфляційних сплесків, так і фінансовими дестабілізаціями. Потрібно визнати, що глобалізація і пов'язані з нею позитивні зрушення у сфері продуктивності виробничих факторів повинні розглядатись як чинники рівноважної дезінфляції, що підкріплюється відповідними зрушеннями у монетарній політиці щодо реалізації мандату цінової стабільності.

Водночас, глобалізація породжує суперечливий вплив на інфляційні процеси. Щодо дезінфляції, то вплив глобалізації на покращення ситуації у сфері підтримання цінової стабільності пов'язується з наявністю каналів: зміни спонукальних умов політики; глобальної торговельної інтеграції; глобальної конкуренції та структурних зрушень; ринку праці; глобальних кондицій попиту. Зміна спонукальних умов політики пов'язується з підвищенням відкритості, зростаючою значимістю макростабільності для приваблення інвестицій, ефектом дисципліни, підвищенням нейтральності монетарної політики, послабленням зв'язку між інфляцією та діловим циклом. Однак, потрібно констатувати, що глобалізація не механічно забезпечує зниження інфляції, що видно на прикладі відмінного характеру зв'язків між інфляцією та безробіттям на прикладі поділу розвинутих країн на великі економіки та малі. Останні схильні більш жорстко реагувати на інфляцію незалежно від рівня безробіття, тоді як перші – м'якше, що, втім, не позначається на рівні успішності стабілізаційної політики, а тільки посилює стагфляційні ефекти. Так само, потрібно визнати, що вищі рівні відкритості створюють сприятливі наслідки для монетарної політики не стільки самі по собі, скільки завдяки позитивному впливу на динаміку ВВП, що усуває передумови для тиску на центробанк. Це узгоджується з висновком про те, що зменшення коефіцієнта, який визначає нахил кривої Філіпса, не повинен сприйматися як передумова для більш активістської політики. Канал глобальної торговельної інтеграції демонструє принципові зрушення в структурі глобальної торгівлі та спадаючу динаміку імпорتنих цін. Оскільки торговельна інтеграція відбувається з наростаючою силою, то не варто ототожнювати разове зростання споживання імпорту із постійним процесом торговельного взаємопроникнення, посилення

конкуренції та зростання значення країн з низькими доходами, особливо Китаю. Канал структурних зрушень, зростання продуктивності та конкуренції також демонструє наявність прямих та непрямих впливів на процеси дезінфляції. Так, реформування природних монополій, відкриття ринків, посилення конкуренції створюють передумови для послаблення цінової влади фірм, а більш жорстке конкурентне оточення вимагає постійного підвищення продуктивності праці. Канал ринків праці відображає, що підвищення мобільності робочої сили, зростання глобальної пропозиції фактору праці внаслідок включення у міграційні процеси Китаю, Індії та країн колишнього радянського блоку зумовлює обмежувальний вплив на зростання номінальних та реальних зарплат понад підвищення продуктивності праці. Окрім цього, висока мобільність працівників робить відносним значення національного показника безробіття, оскільки зростання ВВП може відбуватись без позитивних наслідків для національної зайнятості. Звідси, замкненість монетарного вибору альтернативністю між інфляцією та безробіттям втрачає сенс. На відміну від цих каналів канал глобальних умов попиту спроможний впливати на інфляційні процеси подвійно. Така ситуація обумовлена специфічним впливом наближення глобального фактичного ВВП до потенційного на поведінку цін в розрізі різних країн та відмінних груп товарів. Дифузія стримуючих інфляцію факторів та стимулюючих її демонструє появу складних зворотніх зв'язків у взаємодії між глобальним ВВП та національними макроекономічними показниками.

Глобальна економіка дедалі більше починає давати приводів для підтвердження багатьох висновків монетаристської теорії, які часто заперечувались у національно-центричній моделі аналізу. Так, глобальна інфляція дедалі чіткіше починає залежати від глобальних умов ліквідності, що особливо чітко простежується на прикладі поведінки вартості первинних ресурсів. Динаміка цін на останні в силу своєї високої еластичності повинна вважатись провідним індикатором монетарних процесів глобального рівня. Водночас, роль грошової маси в такій системі виконує не грошова пропозиція ключових валют сама по собі, а глобальні валютні резерви. Простежується чіткий емпіричний зв'язок між зростанням обсягів глобальних монетарних активів та поведінкою цін на первинні ресурси. Однак, спостерігаються відмінні лаги по кожному з видів первинних ресурсів. Так, найбільш реактивні ціни – ціни на нафту, екстремуми яких практично повністю збігаються з екстремумами

зростання глобальних валютних резервів, а згладжені функції цих часових рядів практично накладаються. Це означає наявність чітких свідчень, що ціни на нафту є функцією гіперреакції на поведінку глобальної ліквідності, вираженої за допомогою функції глобальних валютних резервів. Тривалість лагів найбільшою мірою визначається двома факторами: характером еластичності глобальної пропозиції та ступенем глобальної конкуренції. Завдяки цьому можна побачити каскадоподібне реагування вартості первинних ресурсів на зміни глобальної ліквідності. У світлі вищесказаного можна говорити про перенесення на глобальний рівень постулатів класичної дихотомії, або ж про підтвердження положень кількісної теорії грошей.

Сформований рівень глобальної інтеграції зумовлює появу адитивного характеру щодо глобального попиту стану платіжних дефіцитів та платіжних профіцитів. Динаміка глобальних валютних резервів є зв'язною ланкою у таких монетарних взаєминах, а попит на первинні ресурси – спільним знаменником щодо глобального попиту. Ця закономірність адекватна моделі “глобальна економіка”, оскільки для моделі “дві країни” платіжні контрпозиції взаємокомпенсуючі щодо попиту. Завдяки детермінованості глобального попиту адитивним характером платіжних контрпозицій з'являється якісно відмінна глобальна макроекономічна структура, яка не дорівнює сумі макроекономічних структур окремих країн. Посуті, останні є відкритими економічними системами, тоді як глобальна економіка закритою – через фінальний характер обмеженості ресурсів. Звідси для глобальної економіки повною мірою властивий принцип нейтральності монетарної політики, тільки виражається він через зв'язок між валютними резервами та цінами на первинні ресурси.

Трансформація глобальної фінансової системи змінює модальність нестабільності з точки зору суто фінансового погляду. В основі трансформаційних процесів перебуває становлення ринкової моделі фінансової системи, яка поширюється і на країни, що розвиваються, тим самим сприяючи глобальній фінансовій інтеграції. Базові структурні зрушення у сфері глобальних фінансів такі: нарощування зовнішніх вимог та зобов'язань, що відображає щільнішу мікроекономічну інтеграцію, опосередковану фінансовими зв'язками; послаблення ефекту домашнього зміщення, що демонструє зростаюче значення транскордонних операцій та посилення фінансової інтеграції; фінансова консолідація та

інституціональна глобалізація, які демонструють зміну моделі конкуренції у фінансовому секторі та переведення її на глобальний рівень; зростаюче значення фінансових компаній у структурі глобальної фінансової системи; зміна ролі країн з ринками, що виникають у глобальній фінансовій системі.

Зазначені структурні зрушення породжують нові проблеми та ризики у сфері глобальної фінансової стабільності. А) Зростаючі значення зовнішнього володіння активами та пасивами, послаблення ефекту домашнього зміщення посилюють залежність мікроекономічної ефективності від глобальних фінансових та макроекономічних умов. Б) Послаблення ефекту домашнього зміщення посилює ендогенний характер збільшення потоків капіталу, які дедалі більше стають чутливі до відхилень процентних ставок від глобальних середніх. Асиметричні рівні домашнього зміщення в розрізі країн, фінансових інституцій та інструментів ускладнюють фінансову систему, спонукають до її сегментації та загрожують асиметричною вразливістю, яка, однак, не гарантує, що за сформованого рівня інтеграції враження фінансовим шоком протікатиме ізольовано. В) Внаслідок фінансової консолідації зростає значення глобальної мікроекономічної ефективності світових компаній для протікання макрофінансових процесів в окремих країнах та світі загалом. Г) Зростання значення фінансових компаній та частки заощаджень домогосподарств розміщених в них призводить до ущільнення ув'язки між добробутом, поведінкою функції споживання та станом фінансового сектору. Зорієнтованість на володіння акціями в рамках діяльності фінансових компаній підвищує вразливість добробуту до коливань рівня капіталізації, що підтверджує зростаюче значення фінансового фактора у поясненні макроекономічної нестабільності. Д) На тлі зростаючого значення країн, що розвиваються, та послаблення ефекту домашнього зміщення формується якісно нова проблема вибору оптимальної диверсифікації. Фінансова інтеграція призводить до посилення корельованості ринків, послаблюючи позитиви диверсифікації, внаслідок чого формується ендогенна затребуваність розширення доступу до нових і нових інструментів. Зростає ризик погіршення якості граничного приросту доступних інструментів. Окрім цього, з'являється дилема вибору між портфелем, сформованим з корельованих інструментів, але достатньо "відомих", та портфелем, сформованим з часткою некорельованих, але "невдомих" інструментів. У загальному це означає, що глобальна фінансова інтеграція не створює вигод для

диверсифікації в чистому вигляді, оскільки існує постійна затребуваність нових і нових інструментів. При цьому, плата за диверсифікацію набуває форми ризику поведінки некорельованої компоненти, тоді як портфель, сформований із “відомих” інструментів, вразливий до системних стресів.

Структурні зрушення у глобальній фінансовій системі стимулюють розвиток валютних ринків, які дедалі більше відображають посилення фінансового виміру взаємодії між економіками та інституціями. Також структурні зрушення призводять до послаблення значення традиційних валютно-боргових факторів нестабільності та посилення фінансових. Ця закономірність пов’язана зі зміною ролі валютного курсу та платіжного балансу в процесах генерування фінансової нестабільності. Зростаючі потоки капіталів дають змогу підтримувати тривалі в часі платіжні дефіцити, валютний курс далеко не завжди коректує платіжний баланс, а трансформація фінансової системи посилює значення ситуації на фінансових ринках у процесах внутрішньої та зовнішньої макроекономічної корекції. При цьому, спостерігається радикально відмінна ситуація в розвинутих країнах та в країнах, що розвиваються. В перших значення валютного курсу дедалі більше слабшає завдяки посиленню ефекту “оцінки вартості активів”, внаслідок чого укорінюється досвід відриву стану поточного рахунку і поведінки валютного курсу. Що ж до країн з ринками, що виникають, то реформи макроекономічної політики та фінансового сектору заклали передумови як для прогресу фінансової інтеграції, припливу капіталів, так і для появи нових форм нестабільності. Зростає залежність внутрішніх макропроцесів від глобальних потоків капіталу, рівень внутрішньої капіталізації ринків дедалі більше визначається глобальними тенденціями, шоки опосередковуються не стільки валютним курсом, скільки динамікою спредів та коливаннями внутрішнього фінансового ринку. При цьому, зберігається значне значення валютних резервів як каналу адаптації до шоків, тоді як розвинутих країнам це повністю невластиво.

Трансформуючись, фінансова система стає проциклічною. Основна причина – зміна характеру зв’язків між учасниками фінансового ринку, децентралізація, пошук доходності та системна складність. В таких умовах різко зростає значення проблеми ендогенної нестабільності у сфері фінансів, тобто іманентної схильності до відтворення фінансових дисбалансів, коливань рівнів капіталізації та фінансових стресів. Ендогенна нестабільність та проциклічність стають особливо чутливими

до змін в обсягах ліквідності. Останнє має прямий стосунок до монетарної політики. Досягнення цінової стабільності, дезінфляційний ухил глобалізації та парадокс довіри до центробанків породжують ситуацію, коли інфляція втрачає роль першого індикатора надмірного попиту та нерівноважних процесів на ринках капіталу. Так, відносна нечутливість інфляції до збудників попиту одразу перетворює грошову пропозицію у надмірну ліквідність фінансових ринків. Як наслідок, фінансовий сектор перегрівається, що простежується у різкому прискоренні обсягів кредитування, зростанні цін на активи та нерухомість, що спонукає до збільшення споживання та погіршення платіжного балансу. В умовах глобальної фінансової інтеграції внутрішні дисбаланси швидко переростають у зовнішні і навпаки. Відсутність коректуючих дій знову-таки обумовлюється орієнтацією монетарних органів на рівень інфляції та ВВП-розрив. Отже, підтримання фінансової стабільності вимагає перегляду базової макромоделі економіки, яка би враховувала взаємозв'язки між макроекономічними та фінансовими змінними і необов'язково передбачала механічну реакцію процентних ставок на зміни фінансових трендів. Приймаючи до уваги зміну значення країн з ринками, що виникають, у глобальній фінансовій системі, втрату домінантних рис вектора руху кризових потрясінь “з Півдня на Північ”, та нові риси фінансової нестабільності, втрачається чіткий фокус фінансового потрясіння. Інноваційність фінансових ринків породжує своєрідні агломерації стабілізуючих та дестабілізуючих сил у сфері глобальних фінансів. Втім, це не виключає головної проблеми – глобальні фінансові трансформації породжують непередбачувані реакції фінансової системи на зміни в обсягах ліквідності.

Нова економіка – характерний приклад іманентної нестабільності макрофінансових процесів. По-перше, це обумовлено короткостроковими коливаннями економіки, які мають реальний характер і можуть не пов'язуватись із коливаннями попиту в традиційному кейнсіанському розумінні. Це явище базується на тому, що потік інновацій неоднорідний в часі, а структура суспільства щодо схильності до інновацій та інноваційної поведінки може змінюватись. Завдяки поєднанню обох явищ в короткостроковому періоді можливі практично спонтанні зміни в обсягах споживання та заощаджень, які передаються решті макроекономічних змінних та поведінці фінансових ринків. Зростання продуктивності внаслідок поширення нової економіки може призводити

до суттєвих викривлень у валютних курсах та зовнішніх дисбалансах. Фінансові ринки дуже чутливі до інноваційних зрушень у реальному секторі, а тому вони спроможні породити гіпертрофований попит на активи (і тим самим змінити валютні паритети), які асоціюються з інтенсивним потоком інновацій. Корекція перманентного доходу та реальний вимір ефективності інновацій можуть запускати в дію протилежний процес, внаслідок чого валютні курси та потоки капіталу стають додатково волатильними. З новою економікою пов'язується проблема швидких коливань відносних цін в розрізі нової та старої економіки. Якщо перша може породжувати значні вигоди у вигляді зростання продуктивності та ефективності, то фінансовий вимір таких вигод спроможний дуже швидко інтенсифікувати зростання вартості товарів старої економіки, яка є постачальником рідкісних благ для споживачів з нової економіки, добробут яких підвищився. Завдяки цьому в макрофінансові процеси у світі привносяться істотні коливання. По-друге, проциклічність фінансової системи стає реальним фактором як акселерації поширення нової економіки та позитивних наслідків зростання продуктивності, так і різких обвалів ринків, приймаючи до уваги те, що в новій економіці продукт далеко не завжди має чіткі ринкові характеристики, а фірми, які їх створюють, орієнтуються на ризикові операції. Завдяки цьому, ризик інновацій та перманентна альтернативність векторів інноваційного розвитку заохочують зміщення у бік ризикового фінансування, що ставить прогрес нової економіки в залежність від ставлення до ризику з боку фінансової системи. По-третє, інновації як потік підтримують постійний ризик того, що вони можуть бути сприйняті фінансовими ринками як передумова для масштабних спекуляцій. Тим самим з кожним окремим виведенням інновацій на ринок межує ризик злету вартості компаній, що підтягує вгору капіталізацію сектору та ринку загалом. Зі сказаного видно, що ендогенні коливання макрофінансових процесів у новій економіці стають радикальним виразом ендогенної нестабільності фінансової системи, трансформація якої стає особливо чутливою до зрушень у монетарній політиці.

Зовнішня нерівновага стає структурною характеристикою прогресуючої глобалізації. Уявлення про рівновагу зовнішнього балансу переглядаються під впливом посилення інтеграції фінансових ринків, внаслідок чого підтримання дисбалансу поточного рахунку стає можливим, не викликаючи серйозних застережень з точки зору

макрофінансової стабільності. Однак в екстраполяції на глобальні монетарні взаємини, рівноважність зовнішніх дисбалансів втрачає свою обумовленість тільки фактором зростаючої мобільності капіталів. Найбільш визначна риса глобальних зовнішніх дисбалансів – руйнація моделі тріади, яка передбачала циклічну взаємокомпенсацію нерівноваги платіжних балансів США, Німеччини та Японії. Спостерігається перехід до моделі «найбільш дефіцитні економіки – найбільш профіцитні економіки». Так, США стають країною з хронічно великим платіжним дефіцитом. Профіцит поточного рахунка намагаються підтримувати багато країн світу, однак найбільш виражено профіцит підтримується в Азії (Китай, Японія) та експортерами енергоресурсів. При цьому, масштаб дефіциту США перекидає профіцити усіх одразу профіцитних країн. Відносно збалансована з точки зору зовнішньої рівноваги економіка ЄВС на сьогодні практично випадає з моделі глобального врівноваження платіжних контрпозицій. Найприкметнішою рисою сучасної моделі підтримання платіжних контрпозицій є поява відносної симетричності поведінки дефіциту США та профіциту Китаю.

