



**Економічна теорія**

Віктор КОЗЮК

**ПОСТКРИЗОВА ГЛОБАЛЬНА  
МОНЕТАРНА НЕСТАБІЛЬНІСТЬ**

**Резюме**

Подолання глобальної фінансової кризи загрожує перерости в посилення глобальної монетарної нестабільності. На відміну від попередніх випадків глобальних монетарних стресів, сучасний період характеризується кризовими процесами довкола системи резервних активів та інфляційних наслідків поведінки фінансових дисбалансів і глобальної ліквідності. Асиметричне відновлення ринків активів у розрізі країн посилює флуктуації у сфері потоків капіталу та валютних курсів, що збільшує попит на валютні резерви і консервує докризові глобальні монетарні взаємини разом із пошуком альтернативних варіантів деномінації зовнішніх активів країни. Внаслідок того, що монетарні акції не переростають у чистому вигляді у глобальний попит, що реанімує реальний випуск, глобальна економіка опиняється у стані стагфляційної пастки. Вихід з неї повинен супроводжуватись посиленням міжнародної координації монетарної політики задля посилення контролю за поведінкою глобальної ліквідності.

**Ключові слова**

Глобальна монетарна нестабільність, валютні резерви, валютні курси, глобальна ліквідність, ринок активів, центральні банки.

---

© Віктор Козюк, 2011.

Козюк Віктор, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

Класифікація за JEL: G20.

## Вступ

Неодмінною рисою посткризових періодів в економіці є нарощування інтенсивності дискусій з приводу перегляду усталених теоретичних та прикладних позицій у сфері економічної політики. Глобальна фінансова криза не виявилась винятком. Незважаючи на достатньо переконливі вектори реформування макрополітики на національному рівні, що швидко імплементуються під егідою макрофінансового підходу, питання глобальних монетарних проблем залишаються за межами активних дискусій. Поряд із цим, низка оприлюднених пропозицій у сфері глобальних монетарних реформ (наприклад, звіт так званої Комісії Стігліца [1]) залишають більше запитань, ніж відповідей. Складність реформування системи глобальних монетарних взаємин та відсутність інституційних рамок примусу до реформ і колективної участі в них багато в чому спонукають до традиційної орієнтації на реформи національно-центричного рівня. Іншою причиною цього слід визнати те, що на сьогодні теоретичний консенсус з приводу того, наскільки глобальна фінансова криза зумовлена та пов'язана із глобальними монетарними процесами, відсутній. Природно, що в таких умовах створюються сприятливі інтелектуальні передумови для відносно відокремленого аналізу варіантів економічних, інституційних реформ, виявлення ризиків та загроз посткризового розвитку з позиції функціонування національних і глобального монетарного та фінансового режимів.

Агресивні заходи монетарної та фіскальної політики з подолання кризи в розвинутих країнах уже через деякий час продемонстрували наявність потужних глобально негативних зовнішніх ефектів. Їх виникнення є цілком закономірним у світлі того, що антикризові рішення реалізовувались у тому самому структурному середовищі глобальних монетарних взаємин, що сформувались наприкінці 1990-х і визнані нами як «розмиті контури Ямайської валютної системи» [2, с. 488–535]. Посткризове консервування статусу кво у сфері глобальних монетарних процесів, як це вже видно з подій довкола коливань курсу долара США, фіскальних криз у Європі та поведінки глобальної ліквідності та цін на первинні ресурси, відображає збереження тенденцій до відтворення глобальної монетарної нестабільності у формах, які будуть ще більш спотвореними, ніж до кризи. Це очевидно у світлі радикальних відмінностей між очікуваннями щодо ефективності фінансового сектора, балансу сил у сфері глобальних фінансів та оцінки перспектив можливостей функціонування економіки у стані прогресуючих дисбалансів. Природно, означені проблеми потребують системного аналізу, що робить цю статтю актуальною.

## **Спектр глобальних монетарних проблем у теоретичних дискусіях до- та післякризового періоду**

Найбільш характерні риси глобальних монетарних процесів докризового періоду в економічній літературі достатньо добре висвітлені та зводяться до наступного: гіпертрофія валютних резервів, зумовлена широким набором мотивів (самострахування від валютно-фінансових потрясінь, монетарний та фінансовий меркантилізм, конкурентне нагромадження резервів), асиметрична поведінка валютних курсів у країнах з ринками, що виникають (толерування девальваціям і уникнення ревальвацій щодо долара США), чіткий поділ на країни з дефіцитом та профіцитом платіжного балансу, внаслідок чого формування глобальної ліквідності спирається на характер глобальних монетарних взаємин або взаємин між дефіцитними і профіцитними країнами, які набувають форм потоків капіталу та зростання попиту на активи, глобально низькі відсоткові ставки тощо [2, 3, 4]. Водночас, зумовленість кризи саме глобальними монетарними паттернами дуже часто ставиться під сумнів з точки зору погляду на ліквідність не як на продукт експансії валютних резервів у глобальних масштабах, а як на взаємодію між монетарними змінними розвинутих країн та структурними зрушеннями у глобальній фінансовій системі. Не заперечуючи важливу роль останнього, слід констатувати, що нехтування проблемою асиметричного макроекономічного статусу країн, що емітують резервні активи, і країн, що пред'являють попит на них, а також проблемою відсутності системного контролю за монетарною експансією глобального рівня внаслідок асиметричної реакції валютних курсів призводить до занадто оптимістичного покладання на те, що імплементація макрофінансового підходу в практику діяльності органів макроекономічної політики дасть змогу уникнути масштабних фінансових потрясінь без реформ глобальних монетарних взаємин [5, 6].