Розгортання глобальних дисбалансів спирається на принаймні три фундаментальні тенденції: асиметрія в статусі світових валют; зростання значення орієнтації на профіцит платіжного балансу в країнах, що розвиваються, як на найпростішу можливість формування джерел акумуляції валютних резервів та покриття автономного відпливу капіталів; гіпертрофія суверенного попиту на активи.

Асиметрія в статусі світових валют найбільш повно віддзеркалюється у невідповідності між часткою ВВП, експорту та фінансового ринку США й ЄС-ЄВС у глобальних відповідниках та часткою долара та євро як валют, що обслуговують глобальні трансакції. З точки зору концепцій світової валюти долар США та євро мають приблизно однакові шанси у конкурентній принаймні за паритетні позиції у глобальній економіці. Втім, це не спостерігається завдяки тому, що є домінування монетарних факторів взаємозалежності над реальними та експлуатація долларом США ефекту мережі. Це має конкретніші прояви. А) Спостерігається функціональний поділ валют на валюту інвестицій (долар) та валюту запозичень (євро). Така закономірність впливає з наявності в глобальній економіці більш активістського (ФРС) та більш консервативного (ЄЦБ) центробанків, а також пояснюється наявністю в США модернізованої фінансової системи, спроможної здійснювати глобальну сегментацію. Б) Шоки грошового

ринку в США значиміші для ЄВС, ніж навпаки. Це ж актуально і для решти світу. В) Завдяки домінуванню доларового блоку ефект диверсифікації на користь євро завжди буде відносно обмеженим. Г) Існує прогресуючий екзогенний попит на американські активи, внаслідок чого частка закордонного володіння ними зростає, а платіжний дефіцит фінансується з відносною легкістю.

Зростаюче значення країн, що розвиваються, для глобальної економіки спирається на те, що вони перетворюються практично на головних постачальників капіталу на світові ринки, руйнуючи стереотип про рух капіталу за принципом від більш “багатих” до більш “бідних”. Зростання доходів, їх нерівномірний розподіл, трансформація фінансових систем породжують значний попит на високоякісні активи. Розрив в якості активів, що генеруються домашніми та розвинутими фінансовими системами, спонукає до автономного відпливу капіталів. В таких умовах, орієнтація на профіцитний платіжний баланс дозволяє перестраховуватись від раптових реверсів в потоках капіталу та перекрити автономний вивіз капіталу, підвищуючи тим самим макрофінансову стабільність. Однак, іншим боком такої орієнтації є ендогенний характер платіжних дисбалансів у глобальній економіці та секторні спотворення, обумовлені підтриманням експортної діяльності часто традиційних галузей, не схильних до інновацій. Отже, вразливість країни не зникає, а трансформується. Підтримання стабільності дедалі більше починає залежати від глобальної ситуації загалом, при тому що така стратегія заохочує виштовхування капіталу, пов’язаного з нерівномірним розподілом доходу, і не спонукає до втримання капіталу вдома, підвищуючи чутливість відпливу до змін у щільності розподілу доходів та заощаджень.

Тривалий період відзначився експоненціальним зростанням валютних резервів. Якщо 1990-ті роки, характеризуючись жорсткими умовами ліквідності, стереотипізували попит на резерви як спосіб полегшення доступу до ринків капіталу, то після Азійської кризи ситуація змінилась. Валютні резерви почали розглядатись як найпростіше джерело страхування від валютно-фінансових криз. Еволюція критеріїв достатності продемонструвала пошук варіантів обґрунтувати тенденцію до зростання резервів, а самі критерії втрачають свою пояснювальну здатність. З іншого боку, емпіричний характер критеріїв пов’язується з проблемою ендогенності попиту на резерви, коли прогресуюча глобальна інтеграція країни механічно призводить до зростання попиту на резерви,

що сприймаються як адекватні. Загострення проблеми резервів відображає наявність багатьох конкуруючих факторів, що спонукають країни до їх мобілізації навіть всупереч прямим втратам від володіння ними. Підтримання структурно слабких секторів, приплив капіталу, монетарний (новий) меркантилізм, фінансовий меркантилізм, страхування від валютних криз, Бретон Вудс 2, згладжування шоків, конкурентне нагромадження резервів не повинні вважатись ізольованими мотивами гіпертрофії резервів. Вони віддзеркалюють складні процеси взаємодії окремої економіки з глобальною, а також загострення проблеми глобальної конкурентоспроможності, особливо завдяки експансії азійських експортерів, та імпліцитних ризиків вразливості фінансової системи до коливань валютних курсів. Втім, такий суб'єктивно вмотивований завищений попит на резерви має інший бік: глобальні дисбаланси, зростаюче значення глобальної ліквідності для підтримання макрофінансової стабільності, занижені процентні ставки. Експансія фондів суверенного багатства ще більше загострила проблему резервів. Такі фонди, перетворюючись на структурний елемент глобальної фінансової системи, модифікують процеси коливань валютних курсів у глобальному контексті та перетворюють потенційну глобальну інфляцію у попит на активи, тим самим загострюючи проблему глобальної ліквідності. Втім, активність фондів суверенного багатства скоріше проциклічна, як і у випадку глобальної фінансової системи. Така активність загострює проблему експансії ліквідності, занижених ставок та завищеного попиту на активи, внаслідок чого погляд на них як на оферентів екстреної ліквідності невиправдано оптимістичний. В умовах глобального, а не локального стресу, можливості фондів пом'якшувати ситуацію на ринках капіталу виявились переоціненими.

Дискусії з приводу стійкості дисбалансів здебільшого зосереджуються на проблемі поведінки валютних курсів та процесах корекції глобальних платіжних контрпозицій. Тим самим упускається з виду, що для глобальної економіки найбільший ризик має не просто значна зовнішня нерівновага ключових економік світу, а ті структурні феномени, які супроводжують процес самовідтворення дисбалансів. По-перше, в рамках чинного монетарного устрою світу не існує жодного варіанта виправлення ситуації, оскільки кожен з можливих кроків у бік зміни статусу кво у сфері функціонування світових валют не нейтральний щодо добробуту в центрах емісії таких валют та щодо глобального

добробуту загалом. Основна причина – валютна диверсифікація наражає економіку на ризик загострення конкуренції з рештою світу. Завдяки цьому глобальна економіка хоч і потребує послаблення значення долара, але ніхто не хоче виступити йому альтернативою, оскільки баланс втрат і вигод від цього аналізується з точки зору обмеженого потенціалу конкуренції з азійськими експортерами в умовах завищеного екзогенного попиту на валюту як на резервну. По-друге, глобальні дисбаланси перетворюються на грошову ілюзію. Вони мають відносно позитивний вплив на динаміку ВВП на старті, після чого зростання реальних змінних уповільнюється і починає поступатись зростанню номінальних змінних, виражених динамікою вартості активів та цін на первинні ресурси. Підхід до дисбалансів як до грошової ілюзії повністю консистентний з підходом глобальної нейтральності монетарної політики. По-третє, глобальні дисбаланси, з одного боку, та завищений суверенний попит на активи, з іншого боку, демонструють явище індивідуальної раціональної поведінки країни та колективної глобальної неефективності. Цей феномен пояснюється на основі чотирьохсекторної рівноважної моделі, яка демонструє, що прогресування глобальної фінансової інтеграції заохочує кожну окрему країну збільшувати валютні резерви і зменшувати тим самим вразливість до валютно-фінансових криз, пов'язаних з імперфекціями ринку капіталу, внаслідок чого занижуються глобальні процентні ставки, що заохочує експансію глобальних дисбалансів і тим самим примножує імперфекції ринків капіталу, отже – ризики валютно-фінансових криз.

Найбільшу проблему запуску в дію механізму корекції становить, по-перше, нерівномірний розподіл втрат і вигод між учасниками багатосторонньої групи з врегулювання процесів дисбалансів при тому, що основний тягар припадатиме на ЄС-ЄВС, а, по-друге, зовнішні наслідки дисбалансів, нагромадившись до кризогенного рівня, запустили в дію механізм корекції фінансових вартостей у глобальній економіці так, наче це мало би відбутись у процесі корекції самих дисбалансів. Звідси випливає, що глобальна фінансова криза послабила напруження у сфері дисбалансів, але не змінила системних передумов їх виникнення та самовідтворення.

Функціонування держави добробуту в сучасних глобальних торговельних та монетарних процесах ставить питання про перспективи “рейнської моделі”. Основою цієї проблеми можна вважати наявність

своєрідної “трилеми 2”, коли неможливо сумістити одразу функціонування соціально-орієнтованого господарства, систему вільної торгівлі та виконання валютою ролі резервної. “Рейнська модель” для виживання в сучасних умовах повинна набути ознак структурної гнучкості та адаптивності, зокрема завдяки послабленню соціально-фіскального тягаря та дерегуляції ринків праці.

Сучасний світ зіткнувся з феноменом розмитих контурів Ямайської валютної системи. Практично жоден компонент міжнародного монетарного устрою (контроль за глобальною грошовою пропозицією системного рівня, режим валютного курсу, резервні активи) не відповідає тому, який був передбачений за визначенням. Так, існують довільні можливості обирати режим валютного курсу, у сфері резервних активів виникає конкуренція провідних валют і домінування долара та практично повне нівелювання значення СДР, що в підсумку призводить до появи феномена втрати контролю за поведінкою глобальної ліквідності. Фактично, глобальна економіка опинилась у ситуації, коли глобальна інфляція та глобальна грошова пропозиція не обмежуються жодним системним механізмом, що висувалось на передній план у функціонуванні та проектуванні будь-якої історично відомої міжнародної валютної системи. Найбільш значимими детермінантами цього виступають адитивний характер платіжних контрпозицій щодо глобального попиту, можливості відносно тривалої затримки корекції зовнішньої позиції без ризику для інфляції, фінансова інтеграція, яка прискорює трансформацію сукупного попиту в попит на активи, тим самим руйнуючи традиційну схему активації макроекономічних інструментів для корекції платіжної нерівноваги. В сукупності міжнародний монетарний устрій втрачає ознаки системи та перетворюється на еkleктичне поєднання різного роду компонентів, які разом утворюють складну функціональну архітектуру на тлі збереження принципу мультивалютності.

Завдяки мультивалютності та глобальним фінансовим трансформаціям (децентралізація, опосередковані зв'язки) світ перетнув поріг допустимої складності. Завдяки феномену складності глобальна фінансова стабільність та рівноважні процеси стають не стільки наслідками дії ринкових сил, а породженням панівної схильності сприймати реальність через призму певної теоретичної позиції. Як наслідок, стабільність чи нестабільність суб'єктивізуються, а переходи від домінування одних ставлень до інших змінюють модальність глобальних

макрофінансових процесів. Завдяки наявності коректуючої поведінки невизначеність у ставленні до того, чи процеси стабільні, чи ні, світ стикається з проблемою затягування процесу відходу від нерівноважної траєкторії на невизначений термін (внаслідок чого актуалізуються деструктивні зовнішні ефекти). Суб'єктивізація складних феноменів робить практично будь-які глобальні макрофінансові процеси омніктивними, тобто такими, про які неможливо сказати, чи вони об'єктивні, чи суб'єктивні. Такі системні риси глобальної економіки роблять усю фінансову систему вкрай чутливою до коливань у сфері глобальної ліквідності.

З флуктуаціями глобальної ліквідності потрібно пов'язувати зрушення у векторі дії проциклічності фінансової системи, шоки умов торгівлі (через коливання цін на первинні ресурси), поведінку глобальної інфляції, потоки капіталу тощо, які в сукупності визначають характер глобального макрофінансового середовища. Саме стан останнього сьогодні визначає параметри глобально-центричного впливу на макрофінансові процеси національного рівня, а також вразливість окремої країни до зрушень у поведінці глобальних макрофінансових параметрів. Основна причина цього криється у взаємообумовленості між експансією валютних резервів, потоків капіталу та станом ринків капіталу, які в сукупності визначають вектор проциклічної дії фінансової системи та напрямок руху глобальних сукупного попиту та пропозиції, які через шлюз глобальної кон'юнктури практично будь-якого ринку чи сектору переливаються у макрофінансові процеси окремої країни.

Відсутність системного контролю за поведінкою глобальної ліквідності найнебезпечніша як з міркувань того, що фінансова стабільність у світі стає дедалі чутливішою до неї, так і з того, що позитивні зрушення у монетарній політиці національного рівня не гарантують позитивного глобального агрегованого результату. А) Система таргетування інфляції допускає затримку із підтриманням занижених процентних ставок та завищеної грошової пропозиції в умовах певної дезінфляційної тенденції, довіри до центрального банку та падіння кута нахилу кривої Філіпса. Б) Завищений попит на резерви створює фон глобально низьких процентних ставок, а також підвищує внутрішню ліквідність фінансової системи та заохочує ризикову поведінку національних позичальників та глобальних інвесторів, які сприймають значні резерви як імпліцитну страховку від валютно-фінансових

потрясінь. Те, що зростання резервів не призводить до відповідного прискорення інфляції, також пов'язано з поширенням імплементації політики цінової стабільності та реформ монетарних органів на країни з ринками, що виникають. В) Згладжування шоків ВВП в рамках монетарної політики цінової стабільності не враховує те, що надмірна грошова пропозиція доволі швидко вислизує з національного рівня та трансформується у конкретний стан глобально інтегрованих фінансових ринків безвідносно до намірів окремого центрального банку та конфігурації його функції реакцій.

Проекти глобальних монетарних реформ, здебільшого концентруючись на проблемі нестабільності валютних курсів, практично повністю залишають поза увагою те, що в сьогоденних умовах найбільшу загрозу фінансовій стабільності становлять не курсові коливання, а коливання глобальної ліквідності, поведінка якої дуже часто визначається браком курсових коливань, або ж браком симетричних коливань валютних курсів розвинутих країн та решти світу. Проциклічність практично усіх елементів глобальної макрофінансової системи демонструє надзвичайну чутливість до зрушень у глобальній грошовій пропозиції практично безвідносно до того, що монетарна політика національного рівня забезпечує цінову стабільність. У світлі цього, проблематика валютних курсів та пошук системи резервних активів, спроможної забезпечити рівномірний розподіл тягара з пристосування платіжних балансів, втрачає емпіричне підґрунтя та гносеологічну валідність. Тим більше, що корекція платіжних балансів дедалі більше вивільняється з обмежень, пов'язаних з валютними курсами, а ступінь їх рівноважності в умовах глобальної інтеграції фінансових ринків не може зводитись до стереотипного сприйняття балансу як нульового сальдо поточного рахунку.

В основу глобальних монетарних реформ повинен бути закладений принцип подолання розриву між посиленням глобально-центричної моделі розвитку сучасної економіки, домінантою якої є фінансовий сектор, схильний до проциклічності, та децентралізованим функціонуванням монетарного регулювання. Звідси відкривається шлях до глобальної монетарної інтеграції та уніфікації, складовою якого є методологія функціонування сучасного (неокласичного) типу центрального банку. В радикальній інтерпретації – це створення глобального центрального банку та перехід до уніфікованих глобальних грошей. У м'якшій та реалістичнішій (з точки зору динаміки міжнародних

політичних процесів) інтерпретації – це формування відносно обмеженого набору валютних союзів з гнучкими валютними курсами. Кожен з цих підходів дає змогу одразу вирішити такі принципові проблеми: спрощення таксономії глобального макрофінансового простору; усунення неконтрольованої поведінки глобальної ліквідності; нівелювання асиметричної залежності різних країн від валютних курсів та реверсів у потоках капіталів; підвищення макроекономічної дисципліни та усунення динамічної інконсистентності щодо поведінки цін на первинні ресурси та вартості активів. Втім, кожен з обох підходів має свої відмінності.

Підхід глобальної монетарної інтеграції демонструє централізацію глобальної грошової пропозиції і остаточне вирішення проблеми валютних курсів. У такій моделі ризики макрофінансових дестабілізацій зводяться до тих, які пов'язані з ендогенною нестабільністю у сфері фінансів. Таке звуження джерел ризиків можливо забезпечити завдяки мінімізації, якщо не нівелюванню монетарного фактора макроекономічних дестабілізацій. Питання про невідповідність глобальної економіки критеріям оптимальності валютної зони не повинно сприйматися як суттєва перепона для монетарної уніфікації світу, оскільки посилення глобально-центричних процесів знімає напруження у сфері дивергенції факторів макроекономічної динаміки та нестабільності. З іншого боку, застосування підходу, призначеного для аналізу системи з багатьма валютними курсами та явною національно-центричною методологією, навряд чи буде сумісним з тим набором синергічних зрушень у глобальній економіці, які виникнуть під впливом функціонування світової валюти.