Акценти на необхідності перегляду монетарних координат функціонування глобальної економіки роблять у низці праць, які чітко констатують, що відсутність симетричних реакцій валютних курсів відтворює проблеми глобальних фінансових дисбалансів і у світлі агресивних антикризових заходів цементує проблему низьких відсоткових ставок, надмірного лівереджу та волатильності на фінансових ринках [7, 8, 9, 10].

Попри визнання необхідності реформ слід висловити скептичні застереження щодо найбільш відомих пропозицій стосовно забезпечення глобальної монетарної стабільності. Наприклад, запропонована Дж. Вільямсоном система «відповідних валютних курсів» (*reference rate system*) акцентує увагу на тому, що не лише надмірні коливання курсових співвідношень породжують монетарну нестабільність міжнародного рівня, а і їх брак створює глибокі

проблеми [11, 12]. Утім, цей підхід має слабіну з точки зору імплементабельності в аспекті адекватності та юститабельності методик визначення рівня обмінних курсів, за яким центробанки зобов'язані здійснювати інтервенції чи уникати їх. Певною альтернативою системі централізованих вимог щодо корекції валютних курсів є підхід, що передбачає розширення зони застосування СДР у процесі менеджменту глобальної ліквідності на основі транзитних рахунків, які давали б можливість підтримувати обсяги зовнішніх активів без їх тиску на внутрішню грошову пропозицію [13, 14, 15]. Утім, пропозиції щодо посилення ролі СДР також викликають скепсис. Будь-які транзитні рахунки МВФ у СДР, функціоналізовані як буфери надлишкової ліквідності, обмежують дискреційні рішення національних центробанків, а також не створюють ринкових передумов для контролю за ліквідністю та корекції дисбалансів з точки зору фундаментальних макропроцесів.

Проблема глобальної монетарної нестабільності в економічній літературі також не відображає однаковості. Можна виділити низку ключових моментів, які трапляються в різних авторів, але ті по-різному роблять наголос на кожному з них. По-перше, ризики глобальної нестабільності породжують проциклічність у поведінці валютних резервів і потоків капіталу. По-друге, низькі ставки, що є наслідком експансії ліквідності, заохочують надкредитування та надзапозичення, завдяки чому будь-яка країна стає вразливою до реверсів у потоках капіталів. По-третє, навіть незважаючи на те, що фактична криза 2007–2009 рр. не була кризою швидкої корекції платіжних дисбалансів на основі недовіри до долара США, ризики такого сценарію не зняті, а, навпаки, актуальні, загрожуючи підвищенням ставок і послабленням глобальної фінансової системи. По-четверте, глобальна монетарна стабільність вразлива до специфічних монетарних взаємин між США та Китаєм; уникнення ревальвації юаня може наразити світ на торгівельні війни та інші форми неринкової поведінки провідних країн [9, 10, 16, 17, 18, 19].

Традиційні кейнсіанські макроекономічні аргументи щодо потенційних ризиків для глобальної економіки з боку глобальних монетарних взаємин висувують у низці авторитетних праць. Глобальні дисбаланси породжують ситуацію з пасткою ліквідності, тим самим послаблюючи можливості центробанків пом'якшувати рецесію. Така закономірність зумовлена тим, що в умовах націлювання на високі рівні заощаджень для підтримання платіжного профіциту в одних країнах, відсоткові ставки в інших не можуть зміщуватись автоматично. У випадку пастки ліквідності високий рівень глобальних заощаджень унеможливорює зниження відсоткових ставок за допомогою монетарних методів до рівня, що відповідав би очікуваній реанімації сукупного попиту [20]. Поточна система глобальних дисбалансів є іманентно дефляційною: дефіцитні країни змушені зменшувати імпорт мірою наближення до ліміту зовнішніх запозичень, а профіцитні країни не змушені підвищувати попит на імпорт; центробанки легко можуть запобігати ревальвації, збільшуючи обсяги резервів, але запобігання девальвації обмежено їх наявністю; політика МВФ

толерує спрямуванню макроінструментів на подолання дефіциту поточного рахунку, але позбавлена засобів впливу на профіцитну країну [21]. Попри те, що дефляційні наслідки глобальних дисбалансів пояснюються і з інших теоретичних позицій (з точки зору теорії «браку (якісних) активів і рівноважних дисбалансів»), емпірична картина глобальної економіки заперечує це у світлі поведінки цін на первинні ресурси, що на сьогодні можна вважати сучасною формою глобальної монетарної нестабільності. Тобто система дисбалансів як основа глобальних монетарних взаємин є не дефляційною, а інфляційною (з певним лагом).