Підхід обмеженого набору глобальних валютних союзів відрізняється від першого багатьма моментами. Механізм контролю за глобальною ліквідністю впливає не з централізації грошової пропозиції, а з підтримання гнучких курсів між обмеженим набором валют. Саме менша кількість валют та більший економічний простір, який вони обслуговують, дає змогу стверджувати, що курси будуть більш еластично реагувати на зміни в економічній ситуації в центрах емісії, зокрема завдяки орієнтації центробанків на внутрішню рівновагу та послабленню експлуатації ефекту резервної валюти. Суверенний попит на активи в такій системі буде нижчий, ніж у сучасних умовах, завдяки чому послаблюється напруження у ланці “ліквідність – дисбаланси”. Наголос на питанні про резервні активи стоятиме тою мірою, якою окремі валютні союзи зберігатимуть прив'язку до іншої валюти. Однак зовнішні ефекти

таких прив'язок для поведінки глобальної ліквідності будуть суттєво меншими, порівняно із сучасним випадком розмитих контурів Ямайського валютного устрою.

Проекти регіональної інтеграції дедалі чіткіше демонструють наявність монетарної складової. Інтерес до формування валютних союзів різниться в розрізі регіональних утворень, однак перспективи інтеграційної зони в глобальних умовах дедалі чіткіше пов'язуються з тими позитивними наслідками для монетарної політики та підтримання фінансової стабільності, які стосуються формування єдиних монетарних органів та реалізації спільної монетарної політики. Так, чим більш інтегровані країни з глобальною економікою, тим значиміші для них питання зниження ризиків фінансових дестабілізацій. Однак пріоритет фактора фінансової стабільності особливо чітко кристалізується в умовах відносно успішної монетарної політики національного рівня, яка, втім, не може подолати повною мірою проблему розриву між валютою, у якій представлений попит на капітал, і валютою, у якій деномінуються джерела капіталу. Для країн, менш інтегрованих з глобальною економікою, монетарна інтеграція становить інтерес з міркувань підвищення макроекономічної стабільності як основи для формування внутрішнього економічного простору для “селекції” структур, спроможних протистояти глобальній конкуренції. Забезпечення глобальної фінансової стабільності завдяки формуванню валютних союзів буде відбуватись на двох рівнях: на глобальному – через трансформацію монетарних взаємин між учасниками (послаблення проблеми коливань глобальної ліквідності та саморозкручування спіралі дисбалансів) і пониження рівня системної складності; на союзному – через підвищення макроекономічної дисципліни на основі незалежності центрального банку.

Вітчизняна економіка продемонструвала вищий ступінь інтеграції з глобальною і ступінь залежності монетарної політики від зовнішніх умов, ніж того очікували. Неспроможність контролювати та мінімізувати інфляцію базується на проблемі поєднання політичного бізнес-циклу з не виправданою інтерпретацією НБУ свого мандата. В таких умовах внутрішня макроекономічна експансія дуже чітко ув'язується з глобальними макрофінансовими процесами. Це стосується як коливань цін на метали, так і змін у можливостях доступу до приватних ринків капіталу. З цього випливає, що відсутність рестрикційної монетарної політики в умовах експансії внутрішнього та глобального попиту,

розширення глобальної ліквідності та зростання цін на первинні ресурси, призводить до різкого перегріву національної економіки, наслідком якого є висока інфляція, доларизація пасивів, надмірні запозичення усіма секторами. За таких обставин зміни у глобальних макрофінансових процесах одразу відобразились на радикальному погіршенні макроекономічної ситуації в країні. Різка реакція внутрішнього попиту на обвал валютного курсу демонструє недооцінку фінансових факторів сукупного попиту в Україні і ту ризикованість, яка випливає з доларизації пасивів. Відсутність політики цінової стабільності та гнучкого курсу заохотили переобтяженість економіки боргами в іноземній валюті. Невиправдана м'якість НБУ щодо девальвації гривні продемонструвала правильність тези про те, що економіки, інтегровані з глобальною фінансовою системою, набагато більше зазнають втрат не стільки від проблеми платіжного балансу, скільки від проблем у фінансовому секторі. Потребує переосмислення монетарна політика в Україні на засадах зміни мандату НБУ і підвищення його відповідальності, перегляду базової макромоделі економіки на основі врахування глобально-центричних макрофінансових зв'язків у структурі сучасного глобального господарства, формулювання чітких євроінтеграційних дій з відповідною випереджаючою орієнтацією на критерії євроконвергенції. В сукупності це дасть змогу підвищити схильність економіки до розвитку на основі інноваційно-інвестиційних принципів, послабить залежність від флуктуацій цін на первинні ресурси та підвищить макрофінансову стабільність завдяки більш жорстким монетарним умовам функціонування фінансового сектору.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Абалкин Л. Ещё раз о бегстве капитала из России // Деньги и кредит. – 2000. – № 2. – С. 24–30.
2. Адамик Б. Вибір цільової спрямованості монетарної політики в Україні // Світ фінансів. – 2004. – Вип. 1. – С. 72–81.
3. Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. – М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 384 с.
4. Афонцев С. Проблема глобального управления мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. – 2001. – С. 65–70.
5. Бегг Д., Джавацци Ф., Выпловш Ч. Вопросы формирования валютной политики ЕВС // Вопросы экономики. – 1999. – № 1. – С. 33–50.
6. Берг Э., Боренштейн Э. Полная долларизация: преимущества и недостатки // Вопросы экономики. МВФ. Вашингтон. О. К. – Изд. на русс. яз. – 2000. – № 24. – С. 1–22.
7. Бондаренко А. Какие современные мировые валюты можно считать мировыми? // МЭиМО. – 2003. – № 9. – С. 48–52.
8. Бузгалин А. В. Переходная экономика: курс лекций по аналитической экономике. – М.: Таурис; Просперус, 1994. – 472 с.
9. Буторина О. Новые члены ЕС и их перспективы в зоне евро // Деньги и кредит. – 2004. – № 5. – С. 50–58.
10. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.
11. Волобуев В. Эволюция модели смешанной экономики и бюджетная макростратегия в США // МЭиМО. – 2001. – № 4. – С. 21–29.
12. Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – 306 с.
13. Гіл Ч. Міжнародний бізнес. – К.: Основи, 2001. – 854 с.
14. Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О. Г. Білорус. – К.: КНЕУ, 2001. – 798 с.
15. Григорьев Л. Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя // Вопросы экономики. – 2001. – № 6. – С. 18–19.
16. Гутник В. Выбираясь из тупика. Манифест реформирования немецкой экономики // МЭиМО. – 2005. – № 3. – С. 103–109.
17. Долгов С. И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? – М.: Экономика, 1998. – 208 с.
18. Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. – М.: Экономика, 2000. – 324 с.
19. Зевин Л. Национальные экономические системы в глобальных процессах // МЭиМО. – 2003. – № 11. – С. 17–24.
20. Зевин Л. Проблемы регулирования глобальных экономических процессов // МЭиМО. – 2002. – № 7. – С. 38–45.

21. Зуев А., Мясникова Л. Кризис информационной революции // МЭиМО. – 2005. – № 3. – С. 24–27.
22. Евро – дитя Манделла? Теорія оптимальних валютних зон: Сб. статей / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – 368 с.
23. Европейский экономический и валютный союз: предварительные итоги и перспективы развития // МЭиМО. – 2005. – № 5. – С. 3–15.
24. История экономических учений: (современный этап) / Под общ. ред. А. Г. Худокормова. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 733 с.
25. Карагодин И. Стабилизационные программы в Латинской Америке // МЭиМО. – 1994. – № 3. – С. 83–95.
26. Карбау Р. Міжнародна економіка / Пер. з англ. – Суми: Козацький вал. – 2004. – 720 с.
27. Капра Ф. С. Скрытые связи / Пер. с англ. – М.: София, 2004.
28. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Антология экономической классики. — М.: ЭКОНОВ, Ключ, 1993. – С. 137–432.
29. Кенен П. Теория оптимальных валютных зон: эклектический подход // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сб. статей / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 92–116.
30. Козюк В. В. Актуальні питання теоретичного обґрунтування офіційної доларизації в умовах глобалізації економіки // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – № 10. – С. 33–42.
31. Козюк В. В. Актуальні проблеми монетарної уніфікації у Західній Африці в контексті інтеграційних та глобалізаційних процесів // Світ фінансів. – 2004. – Вип. 1. – С. 130–140.
32. 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.
33. Козюк В. В. Валютні резерви в глобальних умовах // Фінанси України. – 2007. – № 2. – С. 127–137.
34. Козюк В. В. Вплив відкритості економіки на монетарну політику: емпіричний аналіз на прикладі ОЕСР // Вісник НБУ. – 2005. – № 7. – С. 50–54.
35. Козюк В. В. Вплив глобалізації фінансових ринків на процентні ставки: аспекти монетарної політики // Вісник НБУ. – 2006. – № 4. – С. 40–43.
36. Козюк В. В. Глобалізаційні детермінанти формування та функціонування Східно-карибського валютного союзу // Галицький економічний вісник. – 2004. – № 4. – С. 9–16.
37. Козюк В. В. Глобальні чинники макроекономічної політики: фіскальні та монетарні аспекти // Вісник ТАНГ. – 2002. – Вип. 4. – С. 44–49.
38. Козюк В. В. Глобальний монетаризм та актуальні проблеми кількісної теорії // Економіка України. – 2008. – № 8. – С. 24–35.
39. Козюк В. В. Дезінфляція на тлі глобалізаційного процесу // Фінанси України. – 2005. – № 6. – С. 40–46.

40. Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 238 с.
41. Козюк В. В. Диверсифікація чи регіональна інтеграція як зовнішньоекономічні орієнтири країни: аналіз з позиції монетарних проблем глобалізації // Світ фінансів. – 2005. – Вип. 3–4. – С. 186–196.
42. Козюк В. В. Етимологія глобалізації в аспекті монетарної політики // Вісник ТАНГУ. – 2004. – № 1. – С. 106–118.
43. Козюк В. В. Еволюція міжнародного валютного устрою та глобалізація у світлі трансформації пріоритетів монетарної політики // Галицький економічний вісник. – 2004. – № 2. – С. 3–15.
44. Козюк В. В. Інтеграційний вибір постсоціалістичних країн у сфері монетарної політики: теоретичні проблеми // Економіка України. – 2006. – № 7. – С. 73–82.
45. Козюк В. В. Зв'язок між інфляцією і безробіттям у світлі глобалізації та відкритості економіки // Журнал європейської економіки. – 2004. – Т. 3 (№ 3). – С. 262–276.
46. Козюк В. В. Макроекономічні наслідки експоненціальних трендів глобальних фінансових дисбалансів // Економіка України. – 2007. – № 6. – С. 25–35.
47. Козюк В. В. Місце та роль центральних банків у формуванні глобалізаційних процесів // Банківська справа. – 2004. – № 4. – С. 23–32.
48. Козюк В. В. Монетарна політика у глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – 192 с.
49. Козюк В. В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності // Вісник НБУ. – 2007. – № 4. – С. 34–39.
50. Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – 512 с.
51. Козюк В. В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – 244 с.
52. Козюк В. В. Незалежність центральних банків у світлі макроекономічного аналізу глобалізаційних процесів // Вісник НБУ. – 2004. – № 7. – С. 24–28.
53. Козюк В. В. Політика Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку: порівняння з позиції сучасної монетарної теорії та проблем глобалізації // Економічна теорія. – 2007. – № 1. – С. 65–75.
54. Козюк В. В. Проблеми макроекономічної політики у світлі формування глобальної рівноваги // Економіка України. – 2004 – № 9. – С. 53–60.
55. Козюк В. В. Проблеми розшарування глобального монетарного та фінансового простору // Вісник НБУ. – 2007. – № 10. – С. 32–38.
56. Козюк В. В. Процентні ставки та монетарна політика в світлі глобалізації фінансових ринків // Вісник ТАНГУ. – 2004. – № 2. – С. 144–152.
57. Козюк В. В. “Рейнська модель” в глобальних торговельних та монетарних процесах // Фінанси України. – 2007. – № 7. – С. 141–154.

58. Козюк В. В. Структурно-функціональний аналіз розвитку центральних банків // Банківська справа. – 2003. – № 1. – С. 64–73.
59. Козюк В. В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. – Тернопіль: Астон, 2001. – 300 с.
60. Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль: Астон, 2005. – 320 с.
61. Козюк В. В. Формування коаліцій в системі глобального регулювання: теоретико-методологічні та монетарні проблеми // Наука молода. – 2006. – Вип. 5. – С. 43–48.
62. Козюк В. В. Щодо питання про зв'язок між інфляцією та незалежністю центральних банків у країнах колишнього СРСР // Вісник НБУ. – 2003. – № 7. – С. 19–24.
63. Кокоцинські Р. Грошово-кредитна політика та політика валютного курсу під час періоду трансформації: досвід та рекомендації // Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. – К.: Фенікс, – 2001. – С. 235–244.
64. Колодко Гж. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн. – К.: Основні цінності, 2002. – 248 с.
65. Колодко Г. Глобализация и сближение уровней экономического развития: от спада к росту в странах с переходной экономикой // Вопросы экономики. – 2000. – № 10. – С. 4–26.
66. Копич І., Шевчук В. Монетарні ефекти платіжного балансу // Вісник НБУ. – 2000. – № 9. – С. 40–43.
67. Кочетов Э. Геоэкономика. – М.: БЕК, 1999. – 480 с.
68. Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. – М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. – 799 с.
69. Кузнецов В. Мировая валютная система капитализма: под знаком “дольового” кризиса. – М.: Финансы и статистика, 1990. – 144 с.
70. Линдерт П. Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1992. – 520 с.
71. Лэкстон Д. Внешние последствия государственного долга. Специальный выпуск Научно-исследовательского управления МВФ. – Б.м. – 1996. – 16 с.
72. Луцишин З. О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія та реалії української економіки: – Тернопіль: Збруч, 1997. – 450 с.
73. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. – К.: ДрУк, 2001. – 320 с.
74. МакКиннон Р. Оптимальные валютные зоны // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сб. статей / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 76–91.
75. Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сб. статей / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293–328.

76. Манделл Р. План создания европейской валюты // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сб. статей / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 151–195.
77. Манделл Р. Ретроспективный взгляд на XX век (Нобелевская лекция) // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 329–353.
78. Манделл Р. Теория оптимальных валютных зон // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сб. статей / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 62–76.
79. Манків Гр. Макроекономіка / Пер. з англ. – К.: Основи, 2000. – 588 с.
80. Мартен Д., Мецжер Ж-Л., П'єр Ф. Метаморфози світу: Соціологія глобалізації / Пер. з фр. – К.: КМ Академія, 2005. – 320 с.
81. Миклашевская Н. Политика валютного курса в странах с переходной экономикой // МЭиМО. – 1998. – № 7. – С. 90–102.
82. Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д. Современные деньги и банковское дело / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 856 с.
83. Мировая экономика в XX веке: потрясающие достижения и серьезные проблемы // МЭиМО. – 2001. – № 1. – С. 3–15.
84. Моисеев С. Взлёт и падение монетаризма // Вопросы экономики. – 2002. – № 9. – С. 92–104.
85. Моисеев С. Доллар шагает по планете // Вопросы экономики. – 2003. – № 3. – С. 76–90.
86. Моисеев С. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы // Вопросы экономики. – 2000. – № 9. – С. 88–105.
87. Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. – 2004. – № 1. – С. 49–65.
88. Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // Вопросы экономики. – 1999. – № 6. – С. 123–135.
89. Моисеев С. Неизвестный Фридмен: вклад великого монетариста в развал Бреттон-Вудса // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 81–98.
90. Моисеев С. Политэкономия финансовой репрессии // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 36–50.
91. Моисеев С. Открытость и транспарентность денежно-кредитной политики // Банковское дело. – 2001. – № 5. – С. 2–6.
92. Моисеев С. Экономика долларизации // Дайджест-Финансы. – 2000. – № 10. – С. 9–13.
93. Монетаризм // История экономических учений / Под ред. А.Г.Худокормова. – М.: ИНФРА-М, 1998. – С. 111–142.
94. Немецкий Федеральный банк: денежно-политические задачи и инструменты / Специальные издания Немецкого Федерального банка. – № 7. – Франкфурт-на-Майне, 1993. – 177 с.
95. Несветайлова А. Экономическое наследие Хаймана Мински // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 108–109.

96. Олейнов А. Валютная структура международных экономических отношений в начале XXI века // Вопросы экономики. – 2005. – № 4. – С. 42–50.
97. Осадчая И. Глобализация и государство: новое в регулировании экономики развитых стран // МЭиМО. – 2002. – № 11. – С. 3–14.
98. О’Брайен Д. Теория и эмпирическое наблюдение // Панорама экономической мысли конца XX столетия / Под ред. Д. Гринэуэя, М. Блини, И. Стюарта: В 2-х т. / Пер. с англ. – Спб: Экономическая школа, 2002. Т. 1. – С. 74–76.
99. Попов В. Уроки валютного кризиса в России и других странах // Вопросы экономики. – 1999. – № 6. – С. 100–122.
100. Проблемы современных финансовых рынков // МЭиМО. – 2003. – № 6. – С. 3–27.
101. Риа Б. Перспективы зоны франка в условиях введения евро // Деньги и кредит. – 2003. – № 9. – С. 62–65.
102. Рокоча В. Багатомірність глобального економічного розвитку // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2005. – Вип. 51. (ч. 1). – С. 8–11.
103. Роль мировых рынков в условиях глобализации // Экономика и управление в зарубежных странах (по материалам иностранной печати). – Информационный бюллетень № 2. – М.: ВИНТИ, 2003. – С. 18–32.
104. Сабов З. А. Валютная конвертируемость в переходной период. – Спб.: Издательство С.-Петербургского университета, 1998. – 312 с.
105. Сиденко В. Р. Внешнеэкономическая деятельность: проблемы системной трансформации при переходе к рынку. – К.: ОКО, 1998. – 305 с.
106. Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции // МЭиМО. – 2000. – № 5. – С. 56–64.
107. Смит В. Происхождение центральных банков. – Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. – 283 с.
108. Смыслов Д. В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 5. – С. 50–59.
109. Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 6. – С. 32–39.
110. Смыслов Д. В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. – 2002. – № 7. – С. 52–58.
111. Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. – К.: Основи, 1999. – 259 с.
112. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С. 56–84.
113. Сорос Дж. О глобализации / Пер. с англ. – М.: Эксмо, 2004. – 224 с.
114. Стиглиц Дж. Многообразные инструменты, шире цели: движение к поствашингтонскому консенсусу // Вопросы экономики. – 1998. – № 8. – С. 4–34.
115. Стігліц Дж. Глобалізація та її тягар / Пер. з англ. – К.: Вид. дім “КМ Академія”, 2003. – 252 с.

116. Стрежнева М. Проблемы социальной политики в Европейском союзе // МЭиМО. – 2006. – № 8. – С. 22–31.
117. Суспільні фінанси і суспільний вибір: Два протилежних бачення держави / Пер. з англ. – К.: КМ Академія, 2004. – 175 с.
118. Талбот М. Голографическая Вселенная / Пер. с англ. – М.: София, 2004. – 368 с.
119. Холопов А. Глобализация и макроэкономическое равновесие // МЭиМО. – 2005. – № 2. – С. 15–23.
120. Федякина Л. Н. Мирская внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. – М.: Дело и Сервис, 1998 – 304 с.
121. Фетисов Г. Золотовалютные резервы России: объём, структура, управление // Вопросы экономики. – 2005. – № 1. – С. 49–55.
122. Фридмен М. Инфляция и безработица: горизонты новой политики (тезисы нобелевской лекции) / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С.147–150.
123. Фридмен М. Роль монетарной политики // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 126–146.
124. Шаров О. Валютно-фінансові аспекти інтеграції України до Європейського Союзу // Журнал європейської економіки. – 2003. – Том 2. – № 2. – С. 249–265.
125. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. – Львів: Каменяр, 2001. – 495 с.
126. Шишков Ю. Внешнеэкономические связи в XX в. – от упадка к глобализации // МЭиМО. – 2001. – № 8. – С. 14–21.
127. Шишков Ю. Мирская финансовая система: необходимость реформ // МЭиМО. 1999. – № 11. – С. 3–8.
128. Юхименко П. І. Монетаризм: теорія і практика. – К.Кондор, 2005. – 312 с.
129. A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski. – Warsaw: National Bank of Poland, 2004. – 126 p.
130. A Strategy for EMU Enlargement / Ed. By M. Dabrowski. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2005. – 60 p.
131. Abiad A., Leigh D., Mody A. International Finance and Income Convergence: Europe is Different // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/64. – P. 1–36.
132. Aghion Ph., Bacchetta Ph., Ranciere R., Rogoff K. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development // NBER Working Paper. – 2006. – № 12117. // www.nber.org.
133. Aizenman J., Brooks E. Globalization and Taste Convergence: The Case of Wine and Beer // NBER Working Paper. – 2005. – № 11228. // www.nber.org.
134. Aizenmam J., Hazman R. Exchange Rate Regimes and Financial Market Imperfections // NBER Working Paper. – 2000. – №7738. // www.nber.org.
135. Aizenman J., Jinjarak Y. The US as the “Demander of Last Resort” and its Implications on China's Current Account // NBER Working Paper. – 2008. – № 14453. – P. 1–21.
136. Aizenman J., Glick R. Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration // NBER Working paper. – 2008. – № 13902. // www.nber.org.

137. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.
138. Aizenman J., Lee J. Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/280. – P. 1–22.
139. Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/198. – P. 1–17.
140. Aizenman J., Marion N. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection // Economic Journal. – 2004. – vol. 17. – P. 370–400.
141. Aizenman J., Riera-Crichton D. Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration // NBER Working Paper. – 2006. – № 12363. // www.nber.org.
142. Aizenman J., Sun Y. Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters // NBER Working Paper. – 2008. – № 13734. – P. 1–18.
143. Akerlof G., Dickens W., Perry G. The Macroeconomics of Low Inflation // Brooking Papers of Economic Activity. – 1996. – № 1. – P. 1–76.
144. Alesina A., Summers L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence // Journal of Money, Credit, and Banking. – 1993. – № 25. – P. 151–162.
145. Alesina A., Barro R. Currency Unions // Quarterly Journal of Economics. – 2002. – Vol. 107. – № 2. – P. 409–436.
146. Aliber R. The New International Money Game – 6th edition. – London: Macmillan, 2001.
147. Alkaly R. The New Economy. Farrar, Straus and Gioux. – New York, 2003. – 313 p.
148. Amadi A., Bergin P. Understanding International Portfolio Diversification and Turnover Rates // NBER Working Paper. – 2006. – № 12473. // www.nber.org.
149. Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/227. – P. 1–56.
150. Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/227. – P. 1–56.
151. Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/88. – P. 1-53.
152. A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski. — Warsaw: National Bank of Poland, 2004. – 126 p.
153. Al-Bassam K. The Gulf Cooperation Council Monetary Union: a Bahraini Perspective Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 105–106.
154. Al-Jasser M., Al-Hamidy A. A Common Currency Area for the Gulf Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 116–119.

155. Allard C. Inflation in Poland: How Much Can Globalization Explain? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/41. – P. 3–21.
156. A New Look at the US Current Account Deficit: The Role of Multinational Companies // McKinsey Global Institute. – 2004. – Dec. // www.mckinsey.com.
157. Aninat E. Opening Remarks. Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16–17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. – 2002. – P. 1–3.
158. Arellano C., Kocharlakota N. International Debt Crises and Sovereign Default // NBER Working Paper. – 2008. – № 13794. // www.nber.org.
159. Ari A., Veiga F.-J. Does Political Instability Lead to Higher Inflation? A Panel Data Analysis // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/49. – P. 1–15.
160. Ari A., Veiga F.-J. Political Instability and Inflation Volatility // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/212. – P. 1–9.
161. Ari A., Veiga F.-J. The Political Economy of Seigniorage // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/175. – P. 1–26.
162. Arora V., Cerisola M. How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets? // IMF Staff Papers. – 2002. – Vol. 48. № 3. // www.imf.org.
163. Art R., Jervis R. International Politics: Enduring Concepts and Contemporary Issues. – Third Edition. – N.Y.: Harper Collins Publishers, 1992. – 586 p.
164. Artera C. Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches? // Center for International and Development Economics Research Working Paper. – 2002. – № 123. – P. 1–62.
165. After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America / Ed. by P.-P. Kuczynski and J. Williamson. – Wash (D.C.): IIE, 2003. – 400 p.
166. Assessing Risks to Global Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2008. – Chapter I. – P. 1–52.
167. Atkinson R., Correa D. The 2007 State New Economy Index. Benchmarking Economic Transformation in the States. – Kansas City: Kauffman Foundation, 2007. – P. 1–40.
168. Ayhan Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei Sh.-J. Financial Globalization: Beyond Blame Game // IMF Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 1–11.
169. Ayhan Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J. Financial Globalization: A Reappraisal // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/189. – P. 1 – 92.
170. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles? // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/27. – P. 1–12.
171. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Financial Integration and Macroeconomic Volatility // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/50. – P. 1–27.
172. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Volatility and Comovement in a Globalized World Economy: An Empirical Exploration // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/246. – P. 1–37.

173. Aziz J., Cui Li. Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/181. – P. 3–36.
174. Baek S-G., Song C-Y. Is Currency Union a Feasible Option in East Asia? / Currency Union in East Asia. – H-G. Choo and Y. Wang ed. – Seoul: Korea Institute for International Economic Policy, 2002. – P. 107–145.
175. Baily M. Macroeconomic Implications of New Economy // IIE. – 2001. – P. 1–58.
176. Balladur E. The International Monetary System: Facing the Challenge of Globalization. Wash. (D.C.), 1999, May 25. // Institute on International Economy Speeches, Testimony, Papers. – 1999. – P. 1–6.
177. Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. – 1999. – № 6904. – P. 1–33.
178. Balassa B. The Theory of Economic Integration. – Irwin (Il.): Homewood, 1961. – 364 p.
179. Balcerowicz L. Progress in Emerging Europe. National Bank of Poland. 2003. // www.nbp.pl.
180. Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 1–39.
181. Ball L. Has Globalization Changed Inflation? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12687. – P. 1–19.
182. Ball L., Tchaidze R. The Fed and the New Economy // NBER Working paper. – 2002. – № 8785. // www.nber.org.
183. Baqueiro A., Diaz de Leon A., Torres A. Fear of Floating or Fear of Inflation? The Role of Exchange Rate Pass-Through // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 338–354.
184. Barrell R., Dury K., Hurst I. International Monetary Policy Coordination: An Evaluation Using a Large Econometric Model // Economic Modeling. – 2003. – Vol. 20. – Issue 3. – P. 507–527.
185. Barro R. Unanticipated Money Growth and Economic Activity in the United States / Money Expectations and Business Cycles in Macroeconomics. – New York: Academic Press, 1981. – P. 137–169.
186. Barro R., Gordon D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model // Journal of Political Economy. – 1983. – 101 (3). – P. 589–610.
187. Barro R., Gordon D. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. – 1983. – № 12. – P. 101–120.
188. Barro R., Sala-I-Martin H. World Real Interest Rates // NBER Macroeconomics Annual. – 1990. – P. 15–74.
189. Bayoumi T., Eichengreen B. Exchange Rate Variability and Intervention: Evidence from the Theory of Optimum Currency Areas // Journal of International Economics. – 1998. – № 45. – P. 191–210.
190. Bayoumi T., Eichengreen B. One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World // Princeton Studies in International Finance. – 1994. – № 76. – P. 2–38.

191. Bayoumi T., Eichengreen B. The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System // IMF Working Papers. – 1995. – WP/95/89. // www.imf.org.
192. Beddies Ch. Selected Issues Concerning Monetary Policy and Institutional Design for Central Banks: A Review of Theories // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/140. – P. 1–48.
193. Begg D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz Ch. Accession Countries Face Increased Instability in ERM II // CEPR Policy Paper. – 2005. – № 10. // www.cepr.org.
194. Bems R., Dedola L., Smets F. US Imbalances. The Role of Technology and Policy // ECB Working Paper. – 2007. – № 719. – P. 5–40.
195. Ben-Bassat A., Gottlieb D. Optimal International Reserves and Sovereign Risk // Journal of International Economics. – 1992. – Vol. 33. – P. 345–362.
196. Berengaut J., Elborgh-Woytek K. Beauty Queens and Wallflowers – Currency Maps in the Middle East and Central Asia // IMF Working Paper. – 2006. – WP/07/226. – P. 1–26.
197. Berg A., Borensztein E., Mauro P. An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/211. – P. 1–41.
198. Bergsten F. Alternative Exchange Rate Systems and Reforms of the International Financial Architecture // Testimony before the Committee on Banking and Financial Services United States House of Representatives. Wash. (D.C.), 1999, May 21. // Institute on International Economy Speeches, Testimony, Papers. – 1999. – P. 1–5.
199. Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility // Institute for International Economics Working Paper. – 1999. – № 9. – P. 1–30.
200. Bergsten F., Truman E. Why Deficits Matter: The International Dimension // IIE Speeches, Testimony, Paper. – 2007. Testimony Before the Budget Committee of the House of Representatives, Jan. 23, 2007. – P. 1–18.
201. Bergsten F. The IMF and Exchange Rates // Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs United States Senate. – Institute for International Economics. – Wash. (D.C.) // www.iie.com.
202. Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. – 2004. – P. 1–31.
203. Bernanke B. The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit. – Fed Speeches. – 2005. – March. // www.federalreserve.gov.
204. Bernanke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // Journal of Economic Perspectives. – 1997. – № 11. – P. 97–116.
205. Blake D., Walters R. The Politics of Global Economic Relations. – New Jersey: Prentice-Hall, 1987. – 218 p.
206. Blanco H., Garber P. Recurrent Devaluation and Speculative Attack on the Mexican Peso Journal of Political Economy. – 1986. – № 94. – P. 148–166.

207. Blenck D., Hasko H., Hilton H., Masaki K. The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem // BIS Papers. – 2002. – № 9. – P. 23–55.
208. Boll L., Mankiw Gr., Romer D. The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off // Brookings Papers of Economic Activity. – 1988. – № 1. – P. 1–65.
209. Bordo M. Growing Up to Financial Stability // NBER Working Paper. – 2007. – № 12993. // www.nber.org.
210. Bordo M. Historical Perspective on Global Imbalances // NBER Working Paper. – 2005. – № 11383. // www.nber.org.
211. Bordo M., Cavalo A., Meissner Ch. Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization // NBER Working Paper. – 2007. – № 13489. // www.nber.org.
212. Bordo M., Eldestein M., Rockoff H. Was Adherence of Gold Standard a “Good Housekeeping Seal of Approval“ during the Interwar Period // NBER Working Papers – 1999. – № 7186 // www.nber.org.
213. Bordo M. Historical Perspective on Global Imbalances // NBER Working Paper. – 2005. – № 11383. // www.nber.org.
214. Bordo M., Filardo A. Deflation in a Historical Perspective // BIS Working Papers. – 2005. – № 186. – P. 1–79.
215. Bordo M., James H. A Long Perspective on the Euro // NBER Working Paper. – 2008. – № 13815. // www.nber.org.
216. Bordo M., James H. One World Money, Then and Now // NBER Working Paper. – 2006. – № 12189. – P. 1–26.
217. Bordo M., Jeanne O. Monetary Policy and Asset Prices: Does “Benign Neglect” Make Sense? // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/225. – P. 1–27.
218. Bordo M., Meissner Ch. Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalization // NBER Working Paper. – 2007. – № 13577. // www.nber.org.
219. Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. – 2000. – P. 1–4.
220. Bordo M., Murshid A. Globalization and Changing Patterns in the International Transmission of Shocks in Financial Markets // NBER Working Paper. – 2002. – № 9019. // www.nber.org.
221. Bordo M., Rockoff H. The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval“ // Journal of Economic History. – 1996. – № 56(2). – P. 389–428.
222. Bordo M., Schwartz An. Charles Goodhart’s Contributions to the History of Monetary Institutions // NBER Working Paper. – 2002. – № 8717. – P. 1–21.
223. Bordo M., Schwatz A. The Importance of Stable Money: Theory and Evidence // Cato Journal. – 1983. – Vol. 3. – № 1. – P. 63–83.
224. Bordo M., Schwartz A. What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished? // Open Economies Review. – 1991. – № 2. – P. 39–64.
225. Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New challenges in the New Century // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–28.