Незважаючи на достатність і всебічність опрацювання даної теми, слід визнати брак комплексного підходу до розуміння зв'язку між тим, що збереження після кризи чіткого розшарування глобальної економіки за принципом поділу на країни з гнучким курсом та країни, що продовжують акумуляцію резервів, має системні імперфекції, які не можуть бути подолані в межах пропозицій щодо посилення міжнародних важелів регулювання глобальних монетарних процесів. Також у більшості проаналізованих досліджень не розглядають посткризові проблеми у сфері диверсифікації глобальних валютних резервів і те, які це може мати наслідки для коливань валютних курсів та ліквідності з відповідним впливом на фінансову стабільність у світі. Відповідно, дану статтю присвячено висвітленню окреслених проблем у сфері глобальної монетарної нестабільності посткризового періоду.

### **Зміна форми глобальної монетарної нестабільності**

Найбільш характерною рисою посткризового функціонування глобальної економіки є те, що практично більшість монетарних процесів глобального рівня докризового періоду повністю відтворюється, однак на тлі глобальної рецесії та поглиблення розриву у швидкості відновлення економіки в розрізі розвинутих країн і країн з ринками, що виникають. Ця тенденція приводить до консервування чіткого поділу на країни, що підтримують плаваючий курс, і країни, що орієнтуються на підтримання платіжного профіциту, тобто, по суті, більшість країн з ринками, що виникають.

Така модель глобальних монетарних взаємин суттєво змінює форму нестабільності, відому з досвіду 1990-х, коли її епіцентром були країни, що швидко інтегрувались з фінансовими ринками, які активно глобалізувались. Девальвації та кризи типу «раптова зупинка» засвідчували, як зростання потоків капіталу спроможне запустити хвилі нестабільності у глобальні монетарні процеси через ланцюгову реакцію обвалу валюти, вплив капіталу, втрати у фінансовому секторі, підвищення волатильності на фінансових ринках та відповідні монетарні запобіжні акції центробанків у сфері ліквідності, на

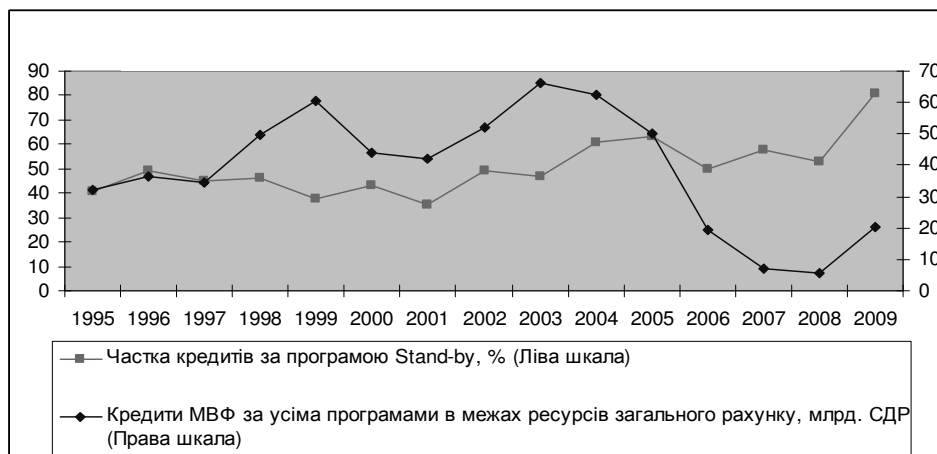
що валютні курси та відсоткові ставки відгукувались відповідно до очікувань швидкості відновлення фінансових ринків. Пошук варіантів забезпечення глобальних монетарних процесів від девальвацій на ринках, що виникають, після Азійської кризи перетворився на наріжний камінь уявлень про перспективні обриси стабільного функціонування фінансової архітектури світу [22]. Утім, переорієнтація країн з ринками, що виникають, на нагромадження валютних резервів з метою самострахування, а також проведення політики монетарного меркантилізму та конкурентного примноження зовнішніх активів [23, 24, 25] суттєво змінило факторні ознаки нестабільності монетарних процесів глобального рівня.

Одним з проявів цього є різке зниження ролі міжнародних фінансових організацій в ієрархії стабілізуючих механізмів, що в посткризовій перспективі консервується низькою вірогідністю стохастичних змін у попиту на резерви. Попри колективну неефективність глобального підвищення попиту на резервні активи [26], індивідуальні вигоди є достатньо відчутними, що підтвердили події 2008 р., коли масштаби резервів в окремих країнах, уражених кризою, обернено кореспондували з глибиною падіння курсу валют [27].