226. Borio C. The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. – 2008. – № 251. – P. 1–28.
227. Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59.
228. Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. – 2007. – № 227. – P. 1–67.
229. Borio C., Filardo A. Back to the Future? Assessing the Deflation Record // BIS Working Paper. – 2004. – № 152. – P. 1–61.
230. Borio C., Filardo A. Looking Back at the International Deflation Record // North American Journal of Economics and Finance. – 2004. – 15. – P. 287–311.
231. Borio C., Lowe Ph. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – P. 1–51.
232. Borio C., Toniolo G. One Hundred and Thirty Years of Central Bank Cooperation: A BIS Perspective // BIS Working Papers. – 2006. – № 197. – P. 1–50.
233. Borio C., Shim I. What Can (Macro-)prudential Policy Do to Support Monetary Policy // BIS Working Paper. – 2007. – № 242. – P. 1–48.
234. Borio C. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? // BIS Working Paper. – 2003. – № 128. – P. 1–26.
235. Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.
236. Bonpasse M. The Single Global Currency – Common Cents for Commerce. – Newcastle, ME: Single Global Currency Assn., 2008. – P. 1–8.
237. Bonpasse M. The Single Global Currency – Common Cents for the World. – Newcastle, ME: Single Global Currency Assn., 2008.
238. Bonpasse M. The Single Global Currency – Common Cents for the World. – Newcastle, ME: Single Global Currency Assn., 2007.
239. Bonpasse M. The Single Global Currency – Common Cents for the World. – Newcastle, ME: Single Global Currency Assn., 2006.
240. Bossone B., Lee J.-K. In Finance, Size is Matter // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/113. // www.imf.org.
241. Boughton J. Reflections on Reform at the IMF and the Demands of a Changing World Economy // IMF. Finance and Development. – 2004. – Sept. – P. 9–13.
242. Boughton J. The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas That Have Shaped the Institution // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/10. – P. 3–22.
243. Boughton J. Why White, Not Keynes? Inventing the Post-War International Monetary System // IMF Working Papers. – 2002. – WP/02/52. // www.imf.org.
244. Bowles P. National Currencies and Globalization: Endangered Species? – London: Routledge, 2007.
245. Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. – № 911. – P. 5–25.

246. Brooks R., Del Negro M. A Latent Factor Model with Global, Country, and Industry Shocks for International Stock Returns // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/52. – P. 3–21.
247. Browne F., Cronin D. Commodity Prices, Money and Inflation // ECB Working Paper. – 2007. – № 738. – P. 1–35.
248. Bulow J., Rogoff K. A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt // Journal of Political Economy. – 1989. – 97(1). – P. 155–178.
249. Buitter W. “Dark Matter or Cold Fusion?” // Goldman Sachs Global Economic Paper. – 2006. – №136. // www.golmansachs.org.
250. Buzeneca I., Maino R. Monetary Policy Implementations: Results from a Survey // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/7. – P. 1–47.
251. Caballero R. On the Macroeconomics of Assets Shortages // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. – P. 1–24.
252. Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. // www.nber.org.
253. Calvo G. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop // Journal of Applied Economics. – 1998. – vol. 1. – P. 35–54.
254. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Capital Flows and Exchange Rate in Latin America: The Role of External Factors // IMF Staff Papers. – 1993. – Vol. 40. – № 1. – P. 108–150.
255. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s // Journal of Economic Perspectives. – 1996. – Spring. – P. 123–140.
256. Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. – 2000. – May. – P. 54–72.
257. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. – 2000. – №7993. // www.nber.org.
258. Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. – 2000. – № 8006. // www.nber.org.
259. Calvo G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options // Reforming the International Monetary and Financial System. / Ed. By P. Kenen and A. Swoboda. – Washington D.C.: IMF, 1999. – P. 175–201.
260. Calvo G., Sahay R., Vegh C. Capital Flows in Central and Eastern Europe: Evidence and Policy Options // IMF Working Paper. — 1995. — WP/95/57. // www.imf.org.
261. Calvo G. Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates // Journal of Political Economy. – 1986. – № 94. – P. 1319–1329.
262. Canzoneri M., Cumby R., Diba B., Lopez-Salido D. The Macroeconomic Implications of Key Currency // NBER Working Paper. – 2008. – № 14242. // www.nber.org.

263. Carstens A., Jacome L. Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/114. – P. 1–43.
264. Carvalho F.C. Perspectives for a Monetary Union between Argentina and Brazil // New Issues in Regional Monetary Coordination / Ed. by B.Fritz., M.Mertzer. – Gamburg: German Institute of Global and Area Studies, 2006. – P. 98–115.
265. Capie F., Goodhart Ch., Fischer St., Schnadt N. The Future of Central Banking. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – 296 p.
266. Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications // Bank of England Financial Stability Review. – 2005. – Dec. – P. 94–102.
267. Caselli F., Giovannini A., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/55 // www.imf.org.
268. Castells M. The Information Age. The Rise of the Network Society. Vol. 1. – London: Blackwell, 1996.
269. Catao L., Mackenzie G. Perspectives on Low Global Interest Rates // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/76. – P. 1–34.
270. Catao L., Solomou S. Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard // IMF Working Papers. – 2003. – WP/0341. – P. 1–36.
271. Ca'Zorzi M., Hahn E., Sanenhez M. Exchange Rate Pass-through in Emerging Markets // ECB Working Papers. – 2007. – № 739. – P. 1–33.
272. Cecchetti S. Crisis and Responses: the Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008 // NBER Working Paper. – 2008. – № 14134. – P. 1–14.
273. Cecchetti S. The European Central Bank: A View from Across the Ocean // Conference Paper of Brandeis University. – 2001. – P. 1–15.
274. Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 1999. – № 7426. – P. 1–35.
275. Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S. Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. – 2002. – № 8970. P. 1–22.
276. Cecchetti S., Debelle G. Has the Inflation Process changed? // BIS Working Papers. – 2005. – № 185. – P. 1–61.
277. Cecchetti S., Flores-Lagunes A., Krause S. Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis // NBER Working Paper. – 2004. – № 10973 // www.nber.org.
278. Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2001. – № 8354. // www.nber.org.
279. Cecchetti S. The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 8935. – P. 1–30.
280. Cerra V., Saxena S. Did Output Recover from the Asian Crisis? // IMF Staff Papers. – 2005. – Vol. 52. – № 1. // www.imf.org.

281. Cette G., Pfister Ch. The Challenges of the New Economy for Monetary Policy // BIS Paper. – 2003. – № 19. – P. 213.
282. Chailoux A., Gray S., Klueh U., Shimizu S., Stell P. Central Bank Response on the 2007-08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/210. – P. 1–54.
283. Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – P. 63–97.
284. Chen N., Imbs J., Scott A. Competition, Globalization and the Decline of Inflation // CEPR Discussion Paper. – 2004. – № 4695. // www.cepr.org.
285. China's Trade and Growth: Impact on Selected OECD Countries // OECD Trade Department Working Paper. – 2006. – № 44. – P. 1–60.
286. Choi W. G., Sharma S., Stromqvist M. Capital Flows, Financial Integration, and International Reserves Holding: The Recent Experience of Emerging Market and Advanced Economies // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/151. – P. 1–36.
287. Ciccarrelli M., Mojon B. Global Inflation // ECB Working Papers. – 2005. – № 537. – P. 3–47.
288. Claessens S., Schmukler S. International Financial Integration through Equity Markets: Which Firms from Which Countries Go Global? // World Bank Policy Research Working Paper. – 2007. – WPS4146. – P. 1–49.
289. Clarida R., Gali J., Gertler M. A Simple Framework for International Monetary Policy Analysis // NBER Working Paper. – 2002. – № 8870. – P. 1–34.
290. Clark P., Polak J. International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/217. – P. 1–29.
291. Clements B., Kontolemis Z., Levy J. Monetary Policy Under EMU: Differences in the Transmission Mechanism? // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/102. – P. 1–39.
292. Clifton E., Leon H., Wong Ch-H. Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/166 – P. 1–42.
293. Clinton K., Chourqui J-K. Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. – 1987. – № 39. – P. 1–68.
294. Coenen G., Wieland V. International Dynamics and International Linkages: A Model of The United States, The Euro Area and Japan // ECB Working Papers. – 2002. – № 181. – P. 5–48.
295. Cohen B. Currency Choice in International Bond Issuance // BIS Quarterly Review. – 2005. – June. – P. 53–66.
296. Cohen B. Global Monetary Governance. – London: Routledge, 2007.
297. Cohen D., Portes R. Towards a Lender of First Resort // CEPR Discussion Paper. – 2004. – № 4615. // www.cepr.org.
298. Cooper R., Kempf H. Establishing a Monetary Union // NBER Working Paper. – 1998. – № 6791. – P. 1–31.
299. Cooper R. Key Currencies after the Euro. – 1997. // www.post.economics.harvard.edu.

300. Cooper R. Proposal for a Common Currency Among Rich Democracies // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. – 2006. – № 127. – P. 5–18.
301. Cooper R. The Economics of Interdependence. – N.Y.: McGraw-Hill, 1968. – P. 1–120.
302. Cordeiro J.-L. Monetary Systems in Developing Countries: An Unorthodox View // Institute of Developing Economies Discussion Paper. – 2008. – № 154. – P. 1–27.
303. Corker R., Beaumont C., van Elkan R., Jakova D. Exchange Rates Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession // IMF Policy Discussion Paper. – 2000. – PDP/00/3. – P. 1–25.
304. Cottarelli C., Giannini C. Inflation, Credibility, and the Role of International Monetary Fund // IMF Paper on Policy Analysis and Assessment. – 1998. – PPAA/98/12. – P. 1–23.
305. Courchene T., Harris R. From Fixing to Monetary Union: Options for North American Currency Integration // C.D. Howe Institute. – 1999. – P. 1–30.
306. Crockett A. Central Banking Under Test? // Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views // BIS Papers. – 2003. – № 18. – P. 1–15.
307. Cukierman A., Kalaitzidakis P., Summers L., Webb S. Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates // Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy // 1993. – Vol. 39. – P. 95–140.
308. Cukierman A., Webb S., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes // World Bank Economic Review. – 1992. – 3 (Sept). – P. 353–398.
309. Cumming C. Review of Recent Trends and Issues in Financial Sector Globalization // Financial Globalization // BIS Papers. – 2006. – № 32. – P. 13.
310. Czech National Bank. CNB Monetary Strategy // www.cnb.cz.
311. Danbrowsky M., Gortat R. Political Determinants of Economic Reforms in Former Communist Countries. – Warsaw: CSER, 2002. – 68 p.
312. De Broek M., Slock T. Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/56. – P. 1–35.
313. Debating China's Exchange Rate Policy / Ed. by Lardy N., Goldstein M. – Was. (D.C.): IIE, 2008. – 592 p.
314. Debelle G. Central Bank Independence: A Free Lunch? // IMF Working Paper. – 1996. – WP/96/1 // www.imf.org.
315. Debelle G., Fischer S. How Independent Should a Central Bank Be? // Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy. – Federal Reserve Bank of Boston. – 1994. – Conference Series № 38. – P. 195–221.
316. Debelle G., Galati G. Current Account Adjustment and Capital Flows // BIS Working Papers. – 2005. – № 169. – P. 3–28.
317. Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy // www.whitehouse.gov.
318. Devis M. Fighting Deflation in the US and Japan // NBER Digest. – 2005. // www.nber.org.

319. Dimitrov V. The Bulgarian National Bank Under Provisions Of the 1989–1997 Legislation // www.bnb.nsf.
320. Disyatat P. Rationalizing Asia's Foreign Reserves Build-up // *Bank of Thailand Economic Monitor*. – 2003. – Dec. – P. 1–8.
321. Dominguez K. Does Central Bank Intervention Increase the Volatility of Foreign Exchange Rates // *NBER Working Paper*. – 1993. – № 4532. // www.nber.org.
322. Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System // *NBER Working Paper*. – 2003. – № 9971. // www.nber.org.
323. Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries // *NBER Working Paper*. – 2004. – № 10332. // www.nber.org.
324. Dora I. Flattening Phillips Curve: Implications for Monetary Policy // *IMF Working Paper*. – 2007. – WP/07/76. – P. 1–19.
325. Dornbush R. Fewer Monies, Better Monies // *American Economic Review*. – 2001. – Vol. 91 (2). – P. 238–242.
326. Dorrucci E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // *ECB Working Paper*. – 2002. – № 185. – P. 5–50.
327. Duisenberg W. New economy, financial markets and monetary policy // *BIS Review*. – 2003. – № 23 // www.bis.org.
328. Duisenberg W. The ESCB's Stability-Oriented Monetary Policy Strategy // *Speech in Dublin, November 10, 1998* // www.ecb.int.
329. Durdu C.B., Mendoza E., Terrones M. Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Merchantilism // *IMF Working Paper*. – 2007. – WP/07/146. – P. 1–54.
330. Dutton J. The Bank of England and the Rules of the Game under the International Gold Standard: New Evidence / A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. – Chicago: Chicago University Press, 1984. – P. 173–202.
331. Eaton J., Gersovitz M. Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis // *Review of Economic Studies*. – 1981. – 48(2). – P. 289–309.
332. Ebi E. Regional Currency Areas: Lessons from the West African Sub-region and Nigeria's Policy Stance // *Currency Areas and the Use of Foreign Currencies*. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 145–150.
333. ECB Convergence Report. 2004. – Frankfurt-on-Maine: ECB, 2004. – 248 p.
334. Economic and Monetary Union. – Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. – 24 p.
335. Edison H., Slok T. New Economy Stock Valuations and Investment in the 1990s // *IMF Working paper*. – 2001. – WP/02/77. // www.imf.org.
336. Edison H., Slok T. Wealth Effects and the New Economy // *IMF Working paper*. – 2001. – WP/01/77. // www.imf.org.

337. Edwards S., Magendzo I. Strict Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2006. – Vol. 38. – № 1. – P. 269–282.
338. Eesti Pank's Position on Participating in the Economic and Monetary Union (EMU) // www.bankofestonia.info.
339. Effects of the Rising Trade Integration of Low-cost Countries on Euro Area Import Prices // *ECB Monthly Bulletin*. – 2006. – August. // www.ecb.int.
340. Egli D. How global are global financial markets? The impact of country risk // *International financial markets and the implications for monetary and financial stability*. BIS Conference Papers. – Basel: BIS, 2001. – P. 275–280.
341. Ehrmen M., Fratzscher M. Global Financial Transmissions of Monetary Policy Shocks // *ECB Working Papers*. – 2006. – № 616. – P. 5–53.
342. 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.
343. Eichengreen B., Bayuomi T. Is Asia an Optimum Currency Area? // *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries* / Ed. by Collignon S., Pisani-Ferry J., Park Y. – 1999. – P. 347–366.
344. Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // *NBER Working Paper*. – 2002. – № 8716. – P. 1–55.
345. Eichengreen B. Democracy and Globalization // *NBER Working Paper*. – 2006. – № 12450. // www.nber.org.
346. Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // *Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley)*. – 1998. – Paper C98, 103. – P. 1–44.
347. Eichengreen B. Exchange Rate Regimes and Capital Mobility: How Much of the Swoboda Thesis Survives? // *NBER Working Paper*. – 2008. – № 14100. – P. 1–22.
348. Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // *NBER Working Paper*. – 2004. – № 10497. // www.nber.org.
349. Eichengreen B. Insurance Underwriter of Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America? // *NBER Working Paper*. – 2006. – № 12451. – P. 1–50.
350. Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // *NBER Working Paper*. – 1999. – № 7418. – P. 1–54.
351. Eichengreen B. Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investors and the Standard Analysis // *University of California, Berkeley*, 2006. – March. – P. 1–15.
352. Eichengreen B., Kletzer K., Mody A. The IMF in a World of Private Capital Markets // *IMF Working Paper*. – 2005. – wp/05/84. // www.imf.org.
353. Eichengreen B., Masson P., Bredenkamp H., Johnston B., Hamann J., Jadresic E., Otker I. Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility // *IMF Occasional Papers*. – 1998. – № 168. // www.imf.org.

354. Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 1–16.
355. Eichengreen B., Flandru M. The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? // NBER Working Paper. – 2008. – № 14154. // www.nber.org.
356. Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1–55.
357. Eichengreen B. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect // IMF Working Paper. – 2000. – wp/00/131. // www.imf.org.
358. Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. – Wash. D.C.: Institute for International Economy, 1999. – 216 p.
359. Eijfinger S., Haan de J. The Political Economy of Central Bank Independence // Special Papers in International Economics. – 1996. – № 19. – P. 1–77.
360. Elekdag S. How Does the Global Economic Environment Influence the Demand for IMF Resources // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/239. – P. 1–33.
361. Emerson M., Gros A., Italianer A., Pisani-Ferry J., Reichenbach H. One Market, One Money: An Evolution of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. – Oxford, New York: Oxford University Press, 1992. – 438 p.
362. Engel Ch., Rogers J. The US Current Account Deficit and the Expected Share of World Output // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2006. – № 856. // www.federalreserve.org.
363. Engel Ch., West K. Taylor Rules and the Deutschmark-Dollar Real Exchange Rate // NBER Working Paper. – 2004. – №10995. // www.nber.org.
364. Engler P., Fidora M., Thimann Ch. External Imbalances and US Current Account: How Supply-Side Changes Affect an Exchange Rate Adjustment // ECB Working Paper. – 2007. – № 761. – P. 6–40.
365. Ergler Ph., Fidora M., Thimann Ch. External Imbalances and US Current Account: How Supply-Side Changes Affect an Exchange Rate Adjustment // ECB Working Paper. – 2007. – № 761. – P. 6–40.
366. ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. – Czech National Bank. – 2003. – July 15. – P. 1–14.
367. Euro-indicators news release. Eurostat. – 2005. – № 120. // www.europa.eu.int.
368. Eun Ch., Resnick B. International Financial Management. – Irwin: McGraw-Hill, 1998. – 698 p.
369. Exchange Rates and the Adjustment of External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – P. 81–120.
370. Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – P. 1–61.
371. Faia E. Monetary Policy in a World With Different Financial Systems // ECB Working Paper. – 2002. – № 183. – P. 5–50.

372. Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2001. – № 705. // www.federalreserve.gov.
373. Fee W.-L. From Asian Monetary Cooperation to Monetary Integration? // School of Business Monash University. Malaysia. – P. 1–27.
374. Ferguson R. Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16–17, 2002. – P. 1–12.
375. Feldman R., Nashashibi K., Allum P., Desruelle D., Enders K., Kahn R., Temprano-Arroyo H. Impact of EMU on Selected Non-European Union Countries // IMF Occasioanl Paper. – 1998. – № 174. // www.imf.org.
376. Feldstein M. Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Global Capital Flows // NBER Working Paper. – 2005. – № 11856 // www.nber.org.
377. Feldstein M., Horioka Ch. Domestic Savings and International Capital Flows // Economic Journal. – 1980. – vol. 90. – P. 314–329.
378. Feltenstein A., Rochon C., Shambloo M. High Growth and Low Consumption in East Asia: How to Improve Welfare While Avoiding Financial Failures // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/278. – P. 3–35.
379. Ferrero A. The Long-Run Determinants of the US External Imbalances // Federal Reserve Bank of New York Staff Report. – 2007. – № 295. – P. 1–51.
380. Ferrucci G., Miralles C. Saving Behavior and Global Imbalances: The Role of Emerging Markets Economies // ECB Working paper. – 2007. - №842. – P. 3–45.
381. Fidrmuc J., Schardax F. Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Monetary and Financial Stability // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 92–109.
382. Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 1–142.
383. Financial Stress and Economic Downturns. Chapter 4. – IMF. World Economic Outlook. – 2008. – October. – P. 129–158.
384. Findlay R., O'Rourke K. Commodity Market Integration, 1500-2000 // NBER Working Paper. – 2001. – № 8579 // www.nber.org.
385. Fischer St. Financial Market Liberalization // Financial Globalization. Fifth BIS Annual Research Conference, 19-20 June 2006 // BIS Paper. – 2006. – № 32. – P. 4–11.
386. Fischer St. The New Global Economic Geography // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. A Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 177–194.
387. Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – P. 1–55.
388. Flood R., Garber P. Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples // Journal of International Economy. – 1984. – № 17. – P. 1–13.

389. Flood R., Rose A. Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals // *Journal of Monetary Economics*. – 1995. – Vol. 36. – P. 3–37.
390. Ford R., Laxton D. World Public Debt and Real Interest Rates // IMF Working Paper. – 1995. – WP/95/30. // www.imf.org.
391. Fox M. Globalization, Aggregate Productivity, and Inflation // Dallas Fed Staff Papers. – 2007. – № 1. // www.dallasfed.org.
392. Fraga A., Golfain I., Minella A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies // NBER Working Paper. – 2003. – № 10019 // www.nber.org.
393. Frankel J. The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices // NBER Working Paper. – 2006. – № 12713. // www.nber.org.
394. Frankel J., Rose A. Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output // NBER Working Paper. – 2000. – № 7857. // www.nber.org.
395. Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. – 2001. – № 8634. – P. 1–108.
396. Frankel J. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria // CEPR Discussion Paper. – 1997. – № 1473. // www.cepr.org.
397. 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.
398. Frankel J. What Do Economists Mean by Globalization? Implications for Inflation and Monetary Policy // Academic Consultants Meeting, Sept 28, 2006. Board of Governors of the Federal Reserve System // www.federalreserve.gov.
399. Fratzscher M. On Currency Crises and Contagion // ECB Working Paper. – 2002. – № 139. – P. 5–30.
400. Fratzscher M. The Euro Bloc, The Dollar Bloc and The Yen Bloc: How Much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World // ECB Working Paper Series. – 2002. – № 154. – P. 5–43.
401. Fratzscher M., Straub R. Asset Prices and Current Account Fluctuations in G7 Economies // ECB Working Paper. – 2009. – № 1014. – P. 5–21.
402. French K., Poterba J. Investor Diversification and International Equity Markets // *American Economic Review*. – 1991. – Vol. 81. – P. 222–226.
403. Friedman B. The Greenspan Era: Discretion, Rather Than Rules // NBER Working Paper. – 2006. – № 12118. // www.nber.org.
404. Friedman B. What Remains from the Volcker Experiment? // NBER Working Paper. – 2005. – № 11346. – P. 1–20.
405. Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2000. – № 692. – P. 1–24.
406. Fritz B., Muhlich L. Regional Monetary Integration among Developing Countries: New Opportunities for Macroeconomic Stability beyond the Theory of Optimum Currency Areas? // German Institute of Global and Area Studies Working Papers. – 2006. – № 38. – P. 1–29.
407. Furlanetto F. Does Monetary Policy React to Asset Prices? Some International Evidence // Norges Bank Working Paper. – 2008. – № 7. – P. 1–40.

408. G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment / Ed. by R. Clarida. – Mas.: NBER, 2007. – 448 p.
409. Gabriele G., Melick W. Perceived Central Banks Intervention and Market Expectations: an Empirical Study of the yen/dollar Exchange Rate, 1993-1996 // BIS Working Papers. – 1999. – № 77. – P. 1–31.
410. Galati G. The Evolving Inflation Process: An Overview // BIS Working Papers. – 2006. – № 196. – P. 1–28.
411. Garcia-Herrero A., Vazques F. International Diversification Gains and Home Bias in Banking // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/281. – P. 1–28.
412. Gave C., Kaletsky A., Gave L.-V. Our Brave New World. – Hong Kong: 2005, GaveKal Research. – 130 p.
413. Gnan E., Valderrama M.-T. Globalization, Inflation and Monetary Policy // Monetary Policy and the Economy. ONB. Q4 / 06. – 2006. – P. 37–54.
414. Griffith-Jones S. Procyclicality; Old and New Policy Challenges // Initiative for Policy Dialogue Meeting. – 2006. – Manchester. July 25th-27th. – P. 1–7.
415. Genberg H., McCauley R., Park Y.-Ch., Persaud A. Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, Reality and the Future // www.cepr.org.
416. Genberg H., Park Y.-Ch., Persaud A. Economic Policy Co-ordination is Needed to Re-align Global Imbalances // CEPR. – 2005. – Sept. // www.cepr.org.
417. Genberg H., Wadhvani S. Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. – 2002. – № 8970. P. 1–22.
418. George S. A Short History of Neoliberalism // Conference on Economic Sovereignty in a Globalizing World. – 1999. – March 24-26 // www.globalpolicy.org.
419. Gerdesmeier D., Mongelli F., Roffia B. The Eurosystem, the US Federal Reserve, and the Bank of Japan: Similarities and Differences // ECB Working Paper. – 2007. – № 742. – P. 3–42.
420. Getler M., Rogoff K. North-South Lending and Endogenous Domestic Capital Market Inefficiencies. – 1990. – 26(2). – P. 245–266.
421. Giannini C. “Enemy of None but a Common Friend of All”? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/10. – P. 1–58.
422. Glatzer E., Gnan E., Valderrama M.-T. Globalization, Import Prices and Producer Prices in Austria // Monetary Policy and the Economy. ONB. Q3 / 06. – 2006. – P. 24–43.
423. Glick R., Rose A. Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional // CEPR Discussion Paper. – 1998. – № 1947. // www.cepr.org.
424. Glick R., Rose A. Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence // European Economic Review. – 2002. – Vol. 46. – № 6. – P. 1125–1151.
425. Global Prospects and Policies. Chapter 1. – IMF. World Economic Outlook. – 2008. – October. – P. 1–48.
426. Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109–156.

427. Globalization and Disinflation – Can Anyone Else ‘Do A China’? // Goldman Sachs Global Economic Paper. – 2006. – № 147. – P. 1–12.
428. Globalization and the State: an overview. Report prepared by the Secretariat. – Group of Experts on the United Nations Programme in Public Administration and Finance. – 2000. – P. 1–9.
429. Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2001.
430. Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2002.
431. Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2003.
432. Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2004.
433. Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2005.
434. Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2006.
435. Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2007.
436. Goetzmann W., Li L., Rouwenhorst K. Long-Term Global Market Correlations // The Bank of Nederland Conference Papers. – 2002. – Feb. 22. – P. 1–52.
437. Goldberg L., Tille C. Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar // NBER Working Paper. – 2008. – № 13820. // www.nber.org.
438. Goldberg L., Wiske Dillon E. Why a Dollar Depreciation May Not Close the US Trade Deficit // Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance. – 2007. – Vol. 13. – № 5. – P. 1–7.
439. Goldstein M. A (Lack of) Progress Report on China’s Exchange Rate Policies // Institute for International Economics Working Paper. – 2007. – WP 07–05. – P. 1–24.
440. Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // IIE Working Paper. – 2005. – 05–7. – P. 1–115.
441. Goldstein M., Lardy N. China’s Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity // Institute for International Economics Working Paper. – 2005. – WP 05–2. – P. 1–20.
442. Goncalves F. The Optimal Level of Foreign Reserves in Financially Dollarized Economies: The Case of Uruguay // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/265. – P. 1–24.
443. Gordon R. What Caused the Decline in US Business Cycle Volatility? // NBER Working Papers. – 2005. – № 11777. // www.nber.org.
444. Gosselin M.-A., Parent N. An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia // Bank of Canada Working Paper. – 2005. – 2005–38. – P. 1–40.
445. Gourinchas P.-O., Rey H. International Financial Adjustment // NBER Working Paper. – 2005. – № 11155. // www.nber.org.
446. Grafe C., Wyplosz Ch. The Real Exchange Rates in Transition Economies. Paper Presented at the Third Dubrovnik Conference on Transition Economies. Dubrovnik. Croatia. 1997. June 25-28.
447. Greenspan A. Globalization of Finance // BIS Review. – 1997. – № 94 // www.bis.org.
448. Grilli V., Mascizndro D., Tabellini G. Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries // Economic Policy. – 1991. – 13 (October). – P. 341–392.

449. Gross D. Inflation Everywhere: Globalization Used to Drive Down Prices. Not Anymore // Monebox. April 26, 2006.
450. Grubel H. The Case for Amero: The Economic and Politics of a North American Monetary Union // Fraser Institute. – 1999. // www.fraserinstitute.org.
451. Gulde A-M., Jafarov E., Prokopenko V. A Common Currency for Belarus and Russia? // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/228. – P. 1–32.
452. Gust Ch., Leduc S., Vigfusson R. Trade Integration, Competition, and Decline in Exchange-Rate Pass-Through // FRB International Finance Discussion Papers. – 2007. – № 864. // www.federalreserve.gov.
453. Gutierrez E. Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence From Latin America and Caribbean // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/53. – P. 1–29.
454. Halpern L., Wyplosz Ch. Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies // IMF Staff Papers. – 1997. – Vol. 44. – № 4. – P. 430–461.
455. Hamada K. The Political Economy of International Monetary Interdependence. – Cambridge: MIT Press, 1985.
456. Hauner D., Kumar M. Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is the “New Economy”? // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/112. – P. 1 – 32.
457. Havrilesky T., Granato J. Determinants of Inflationary Performance: Corporatist Structures vs. Central Bank Autonomy // Public Choice. – 1993. – № 76. – C. 249–261.
458. Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 4–41.
459. Hayek F.A. Monetary Nationalism and World Stability. – London: Longmans, 1937. – 104 p.
460. Heathcote J., Perri F. Financial Globalization and Real Regionalization // NBER Working Paper. – 2002. – № 9292. // www.nber.org.
461. Helbling Th., Mercer-Blackman V., Ceng K. Commodities Boom: Riding a Wave // IMF Finance and Development. – 2008. – March. – P. 10–15.
462. Heller R. Wealth and International Reserves // Review of Economics and Statistics. – 1970. – № 52. – P. 212–214.
463. Henning R. Systemic Conflict and Regional Monetary Integration: The Case of Europe // International Organization. – 1998. – Vol. 52. – № 3. – P. 537–573.
464. Hernandez-Cata E. Price Liberalization, Money Growth, and Inflation During the Transition to a Market Economy // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/76. – P. 1–24.
465. Higgot R. Coming to Terms with Globalization: Non State Actors and Agenda for Justice and Governance in the Next Century // Warwick University Working Paper. – 1999. – P. 1–30.
466. Ho K., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. – 2003. – № 130. – P. 1–55.
467. Hogeveg G. Regional Monetary Arrangements – Lessons from the Euro Area / Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16–17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. – 2002. – P. 1–13.

468. Honohan P., O'Connell S. Contrasting Monetary Regimes in Africa // IMF Working Paper. – 1997. – WP/97/64. – P. 1–48.
469. Honohan P., Shi A. Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Markets // World Bank Working Paper. – 2002. – № 2748 // www.worldbank.org.
470. How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? // World Economic Outlook. – 2006. – Sept. – P. 1–34.
471. How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. — IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97–134.
472. Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. – 2003. – № 6. – P. 1–42.
473. IMF Annual Report. 2004. – Wash., D.C.: IMF, 2004.
474. IMF Annual Report. 2005. – Wash., D.C.: IMF, 2005.
475. IMF Annual Report. 2006. – Wash., D.C.: IMF, 2006.
476. IMF Annual Report. 2007. – Wash., D.C.: IMF, 2007.
477. IMF Borrowing Arrangements: GAB and NAB. A Factsheet. 2004. // www.imf.org.
478. IMF Concludes Discussion on the Eastern Caribbean Currency Union // IMF Public Information Notice. – 2003. – № 40. // www.imf.org.
479. IMF Concludes Discussion on Recent Economic Developments and Regional Policy Issues with the West African Economic and Monetary Union // IMF Public Information Notice. – 2003. – № 31. // www.imf.org.
480. Ihring J., Kamin S., Linder D., Marquez J. Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis // FRB International Finance Discussion Papers. – 2007. – № 891. – P. 1–46.
481. Ihring J., Marazzi M., Rothenberg A. Exchange-Rate Pass-Through in the G-7 Countries // Federal Reserve Board International Discussion Papers. – 2006. – № 851. // www.federalreserve.gov.
482. Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. – 2003. – № 765. – P. 1–60.
483. Ingves S. Introduction // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., Sept. 16–17, 2002 // www.imf.org.
484. Inflation targeting in Czech Republic // www.cnd.cz.
485. Institutional Investors and Asset Allocation // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 5.
486. International Monetary Cooperation Since Bretton Woods. – Wash. (D.C.), Oxford: IMF., Oxford University Press, 1996. – 742 p.
487. Issing O. The Monetary Policy of the ECB in a World of Uncertainty // Policy Panel at the Conference on Monetary Policy-Making under Uncertainty. – ECB. – 1999 // www.ecb.int.
488. Is Inflation Back? Commodity Prices and Inflation. Chapter 3. – IMF. World Economic Outlook. – 2008. – October. – P. 83–128.

489. IT Innovations and Financial Patterns: Implications for Financial System. Report Prepared by Working Group of the Committee on the Global Financial System // BIS Committee on the Global Financial System. – 2002. – P. 1–35.
490. Ito T., Mishkin F. Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem // NBER Working Paper. – 2004. – № 10878 // www.nber.org.
491. Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/212. – P. 1–40.
492. Jacome L., Vazquez F. Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/75. – P. 1–41.
493. Jeanne O., Ranciere R. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/229. – P. 1–33.
494. Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/76. — P. 1-37.
495. Johnson S. The Rise of Sovereign Wealth Funds // IMF. Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. - №3. – P. 1-5.
496. Kamin S., Marazzi M., Schindler J. Is China “Exporting Deflation” // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2004. – № 791. // www.federalreserve.gov.
497. Kamps A. The Euro as Invoicing Currency in International Trade // ECB Working Paper. – 2006. – № 665. – P. 3–57.
498. Kanz S. Single Global Currency // www.singleglobalcurrency.org.
499. Kenen P., Meade E. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // Institute for International Economics Policy Briefs. – 2003. – № PB03–9. – P. 1–19.
500. Kenen P., Swoboda A., Overview. Reforming the International Monetary and Financial System. Proceeding of a Conference held in Washington, D.C. – May 28–29, 1999. IMF // www.imf.org.
501. Kenen P. The International Financial Architecture: What,s New? What,s Missing? – Wash. D.C.: Institute for International Economics, 2001. – 192 p.
502. Keynes J.M. A Treatise on Money. – London: Macmillan, 1930.
503. Kim J. Sudden Stops and Optimal Self-Insurance // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/144. – P. 1–34.
504. Kindlberger Ch. Manias, Panics and Crashes. – N.-Y.: Macmillan, 1996.
505. Kiyotaki N., Matsuyama K., Matsui A. Toward a Theory of International Currency // Review of Economic Studies. – 1992. – № 60. – P. 283–307.
506. Knight M. Challenges to Financial Stability in the Current Global Macroeconomic Environment // BIS Speeches. – 2005. // www.bis.org.
507. Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // www.bis.org.
508. Kohler H. The Role of the IMF in a Globalizing World Economy // Fourth Annual Conference of the Parliamentary Network on the World Bank. 2003. IMF Speeches. // www.imf.org.