Недовіра до системи міжнародного кредитування останньої інстанції чітко віддзеркалюється в мотиві самострахування при нагромадженні резервів. Їх обсяг суттєво змінив залежність між масштабами кризових явищ у глобальній економіці, зміною чистої кредитної позиції МВФ та темпами приросту зовнішніх активів центробанків. При співмірних рівнях девальвації в 1996–1999 рр. та 2007–2009 рр. обсяги допомоги з боку МВФ різко відрізняються, а значення програм stand-by підвищилось лише в умовах глобальної фінансової кризи. Попри деяке підвищення обсягів кредитування МВФ за рахунок програм макростабілізації з 2008 р., фізичні обсяги кредитування і досі залишаються неспівмірно малими, порівняно з періодом 1998–2004 рр. (рис. 1). У першому наближенні це засвідчує і послаблення вразливості багатьох країн до зміни валютного курсу, і можливості протиставити деструктивним процесам на глобальних ринках валютні резерви, і намагання вдатись до конкурентних девальвацій, які є достатньо маловірогідним випадком у ситуації масштабного глобально-центричного припливу капіталів на ринки країн з середнім та низьким доходом. Зниження значення МВФ в екстремній пропозиції глобальної ліквідності чітко засвідчує, що в основі її формування перебувають не міжнародні регулятори, а національно-центричні варіанти акумуляції зовнішніх активів. Природно, що такі зміни відбулися лише внаслідок того, що сама форма і джерела глобальної монетарної нестабільності змінилися. Вони вже не пов'язані із країнами з ринками, що виникають, і це знаходить своє віддзеркалення в обсягах та структурі кредитної активності МВФ.

Рисунок 1

Частка програми Stand-by у кредитній активності МВФ



Джерело: Побудовано автором на основі IMF Annual Report за відповідні роки. (Див.: [www.imf.org](http://www.imf.org))

Відзначена різким стисненням ліквідності на фінансових ринках, глобальна фінансова криза та боротьба з нею продемонстрували обмеженість дієвості міжнародного кредитування останньої інстанції. З одного боку, масштабні свопові операції між ФРС та провідними центробанками засвідчили, що прямі угоди між центробанками можуть бути більш гнучкими. У випадках, коли вони напряду стосуються інтересів окремих з них, обсяги операцій можуть істотно перевищувати доступні ресурси МВФ. Аналогічно механізм ініціатив Чіанг Мей в Азії також не був задіяний повною мірою, оскільки обсяги доступних свопів були неспівмірними з можливостями ФРС та масштабами відпливу капіталів. Екстрена пропозиція доларової ліквідності у 2008–2009 рр. дала змогу unikнути різкого і суттєвого зростання курсу долара на тлі дефіциту платіжного балансу США.

Що ж до країн з ринками, що виникають, загалом, то вибір на користь девальвації також продиктований тим, що доступність ресурсів Фонду є неспівмірною з масштабами відпливу капіталів, попередній приплив яких був зумовлений не вирівнюванням відсоткових ставок на ринках інструментів із фіксованим доходом (як у 1990-х рр.), а розбуханням бульбашки на ринках активів. Також вплив капіталів є закономірним явищем, якщо припустити, що глобальні фінансові інститути виводили капітали не стільки з міркувань пошуку «безпечних гаваней», скільки з міркувань підтримки материнських

компаній у розвинутих країнах, які постраждали від колапсу іпотечних ринків. Природно, що конкурентне збереження резервів на тлі стиснення внутрішнього попиту позначилося на покращенні поточних рахунків у багатьох країнах із ринками, що виникають. Зростання глобальних валютних резервів хоч і уповільнилось, але збереглось, подовжуючи лаг зв'язку між глобальною кризою та кризою резервних валют. З іншого боку, відсутність механізмів нагляду та контролю виконання програм стабілізації, властивих співпраці з МВФ, призводить до того, що за успішними дискреційними акціями з підтримки ліквідності йде процес істотного розширення глобальної доларової грошової маси, чого навряд чи слід було очікувати, якби система екстреного надання ліквідності була централізованою. Аналогічно це стосується валютного курсу долара. Запобігання його різкій переоцінці у 2008 р. на тлі зниження дефіциту поточного рахунку США посилило інтенції національно-центричної монетарної експансії, особливо у Сполучених Штатах, де вона відома як декількараундові програми «кількісного пом'якшення».

Парадоксальним чином глобальний обвал доларової ліквідності у 2008 р. повністю змінив розгортання процесу кризи резервної валюти, з чим, власне, асоціювались обриси кризи напередодні. Стиснення ліквідності внаслідок розриву в структурі доларових вимог та зобов'язань у глобальних масштабах виступило своєрідним інгібітором процесу недовіри до долара США, внаслідок чого подальші акції з підтримки фінансових установ і бюджетів вийшли за рамки нейтральності щодо глобальної монетарної стабільності.