509. Kohn D. The Effects of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy // Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts, June 16, 2006 // www.federalreserve.gov.
510. Kostov I., Kostova J. Regarding the Unilateral Euroization of Bulgaria // Bulgarian National Bank Discussion Paper. – 2002. – № 26. – P. 3–14.
511. Kraay A., Ventura J. The Dot-Com Bubble the Bush Deficits, and the US Current Account // NBER Working Paper. – 2005. – № 11543 // www.nber.org.
512. Krichene N. Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/130. – P. 1–26.
513. Krugman P. A Model of Balance of Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. – 1979. – № 11. – P. 311–325.
514. Krugman P. Will Globalization Cause Currency Unification?. – 2006. – November 17. // economistsview.typepad.com.
515. Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. – 2001. – № 7. – P. 1–29.
516. Kuttner K., Posen A. Inflation, Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility // Institute for International Working Papers. – 2004. – № 6. – P. 1–28.
517. Kydland F., Prescott E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // Journal of Political Economy. – 1977. – 85 (3). – P. 473–492.
518. Kydland F., Prescott E. Time to Build and Aggregate Functions // Econometrica. – 1982. – Vol. 50. – P. 1345–1369.
519. La Gall F., Nsouli S. The New International Financial Architecture and Africa // IMF Working Paper. – 2001. – // WP/01/130. – P. 1–33.
520. Lahiri A., Vegh C. Living with Fear of Floating; An Optimal Policy Perspective // NBER Working Paper. – 2001. – № 8391. // www.nber.org
521. Lane P. Inflation in Open Economies // Journal of International Economics. – 1997. – № 42. – P. 327–347.
522. Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. Examining Global Imbalances // Finance and Development. – 2006. – March. – Vol. 43. – № 1. – P. 1–14.
523. Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. A Global Perspective on External Positions // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/161. – P. 1–43.
524. Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. Europe and Global Imbalances // Paper presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF. – 2006. – Wash. (D.C.). – P. 1–25.
525. Lane Ph., Milesi-Ferretti G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/69. – P. 1–61.
526. Lane T., Philips S. Moral Hazard. Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders? // IMF Economic Issue. – 2002. // www.imf.org.
527. Larsen F. How to Govern (Better) the World Economy // Helsinki Conference. 2002. IMF Speeches. // www.imf.org.

528. Lavrac V. Fulfillment of Maastricht Convergence Criteria and the Acceding Countries // Ezoneplus Working Paper. – 2004. – № 21. – P. 1–16.
529. Lavrac V. Institutional Aspects of Dynamics of Inclusion of Accession Countries into the EMU // Ezoneplus Working Paper. – 2003. – № 18. – P. 1–19.
530. Lavrac V., Zumer T. Exchange Rate Regimes of CEE Countries on the Wqy to the EMU: Nominal Convergence, Real Convergence and Optimum Currency Area Criteria // Ezoneplus Working Paper. – 2003. – № 15. – P. 1–26.
531. Lee J. Insurance Value of International Reserves: An Option Pricing Approach // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/175. // www.imf.org.
532. Levitt T. Harvard Business Review. – 1983. – P. 12–28.
533. 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.
534. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65.
535. Lindert P. The World Money Climate and the Ultimate Exchange-Rate Choices // International Economics. 9th ed. – Homewood: Irwin, 1991. – P. 495–530.
536. Lipsky J. The Multilateral Approach to Global Imbalances // Remarks at the Brussels Economic Forum, 2007, May 31. // www.imf.org.; The Multilateral Consultation on Global Imbalances // IMF Issues Brief. – 2007. – April. – P. 1–3.
537. Lopez-Cordova E., Meissner Ch. The Globalization of Trade and Democracy, 1870-2000 // NBER Working Paper. – 2005. – № 11117. // www.nber.org.
538. Loungani P., Razin A., Yuen Ch.-W. Capital Mobility and Output-Inflation Tradeoff // Journal of Development Economics. – 2001. – № 64. – P. 255–274.
539. Loayza N., Romain R. Financial Development, Financial Fragility, and Growth // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/170 – P. 1–31.
540. Lucas R. Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs // American Economic Review. – 1973. – № 63/3. – P. 326–334.
541. Lucas R. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? // American Economic Review. – 1990. – Vol. 80. – P. 92–96.
542. Lybek T. Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of Former Soviet Union, 1995-1997 // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/4. – P. 1–38.
543. Lybek T. Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. – IMF Occasional Paper. – 1998. – OP/98/1 // www.imf.org.
544. Managing Large Capital Inflows. Chapter 3. // IMF. World Economic Outlook. – 2007. – P. 1–29.
545. Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods / Ed. by P.Kenen. – Wash. D.C.: Institute for International Economics, 1994. – 448 p.
546. Mann C. Accelerating the Globalization of America: The Role for Information Technology. – Wash. (D.C.): IIE, 2006. – 256 p.
547. Mann C. The US Current Account, New Economy Service, and Implications for Sustainability // Paper Prepared for the Conference “On the Future Agenda for Economic Policy”. – Institute for International Studies: Stanford University. – 2002. – Oct. 24. – P. 1–21.

548. Markovic B., Povoledo L. Does Asia's Choice of Exchange Rate Regime Affect Europe's Exposure to US Shocks? // Bank of England Working Paper. – 2007. – № 318. – P. 1–45.
549. Marquez J., Schindler J. Exchange-Rate Effects on China's Trade: An Interim Report // FRB International Finance Discussion Papers. – 2006. – № 861. // www.federalreserve.gov.
550. Marshall A. North-American Monetary Integration: Here Comes the Amero // Global Research. Jan. 20, 2008.
551. Masi De P., Estevao M., Kodres L. Who Has a New Economy? // IMF. Finance and Development. – 2001. – Vol. 38. – № 2. – P. 1–10.
552. Masson P. Globalization: Facts and Figures // IMF Policy Discussion Paper. – 2001. – PDP/01/4. – P. 3–24.
553. Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU // IMF Policy Discussion Paper. – 1999. – PDP/99/4. – P. 1–25.
554. Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/34. – P. 3–33.
555. Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa (ECOWAS). Is It Desirable and How Could It Be Achieved? // IMF Occasional Paper. – 2001. – №204. // www.imf.org.
556. Mattoo A., Subramanian A. Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization // Institute for International Economics Working Paper. – 2008. – WP 08-2. – P. 1–31.
557. McAdam P. US, Japan, and Euro Area: Comparing Business-Cycle Features // ECB Working Paper. – 2002. – № 183. – P. 5–19.
558. McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions // NBER Working Paper. – 1999. – № 7393. – P. 1–31.
559. McConnell M.M., Quiros G.P. Output Fluctuations in the United States: What has changed Since the Early 1980s? // American Economic Review. – 2000. – № 90. – P. 1464–1476.
560. McKinnon R., An International Standard for Monetary Stabilization. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.
561. McKinnon R. The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective // Journal of Economic Literature. – 1993. – № 31. – P. 1–40.
562. McKinnon R. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? // www.stanford.edu.
563. Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? // Journal of International Economics. – 1983. – № 14. – P. 3–24.
564. Melick W., Galati G. The Evolving inflation Process: An Overview // BIS Working Papers. – 2006. – № 196. – P. 1–28.
565. Meissner Ch., Oomes N. Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/132. – P. 1–45.

566. Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. – 2002. – № 8950. – P. 1–37.
567. Mendoza E., Quadrini V., Rios-Rull J.-V. Financial Integrations, Financial Deepness and Global Imbalances // IMF. 7th Jacques Polak Annual Research Conference. – 2006. Nov. 9–10. – P. 1–34.
568. Mendoza E., Quadrini V., Rios-Rull J.-V. On the Welfare Implications of Financial Globalization without Financial Development // NBER Working Paper. – 2007. – № 13412. // www.nber.org.
569. Meyer L. Comparative central banking and politics of monetary policy // BIS Review. – 2001. – № 43 // www.bis.org.
570. Meyer L. The New Economy Meets Supply and Demand // Boston Economics Club, Boston, Massachusetts. June 6, 2000 // www.federalreserve.gov.
571. Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. – 2002. – № 723. – P. 1–46.
572. Meyer L. The global outlook and challenges facing central banks around the world // www.bis.org.
573. Minsky H. Can “It” Happen Again? – N.-Y.: Sharpe, 1982.
574. Mishkin F. Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12515. – P. 1–46.
575. Modern Banking and OTC Derivatives Markets: The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk // IMF Occasional Paper. – 2001. – P. 1–72.
576. Mody A., Rogoff K. Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Countries Versus Advanced Economies // NBER Working Paper. – 2004. – № 10673. // www.nber.org.
577. Mohantry M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. – 2003. – № 149. – P. 1–33.
578. Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. – 2002. – № 138. – P. 5–51.
579. Monetary Policy-Making Under Uncertainty // ECB Monthly Bulletin. – 2001. – Jan. – P. 43–55.
580. Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views // BIS Papers. – 2003. – № 18. – P. 1–30.
581. Monetary Union Among Member Countries of the Gulf Cooperation Council. Overview. // IMF Occasional Paper. – 2003. – № 223. // www.imf.org.
582. Morris S., Song Shin H. Unique Equilibrium in a Model of Self-fulfilling Currency Attacks // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88. – № 3. – P. 587–597.
583. Moshirian F. Global Financial Services and a Global Currency // Journal of Banking and Finance. – 2007. – Vol. 31 (1). – P. 3–9.
584. Moshirian F. The Significance of a World Government in the Process of Globalization in the 21st Century // Journal of Banking and Finance. – 2008. – Vol. 32 (8). – P. 1432–1439.

585. Mueller J. The World's Real Money Supply // Wall Street Journal. – 1991. – March 5. – E.P.
586. Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas // American Economic Review. – 1961. – Vol. 51. – P. 657–665.
587. Nakayma K., Sasaki H., Shimizu Y. Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies // International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25–27, 2007). – 2007. – P. 1–16.
588. Natalucci F., Ravenna F. The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in the EU Candidate Countries // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. – 2002. – № 741. – P. 1–45.
589. Neal L., Weidenmier M. Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences // NBER Working Paper. – 2002. – № 9147. // www.nber.org.
590. Neubauer D. The Incredible Shrinking State. Will There Be Social Services When the State Goes Out of Business? Peace Institute Talk. – 1997. // www.hawaii.edu.
591. New Perspective on Financial Globalization. - IMF Economic Forum.: Wash. (D.C.), 2007, April 27. // imf.org.
592. Nord R. Central and Eastern Europe and the New Financial Architecture // Finance and Development. – 2000. – Vol. 37. – № 3. // www.imf.org.
593. Noyer C. The euro in 2000: principal features of the ECB's monetary policy // www.ecb.int.
594. Obstfeld M. External Adjustment // NBER Working Paper. – 2004. – № 10843. // www.nber.org.
595. Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. – Fall 2000. – P. 1–20.
596. Obstfeld M. International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model // The Mundell-Fleming Lecture, presented at First Annual Research Conference of the IMF, November 9–10, 2000. – 2000. – P. 1–54.
597. Obstfeld M., Rogoff K. Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules // The Quarterly Journal of Economics. – 2002. – № 117(2). – P. 503–535.
598. Obstfeld M., Rogoff K. Foundations of International Macroeconomics. – Cambridge: MIT Press, 1996. – 670 p.
599. Obstfeld M., Rogoff K. Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment // Brooking Papers of Economic Activity. – 2005. – P. 67–124.
600. Obstfeld M., Rogoff K. Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment // Global Economic Integration: Opportunities and Challenges. – Reserve Bank of Kansas City, 2000. – P. 165–180.
601. Obstfeld M., Rogoff K. The Intertemporal Approach to the Current Account // NBER Working Paper. – 1996. – № 4893 // www.nber.org.

602. Obstfeld M., Rogoff K. The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is there a Common Cause? // NBER Working Paper. – 2000. – № 7777 // www.nber.org.
603. Obstfeld M., Rogoff K. The Unsustainable US Current Account Position Revisited // NBER Working Paper. – 2004. – № 10869. // www.nber.org.
604. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility // The Bank of Nederland Conference Papers // www.dnb.nl.
605. Obstfeld M., Shambaugh, Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves // NBER Working paper. – 2008. – № 14217. – P. 1–48.
606. Obstfeld M., Taylor A. The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century / Ed. by M.Bordo, C.Goldin and E.White. – Chicago: University of Chicago Press, 1998. – P. 34–78.
607. Ocampo J.-A. The Instability and Inequities of the Global Reserve System // UN Department of Economic and Social Affairs Working Paper. – 2007. – № 59. – P. 1–17.
608. OECD Economic Outlook. Annex. // www.oecd.org.
609. Ojo M. Regional Currency areas and Use of Foreign Currencies: the Experience of West Africa // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – P. 140–144.
610. Okun A. Efficient Disinflationary Policies // American Economic Review. – 1978. – № 68. – P. 348–352.
611. On the Prospects of Introducing the Euro in Lithuania // www.lb.lt.
612. One World, One Currency: Destination or Delusion? // IMF Economic Forum, 2000, November 8 // www.imf.org.
613. O'Rourke K., Williamson J. When Did Globalization Begin? // NBER Working Paper. – 2000. – № 7632 // www.nber.org.
614. Pain N., Koske I., Sollie M. Globalization and Inflation in the OECD Economies // OECD Economic Department Working Paper. – 2006. – № 524. – P. 1–60.
615. Padoa-Schioppa T., Saccomanni F. Managing a Market-led Global Financial System // Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods. – Wash. (D.C.): IIE, 1994. – P. 235–268.
616. Panizza U. “Original Sign” and Monetary Cooperation // New Issues in Monetary Coordination / Ed. By Metzger M., – 2006. – P. 26–35.
617. Papademos L. The Effects of Globalization on Inflation, Liquidity and Monetary Policy // Speech at the Conference “International Dimensions of Monetary Policy”. Girona, 11 June 2007. // www.ecb.int.
618. Papaioannou E., Portes R., Siouronis G. Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospect for the Dollar // NBER Working Paper. – 2006. – № 12333. // www.nber.org.
619. Pazarbasioglu C., Goswami M., Ree J. The Changing Face of Investors // Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 6.
620. Persson T., Tabellini G. Designing institutions for Monetary Stability // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1993. – № 39. – P. 53–89.

621. Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. – 1998. – № 191. – P. 1–58.
622. Pipat L., Schandler S. Do Economists' and Financial Markets' Perspectives on the New Members of the EU Differ? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/65. – P. 1–31.
623. Pippenger J. Bank of England Operations, 1893-1913. A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ed. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. – Chicago: Chicago University Press, 1984. – P. 203–221.
624. Pollard P. A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve // The Federal Reserve Bank of St.Louis Review. – 2003. – Jan/Feb. – P. 11–30.
625. Prasad E., Rajan R., Subramanian A. The Paradox of Capital // IMF Finance and Development. – 2007. – Mar. – Vol. 44. – № 1. – P. 1–10.
626. Prasad E., Rogoff K., Wei Sh.-J., Ayhan Kose M. Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries // NBER Working Paper. – 2004. – № 10942. // www.nber.org.
627. Primary Commodity Prices. IMF. // www.imf.org.
628. Programme for ERM II Entry and Adoption of the Euro. Joint Programme of the Slovenian Government and the Bank of Slovenia. – Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. – 77 p.
629. Rato de R. The Global Economy and Challenges for Europe. Speech at Barcelona, Oct. 25, 2005. // www.imf.org.
630. Rato de R. The IMF's Medium-Term Strategy: New Priorities, New Directions. Remarks by R. de Rato Managing Director, International Monetary Fund At the Aspen Institute, Rome, Italy, February 9, 2006 // IMF Speeches. – 2006. // www.imf.org.
631. Rajan R. Has Financial Development Made the World Riskier? // NBER Working Paper. – 2005. – № 11728. – P. 1–45.
632. Razin A. Globalization and Disinflation: A Note // NBER Working Paper. – 2005. – № 10954. – P. 1–19.
633. Razin A., Loungani P. Globalization and Inflation-Output Tradeoffs // NBER Working Paper. – 2005. – № 11641. – P. 1–36.
634. Razin A., Rose K. Business-Cycle Volatility and Openness / Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth. Ed. by L. Leiderman and A. Razin. – Cambridge University Press, 1994. – P. 48–76.
635. Razin A., Binyamini A. Flattened Inflation-Output Tradeoff and Enhanced Anti-Inflation Policy: Outcome of Globalization? // NBER Working Paper. – 2007. – № 13380. – P. 1–20.
636. Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. – NBER Working Papers. – 2001. – № 8535. – P. 1–52.
637. Reinhart C., Rogoff K. Is the US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison // NBER Working Paper. – 2008. – № 13761. – P. 1–20.