### **Глобальна ліквідність та криза системи резервних активів: епіцентр монетарної нестабільності світового рівня**

Якщо в 1990-х глобальна монетарна нестабільність асоціювалася з обвалами валют країн із ринками, що виникають, на початку 2000-х рр. – із глобальними фінансовими дисбалансами, то у посткризовій перспективі вона переросла у складне поєднання прискорення глобальної інфляції та фінансової нестабільності, епіцентром чого є амбівалентність кризи резервної валюти та збереження статус кво в системі глобальних монетарних взаємин. У світлі цього найбільш простим чином таку нестабільність може бути зведено до наступних зв'язних ланок: «асиметрії в масштабах та успішності антикризових програм, зокрема монетарних акцій – асиметрії у швидкості відновлення ринку активів – флюктуючі курси провідних валют – флюктуючі пристосування глобальної структури валютних резервів – відсутність елементів корекції грошової пропозиції в одному з геоелементів центрів – посилення гло-



бальної інфляції, спекуляцій на ринку активів, асиметрії в «пробуксовці» антикризового стимулювання попиту». У межах наведених причинно-наслідкових зв'язків найбільш суттєвими формами нестабільності є:

- поведінковий характер формування курсів провідних валют;
- посилення коливань в розрізі класів активів;
- глобальне інфляційне зміщення.

Значний обіг резервних валют на глобальних ринках (за межами країни-емітента) робить проблеми глобальної монетарної нестабільності особливо гострими, оскільки вони можуть формуватись як унаслідок недовіри до макроекономічного курсу країн-емітентів, так і внаслідок різного роду структурних змін у факторах, що визначають попит і пропозицію таких валют на закордонних ринках. Завдяки цьому когерентність у сфері антикризових заходів та пошуку варіантів виходу зі смуги антикризового стимулювання попиту вже не є єдиним ключовим моментом у поведінці валютних курсів, що не виключає гіпертрофованих реакцій на сигнали щодо динаміки фундаментальних змінних у країнах-емітентах.

Одним з прикладів поведінкового характеру формування валютних курсів є те, як, завдяки сегментації глобального фінансового ринку, посилення невпевненості щодо певного класу активів може призвести до підвищення курсової волатильності. Так, фінансова стабільність на сьогодні передбачає стабільність інституцій та суверенних позичальників з точки зору якості їхніх активів. Оскільки такі активи деноміновані в певну валюту, то брак ліквідності активів або різка переоцінка рівня їхньої ризиковості одразу відображається у зростанні курсової волатильності або формування короткострокового тренду обмінного курсу, який відносно сумісний із фундаментальними змінними. Вагомою причиною того, що зміна ставлення до якості активів віддзеркалюється в курсовій волатильності, є те, що ринок відображає достатньо високий рівень сегментації (це природно з точки зору формування складних інвестиційних стратегій та наявності на ринку диференційованих за критерієм ставлення до ризику та пошуку доходності гравців). Випадки пошуку «надійних гаваней» (вихід з ринку більш ризикових активів та підвищення попиту на безризикові активи) є тимчасовими і виникають у моменти раптового зміщення ставлення до ризику внаслідок сильного фінансового потрясіння. Згодом ринки стають менш чутливими, і виникнення сумнівів щодо якості активів певного класу чи емітента означає не пошук більш надійних варіантів, а переорієнтацію на інші активи подібного класу, що, як правило, передбачає зміну валюти їх деномінації. (Наприклад, у 2009–2011 рр. погіршення якості грецьких облігацій означало не те, що інвестори переорієнтовуються на німецькі, а пошук альтернатив з подібним рівнем доходності за межами зони євро, внаслідок чого курс євро/долар коливався завдяки реаллокації капіталів).

Іншим прикладом поведінкового характеру формування валютних курсів є зміни у сфері валютної структури зовнішніх активів інституцій, що ними володіють у глобально значимих обсягах. У рамках даного узагальнювального випадку слід розглянути окремі моменти.

А) Валютна диверсифікація зовнішніх активів центробанків (певною мірою це також стосується фондів суверенного багатства) не може не впливати на рівновагу глобального валютного ринку. Тим більше, ця проблема набуває резонансу в посткризовий період, оскільки криза не змінила характер концентрації глобальних валютних резервів, а, навпаки, посилила сформовані до кризи тенденції (див. табл. 1). Природно, що будь-які портфельні рішення в даній царині з якогось певного обсягу резервів починають відображати не стільки традиційні моменти вибору валютної структури зовнішніх активів, скільки поведінкові. Вони продиктовані і звичними мотивами диверсифікації, і пошуком варіантів запобігання фіскальних втрат внаслідок переоцінки їх вартості в умовах курсової нестабільності, і намаганнями трансформувати частину їх у альтернативні активи (наприклад, сировинні, що актуально у світлі досвіду Китаю), які також мають свою валюту деномінації.

Таблиця 1

**Концентрація глобальних валютних резервів**

	1999			2009		
	Млрд дол. США	у % ВВП	Питома вага у глобальних обсягах	Млрд дол. США	у % ВВП	Питома вага у глобальних обсягах
Китай	155	14	8,7	2399	49	29,7
Японія	278	6	15,6	997	20	12,3
Росія	8	4	0,4	406	33	5,0
Саудівська Аравія	15	10	0,8	397	107	4,9
Тайвань	106	36	5,9	348	92	4,3
Корея	74	16	4,2	265	32	3,3
Індія	32	7	1,8	259	21	3,2
Гонконг	95	58	5,3	245	116	3,0
Бразилія	35	6	2,0	232	15	2,8
Зона євро	228	3	12,8	195	2	2,4
Сінгапур	77	93	4,3	186	105	2,0
Світ	1783	6	100	8086	14	100

Примітка: Побудовано автором на основі даних: [28, 2].

Б) Зміна структури глобальних валютних резервів є достатньо інерційною. Це означає, що валютна структура зовнішніх активів підтримується на основі певних стабілізуючих рішень центробанків, які в такий спосіб підтримують резервну валюту, запобігаючи корекції її курсу в різкий спосіб, і тим самим подовжують лаг між виникненням фундаментальних факторів, що мали би впливати на реалокацію зовнішніх активів, до моменту, коли такі зміни відбудуться фактично. Окрім того, що це дає змогу країні-емітенту резервної валюти проходити кризові епізоди в набагато м'якшій формі, це може загрожувати низкою інфляційних ризиків. Однак найбільшою проблемою буде те, що за подовженням лагу може приховуватись масштабний колективний вибір на користь валюти (активу) альтернативи, що загрожує поєднанням погіршення фундаментальних змінних і глобальної економіки, і економіки країни-емітента. Іншими словами, будь-яка інерційність у корекції валютної структури резервів у глобальних масштабах призводить до того, що з певного моменту її стабілізуючі властивості обертаються на посилення проциклічності.

З посиленням поведінкових факторів формування валютних курсів щільно переплітається проблема кореспонденції між структурними факторами курсової динаміки і детермінантами формування валютної структури глобальних валютних резервів. У чистому вигляді між трендом валютного курсу резервної валюти і її значенням у глобальному портфелі активів повинна простежуватись чітка залежність (тут можуть спостерігатись певні відхилення у вигляді зміни монетарної політики у країні-емітенті резервної валюти або в інших центрах емісії резервної валюти, але вони достатньо добре відстежуються). Вона відобразить взаємозв'язок між змінами глобального попиту на таку валюту і змінами її курсу. У випадку, коли у глобальному портфелі активів домінують валютні резерви центробанків, саме операції з ними визначають зовнішні фактори впливу на валютний курс. Але, коли їх частка знижується, зростає значення структурних та циклічних факторів балансу глобального валютного ринку, який визначають відкриті валютні позиції глобальних фінансових інституцій. Звідси стає очевидно, що тренд динаміки курсів резервних валют може суттєво відхилитись від того, який задається глобальною валютною структурою зовнішніх активів центробанків. Найбільшою проблемою в даному випадку є те, що, наприклад, зниження частки провідної валюти у структурі глобальних валютних резервів втрачає свій критеріальний зміст щодо очікувань поведінки валютного курсу в майбутньому. Ризики дестабілізації масованого виходу з доларових активів суттєво гальмують послаблення ролі американських грошей як резервної валюти. Також це пояснюється тим, що зниження значення долара США у структурі глобальних валютних резервів не супроводжується виникненням чіткої альтернативи. В очах глобальних гравців перспективи євро розглядаються під кутом зору фіскальної кризи в ЄС, а ринок активів в юанях є закритим для нерезидентів.

Незважаючи на це, як показують дані табл. 2, значення євро у глобальних валютних резервах зростає, а долара США – падає, передовсім за ра-

хунок країн з ринками, що виникають, на які і припадає лівова частка зростання зовнішніх активів монетарних органів у світі. Це означає, що саме із граничними значеннями фізичного зростання обсягу резервів буде асоціюватись посилення тиску в бік диверсифікації. Якщо взяти до уваги погіршення рейтингу боргових інструментів США та втрату ними образу безризикового активу, як це відбулося в липні–серпні 2011 р., то на тлі обмежених можливостей у сфері монетарної конкуренції долару США з боку євро та юаня, криза резервної валюти набуватиме форм інфляції вартості обмеженого набору активів. Серед них частка сировинних буде тільки зростати, з особливим наголосом на золото, привносячи нестабільність як у процеси встановлення відносних доходностей у розрізі класів фінансових активів, так і в тенденції у сфері глобальної інфляції. Інфляція вартості окремих активів може мати не менш загрозливі фінансові наслідки, оскільки переоцінка зростаючих тенденцій і підключення лівереджованого інвестування може швидко закінчитись черговою бульбашкою.