638. Reinhart C., Rogoff K. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises // NBER Working Paper. – 2008. – № 13882. // www.nber.org.
639. Reinhart C., Rogoff K. Serial Default and the “Paradox” of Rich-to-Poor Capital Flows // *American Economic Review*. – 2004. – № 94(2). – P. 53–58.
640. Reinhart C., Rogoff K. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation // NBER Working paper. – 2002. – № 8963. // www.nber.org.
641. Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. – 2003. – № 10015. – P. 1–67.
642. Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System and Reform of the IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2000.
643. Research on Exchange Rates and Monetary Policy: An Overview // BIS Working Papers. – 2005. – № 178. – P. 1–19.
644. Reserve Bank of Asia: Institutional Framework for Regional Monetary and Financial Cooperation // RIS Policy Briefs. – 2003. – № 3. – P. 1–4.
645. Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // NBER Working Paper. – 2006. – № 11952. // www.nber.org.
646. Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // *The New Economic Geography: Effects and Policy Implications*. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24-26, 2006. – 2006. – P. 1–43.
647. Rogoff K. Globalization and Global Disinflation // *Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy*. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole, Wyoming, 2003. – P. 77–112.
648. Rogoff K. On Why Not a Global Currency // *American Economic Review*. – 2001. – Vol. 91. – № 2. – P. 243–247.
649. Rogoff K., Husain A., Mody A., Brooks R., Oomes N. Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes // *IMF Occasional Papers*. – 2004. – № 229. – P. 1–72.
650. Roubini N., Sala-I-Martin X. Financial Repression and Economic Growth // *Journal of Development Economics*. – 1992. – vol. 39. – № 1. – P. 5–30.
651. Romer D. A New Assessment of Openness and Inflation: Replay // *Quarterly Journal of Economics*. – 1998. – № 112. – P. 649–652.
652. Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // *Quarterly Journal of Economics*. – 1993. – № 108. – P. 869–903.
653. Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Paper. – 2006. – № 12711. – P. 1–31.
654. Rose A., Engel Ch. Currency Unions and International Integration // NBER Working Paper. – 2000. – № 7872. // www.nber.org.
655. Rousseau P., Sylla R. Financial Systems, Economic Growth, and Globalization // NBER Working Paper. – 2001. – № 8323 // www.nber.org.
656. Ruding O. The Transformation of the Financial Services Industry // *Financial Stability Institute Occasional Paper*. – 2002. – № 2. – P. 1–30.

657. Ruffer R., Stracca L. What Is Excess Liquidity, and Does It Matter? // ECB Working Paper. – 2006. – № 696. – P. 3–48.
658. Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. // *Brooking Papers on Economic Activity*. – 1996. – № 1. – P. 147–198.
659. Saez L., Fratzscher M., Thimann Ch. The Transmission of Emerging Market Shocks to Global Equity Markets // ECB Working Paper. – 2007. – № 724. – P. 5–40.
660. Salvatore D. *International Economics*. – New Jersey: Prentice Hall, 1998. – 766 p.
661. Sanchez M. Is the Time Ripe for a Currency Union in Emerging Asia? The Role of Monetary Stabilization // ECB Working Paper. – 2005. – № 567. – P. 3–54.
662. Sasaki H., Yamaguchi S., Hisada T. The globalization of financial markets and monetary policy // *International financial markets and the implications for monetary and financial stability*. BIS Conference Papers. – Basel: BIS, 2001. – P. 57–78.
663. Schinasi G. *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*. – Wash., D.C.: IMF, 2005. – 320 p.
664. Schmukler S. Exchange Rate Arrangements and Disagreements: Prospects for a World Currency // *Oesterreichische Nationalbank Working Paper*. – 2006. – № 127. – P. 42–48.
665. Schuler K. *Should Developing Countries Have Central Banks?* – London: Institute for Economic Affairs, 1996.
666. Schwartz A. Asset Price Inflation and Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 9321. – P. 1–22.
667. Shirono K. Real Effects of Common Currencies in East Asia // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/166. – P. 1–23.
668. Short-, Long-Term Interest Rates // *OECD Main Economic Indicators*. – 2003. – May. – P. 18–19.
669. Sinn H.-W. The New Systems Competition // NBER Working Paper. – 2002. – № 8747. – P. 1–24.
670. Sinn H.-W. The Welfare State and the Forces of Globalization // NBER Working Paper. – 2007. – № 12946. – P. 1–23.
671. Slawinski A. *The Development of the Forex Market in Poland and its Influence on the NBP Monetary Policy / Global Trends and Changes in East European Banking*. — Poland, Krakow: Jag. Un-t., 1998. – P. 357–364.
672. Snowdown B., Vane H. *The Austrian School // Modern Macroeconomics. Its Origins, Developments and Current*. – Mas.: E.Elgar Publ., 2005. – P. 474–516.
673. Sovereign Wealth Fund // www.en.wikipedia.org.
674. Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda // IMF. – 2008. – P. 1–35.
675. Specification of the Strategy for Adopting the Euro in the Slovak Republic // www.nbs.sk.
676. Sredniokresowa strategia polityki pienieznej na lata 1999-2003. Rada Polityki Pieneoxnej // www.nbp.pl.
677. Stark J. The Euro Area's Role in the Global Economy. Speech Held at The Institute of European Affairs, Dublin, 13 Oct. 2006. // www.ecb.int.

678. Stark J. The Race for the Euro // The International Economy. – 2003. – Spring. – P. 52–55.
679. Steding W. The Globo. – Norwich University. – 2008. – P. 1–21.
680. Stock J., Watson M. Why Has US Inflation Become Harder to Forecast? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12324. // www.nber.org.
681. Strange S. Protectionism and World Politics // International Organization. – 1985. – vol. 39. – № 2. – P. 233–260.
682. Strange S. The Politics of International Currencies // World Politics. – 1971. – vol. 23. – № 2. – P. 215–231.
683. Strauss-Kahn M.-O. Regional Currency Areas: A Few Lessons from the Experiences of the Eurosystem and the CFA Franc Zone P. // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. – BIS Paper. – 2003. – № 17. – 43–58.
684. Suppel R. Comparing Economic Dynamics in the EU and CEE Accession Countries // ECB Working Paper. – 2003. – № 267. – P. 4–29.
685. Sutherland A. International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration // ECB Working Papers. – 2002. – № 174. – P. 5–43.
686. Swoboda A. Credibility and Viability in International Monetary Arrangements // Finance and Development. – 1986. – Vol. 23. – P. 15–18.
687. Swoboda A., Zettelmeyer J. Key Issues in International Monetary and Financial Reform // Reforming the International Monetary and Financial System. – Wash. (D.C.): IMF, 2001. – P. 395–427.
688. Symposium on the “Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?” // Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkley, San Francisco, 4 Feb., 2005. // www.frbsf.org.
689. Tanzi V. Globalization and Future of Social Protection // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/12. – P. 1–23.
690. Tanzi V. Globalization, Technological Developments, and the Work of Fiscal Termites // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/181. – P. 1–23.
691. Tanzi V. The Demise of the Nation State? // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/120. – P. 1–17.
692. Tanzi V. The Changing Role of the State in the Economy: A Historical Perspective // IMF Working Paper. – 1997. – WP/97/114. – P. 1–21.
693. Taylor A. International Capital Mobility in History: Savings-investments Relationship // NBER Working Paper. – 1996. – № 5743 // www.nber.org.
694. Temple J. Openness, Inflation and the Phillips Curve: A Puzzle // Journal of Money, Credit and Banking. – 2002. – Vol. 34. – P. 450–468.
695. Tenreyro S., Barro R. Economic Effects of Currency Unions // NBER Working Paper. – 2003. – № 9435. // www.nber.org.
696. Teslik L.H. Sovereign Wealth Funds // Council of Foreign Relations. – 2008. – Jan. 18 // www.cfr.org.
697. The Accumulation of Foreign Reserves // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – P. 3–72.

698. The Czech Republic and the Euro – Draft Accession Strategy / Czech National Bank, 2002. – P. 1–6.
699. The Eastern Caribbean Currency Union. Institutions, Performance, and Policy Issues // IMF Occasional Paper. – 2000. – № 195. // www.imf.org.
700. The evolution of central banking / BIS 67th Annual Report. – Basle: BIS, 2001. – P. 140–160.
701. The Fed and the ECB: Similarities and Differences // www.unc.edu.
702. The Federalist Debate. Papers for Federalists in Europe and the World. – Torino. – 2001. – № 1. – March. – P. 20.
703. The Global Economy / BIS 76th Annual Report. – Basel: BIS, 2007. – P. 2–22.
704. The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter III. – P. 99.
705. The Globalization of Labor // World Economic Outlook // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2007. – P. 163.
706. The New Economy: Beyond the Hype. Final Report on the OECD Growth Project. Meeting of the OECD Council at Ministerial Level. – France: OECD, 2001. – P. 1–28.
707. The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. – Warsaw: National Bank of Poland, 2003. – 55 p.
708. Triffin R. Gold and Dollar Crisis. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. – 246 p.
709. Toward a New Financial Architecture for a Globalized World. Address by Michel Camdessus Managing Director of the International Monetary Fund at the Royal Institute of International Affairs, London, May 8, 1998 // www.imf.org.
710. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market. – BIS: 2007. – P. 1–16.
711. Truman E. Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances // Institute for International Economics Working Paper. – 2005. – WP 05-6. – P. 1–45.
712. Truman E. Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability // Institute for International Economics Policy Brief. – 2007. – PB07-6. – P. 1–8.
713. Truman E. United States, Euroland, and Japan Should Adopt Inflation Targeting // Institute for International Economics News Releases. – 2003. – oct. 30. // www.iie.com.
714. Tsangarides Ch., Ewencyk P., Hulej M. Stylized Facts on Bilateral Trade and Currency Unions: Implications for Africa // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/31. – P. 1–37.
715. Turner Ph. Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications // BIS Quarterly Review. – 2006. – Sept. – P. 39–52.
716. Tytell I. Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies // Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 122–123.

717. Tytell I., Shang-Jin Wei. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/84. – P. 3–40.
718. Ugai H. Effects of the Quantitative Easing Policy : A Survey of Empirical Analyses // Bank of Japan Working Paper. – 2006. – № 06-E-10. – P. 37.
719. Upper Ch. Derivatives Activity and Monetary Policy // BIS Quarterly Review. – 2006. – Sept. – P. 65–76.
720. U.S. Monetary Policy and Financial Markets / Ed. by A.-M. Meulendyke. – New York: Federal Reserve Bank of New York pub., 1989. – 231 p.
721. Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. – 2002. – P. 1–6.
722. Walker Ch., Punzi M. T. Financing Global Imbalances // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/177. – P. 1–21.
723. Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers. – 2002. – Oct. – P. 1–40.
724. Wagner H. Central Banking in Transition Countries // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/126. – P. 1–49.
725. Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.
726. Wang J.-Y., Masha I., Shirono K. The Common Monetary Area in Southern Africa: Shocks, Adjustment, and Policy Challenges // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/158. – P. 1–63.
727. Warnock F., Warnock V. International Capital Flows and US Interest Rates // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2005. – № 840. // www.federalreserve.gov.
728. Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity // ECB Occasional Paper. – 2005. – № 29. – P. 3–68.
729. Western Europe: Structural Reforms Remain Key to Stronger Growth // World Economic Outlook. – IMF: Washington D.C., 2006. – Sept. – P. 44–49.
730. White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 1–20.
731. White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20.
732. Whitman M. Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payment // Brooking Papers on Economic Activity. – 1975. – № 3. – P. 491–555.
733. Wijnholds O., Sondergaard L. Reserve Accumulation: Objective or By-product? // ECB Occasional Paper. – 2007. – № 73 – P. 3–42.
734. Willett T. U.S. Monetary Policy and World Liquidity // The American Economic Review. – 1983. – Vol. 73. – № 2. – P. 43–47.
735. Williamson J. A Woldwide System of Reference Rate // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. – 2006. – № 130. – P. 5–17.
736. Williamson J. Choosing Monetary Arrangements for the 21th Century: Problems of a Small Economy // Institute for International Economy Policy Breif. – 2006. – PB 06-8. – P. 1–12.

737. Williamson J., Miller M. Targets and Indicators // Policy Analyses in International Economics. – 1987. – № 22. – P. 346–362.
738. Williamson J. Reference Rates and the International Monetary System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economy, 2007. – 104 p.
739. Williamson J. Target Zones and the Management of the Dollar. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1986. – 364 p.
740. Williamson J. The Exchange Rate System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1985. – 426 p.
741. Williamson J. The Failure of World Monetary Reform, 1971–1974. – N.-Y.: New York University Press, 1977.
742. Williamson J. The Future of the International Monetary System // Global Imbalances and Developing Countries: Remedies for a Failing International Financial System / Ed. By J.J. Teunissen and A. Akkerman. – Amsterdam: Forum on Debt and Development, 2007. – P. 120–130.
743. Wong A. Measurement and Inference in International Reserve Diversification // Institute for International Economy Working Paper. – 2007. – WP 07-6. – P. 1–63.
744. Woodford M. Globalization and Monetary Control // NBER Working Paper. – 2007. – № 13329. – P. 1–78.
745. Woodford M. Monetary Policy in the Information Economy // NBER Working Paper. – 2001. – № 8674. – P. 1–69.
746. Woodford M. Monetary Policy in a World Without Money // NBER Working Paper. – 2000. – № 7853. – P. 1–45.
747. World Development Indicators. – Wash. (D.C.): World Bank, 2003. – P. 186–334.
748. World Development Indicators. – Wash. (D.C.): World Bank, 2005. – P. 198–324.
749. World Economic Outlook. IMF. – Wash. (D.C.): IMF., 2001.
750. World Economic Outlook. IMF. – Wash. (D.C.): IMF., 2002.
751. World Economic Outlook. IMF. – Wash. (D.C.): IMF., 2003.
752. World Economic Outlook. IMF. – Wash. (D.C.): IMF., 2004.
753. World Economic Outlook. IMF. – Wash. (D.C.): IMF., 2005.
754. World Economic Outlook. IMF. – Wash. (D.C.): IMF., 2006.
755. World Economic Outlook. IMF. – Wash. (D.C.): IMF., 2007.
756. World Economic Outlook. IMF. – Wash. (D.C.): IMF., 2008.
757. Worrell. D. A Currency Union for the Caribbean // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/35. – P. 1–34.
758. Wren-Lewis S. Exchange Rates for the Dollar, Yen and Euro // Institute for International Economics Policy Brief. – 1998-3. // www.iir.com.
759. Xafa M. Global Imbalances and Financial Stability // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/111. – P. 1–20.
760. Yehoue E. On the Pattern of Currency Blocs in Africa // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/45. – P. 3–7.
761. Zelmer M. Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities // IMF Policy Discussion Paper. – 2001. – PDP/01/7 // www.imf.org.

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

ВІКТОР ВАЛЕРІЙОВИЧ КОЗЮК

Монографія
МОНЕТАРНІ ЗАСАДИ ГЛОБАЛЬНОЇ
ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

Редактор: *Інна Калачик*

Комп'ютерна верстка: *Ольги Слимак*

Дизайн обкладинки: *Марії Одобецької*

Підписано до друку 10.07.2009 р.
Формат 60x84 ¹/₁₆. Гарнітура Times.
Папір офсетний. Друк на дублікаторі.
Умов. друк. арк. 42,3. Облік.-видав. арк. 44,3
Зам. № М 014-09. Тираж 500 прим.

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців ДК № 3467 від 23.04.2009 р.

Підготовлено до друку у ТНЕУ
(видавництво "Економічна думка")
46004 м. Тернопіль, вул. Львівська, 11
тел. (0352) 47-58-72
E-mail: edition@tneu.edu.ua

Віддруковано в ТОВ "Гал-Друк"
м. Тернопіль вул. Бродівська, 44
т.(0352) 52-05-63; 52-73-05
Зам. № 76-А