Таблиця 2

**Валютна структура глобальних валютних резервів, %**

	1999	2001	2003	2005	2007	2009
	Усі країни					
Долар США	71,0	71,5	65,9	66,9	64,1	62,2
Японська єна	6,4	5,0	3,9	3,6	2,9	3,0
Фунт стерлінгів	2,9	2,7	2,8	3,6	4,7	4,3
Швейцарський франк	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1
Євро	17,9	19,2	25,2	24,0	26,3	27,3
	Країни з ринками, що виникають, та країни, що розвиваються					
Долар США	74,2	73,8	63,1	62,7	62,0	58,5
Японська єна	3,9	2,4	1,1	1,5	1,8	1,8
Фунт стерлінгів	2,6	2,8	3,8	5,1	5,9	5,9
Швейцарський франк	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Євро	17,5	19,7	30,2	29,2	28,6	30,1

Джерело: [29].

Указаний процес уже набув поширення і знайшов своє відображення у зростанні значення частки неklasифікованих інструментів у структурі глобальних валютних резервів. Наприклад, для країн із ринками, що виникають, та країн, що розвиваються, частка резервів, щодо яких перед МВФ не підтверджується валютна структура, у 1999 р. становила 44,1 %, у 2001 р. – 44,4 %, у 2003 – 47,0 %, у 2005 – 54,4 %, у 2007 – 54,0 %, у 2009 – 60,3 % [29]. Це означає, що для зовнішніх активів центробанків також властиве посилення тенденції формування нетрадиційних портфельів, за чим стоять, природно, додаткові спотворення на ринках активів загалом.

Зростання структурно зумовленої чутливості ринку активів до монетарних імпульсів істотно змінює фактуру стабільності у світі. Взаємозв'язок між монетарними збудниками і фінансовими флуктуаціями в посткризовій перспективі стає наріжним елементом глобальних макрофінансових процесів. З боку фінансової системи це забезпечується виникненням та поширенням складних фінансових інструментів та портфельних стратегій, внаслідок чого природні обмежувачі когерентності в поведінці цін на різних ринках активів послаблюються або взагалі руйнуються. З точки зору глобальної економіки, це відображається на посиленні кореляції ринків у розрізі окремих країн. Ринки акцій, нерухомості та обсяги кредитів стають дедалі більш синхронними. Табл. 3 засвідчує наявність високого рівня корельованості в розрізі груп країн за видами фінансових операцій. Ця тенденція, започаткована в розвинутих країнах, швидко глобалізується завдяки зростанню відкритості та еволюції фінансових систем у країнах із ринками, що виникають, для яких, хоч і меншою мірою, але посилення взаємозалежності окремих ринків також стає очевидним.

Таблиця 3

**Синхронізація фінансових ринків в розрізі груп країн**

	Розвинуті країни		Країни з ринками, що виникають		Розвинуті країни та країни з ринками, що виникають	
	1960–2007	2003–2007	1960–2007	2003–2007	1960–2007	2003–2007
Нерухомість	0,59	0,74	0,49	0,49	0,50	0,60
Ринок акцій	0,71	0,90	0,62	0,80	0,61	0,81
Кредит	0,74	0,92	0,48	0,83	0,65	0,87

Примітка: Рівень синхронізації визначено на основі показника «індекс конкордації», який відображає частку часу, впродовж якої змінна перебуває в одній циклічній фазі у двох і більше країнах.

Джерело: [30, с. 45].

Щільна кореляція в розрізі ринків активів, як це видно з табл. 3, засвідчує, що зв'язки між сегментами фінансової системи суттєво мінімізують роль стабілізуючих механізмів некорельованих ринків у розрізі країн або ринків у розрізі країн, які диференційовано реагують на циклічні процеси.

Синхронізація ринків активів робить усю фінансову систему більш проциклічною, але найбільш ризиковим є те, що в умовах масштабних акцій зі стимулювання попиту в економіках, охоплених рецесією та чутливістю цін на активи до змін в обсягах ліквідності, «монетарне нависання» в одній з ключових валют запускає в дію розхитування всіх ринків з незначними лагами. Висока ж кореляція в розрізі країн призводить до того, що флуктуації на ринках активів миттєво передаються потокам капіталів і, відповідно, валютним курсам. Завдяки цьому будь-які асиметричні монетарні акції провідних центробанків світу, а також асиметричні реакції ринків на сигнали про перспективне зростання вартості активів з подальшими корекціями цінових трендів швидше привнесимуть нестабільність на ринки. З одного боку, стимулюючі кроки втрачатимуть свою ефективність через те, що рішення щодо попиту, позик та кредиту істотно викривлюватимуться ефектом невизначеності за аналогією з тим, як невизначеність чи негативні очікування майбутнього вагомо знижують граничну схильність до споживання. З іншого боку, у відповідь на підвищення волатильності потоків капіталу та невизначеність на ринках, країни із середніми та низькими доходами відреагують подальшим нарощуванням попиту на резервні активи. Мотиви самострахування (так само, як і конкурентний монетарний меркантилізм, згладжування коливань потоків капіталу з метою ізоляції їх впливу на розхитування валютних курсів тощо) тільки посилюватимуть глобальні фінансові дисбаланси, загострюючи діаметрально протилежні тенденції довкола резервних валют.

Іншим боком поєднання докризових тенденцій у сфері нагромадження резервів зі стимулюючими акціями провідних центробанків є те, що, замість теоретично очікуваних дефляційних ефектів глобальних фінансових дисбалансів, актуалізуються інфляційні. Механізм перетворення фінансових дисбалансів на глобальну інфляцію [2] ми вже описували, однак у посткризовій перспективі він має специфічний вираз. Антикризова експансія провідних центробанків не означала, що всі обсяги додаткової грошової пропозиції безпосередньо вплинуть на реанімацію сукупного попиту. Швидке відновлення ринку активів та вартості первинних ресурсів знаменувало, що стимулюючі монетарні акції не мають прямого впливу на реальний сектор, а, завдяки покращенню ситуації у сфері ринкової ліквідності, посилюють спекулятивні настрої. Це закономірно з тієї точки зору, що і ринок активів і ринок первинних ресурсів (що поводить як ринок активів) у поточних цінах починають відображати очікування майбутнього пожвавлення економіки. Асиметричні очікування такого пожвавлення в розрізі країн призводять до того, що формування курсів повертається до зумовленості очікуваною доходністю активів, яка є результатом очікуваної, а не фактичної ситуації в реальному сек-

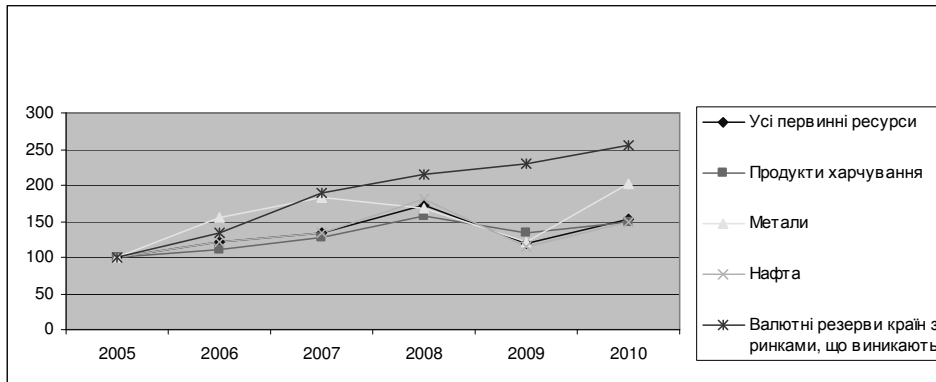
торі, що привносить додаткову волатильність на ринки. Іншим виміром обмеженої ефективності антикризової монетарної експансії є те, що тенденція до зниження співвідношення між активами центробанків розвинутих країн і валютними резервами решти світу, яка позначилася з початку 2000-х рр., посилилась під час кризи і в подальшому. Наприклад, у 2003 р. частка валютних резервів країн з ринками, що виникають, становила 25 % кумулятивної величини валютних резервів та вартості активів центробанків США, зони євро, Японії, Канади, Швеції, Швейцарії та Великої Британії. У 2006 р. ця частка підвищилась до 35 %, а з 2007 р. до даного часу коливається на рівні 45–50 % [31].

Це засвідчує, що стимулюючі кроки одних компенсуються політикою уникнення ревальвації та підтримання платіжного профіциту інших. Окрім того, що це перерозподіляє глобальну ліквідність на користь країн з ринками, що виникають, це робить попит на резервні валюти більш зумовленим намаганнями підтримати економічне зростання та підвищити конкурентоспроможність, що, в підсумку, перетворюється на монетаристську криву Філіпса, в якій замість інфляції можна розмістити валютні резерви. Висока залежність нагромадження останніх від експансивних кроків провідних центробанків у посткризовому періоді робить глобальні монетарні процеси достатньо вразливими до реверсів у політиці обох груп країн. Якщо взяти до уваги автономний характер суверенного попиту на активи, то стохастичні зміни у пропозиції ліквідності в розвинутих країнах одразу передаватимуться коливанням глобальної ліквідності загалом. Звичайно, можна припустити, що відновлення глобальної економіки швидко реанімує потоки капіталів, приплив яких у країни з ринками, що виникають, поглинається резервами, що створюватиме певні буфери на випадок стиснення ліквідності.

Однак проблема полягає в тому, що припливи капіталів справляють асиметрично експансивний вплив на глобальну ліквідність через те, що їх відпливи здебільшого компенсуються девальвацією. Конкурентне уникнення втрати резервів має загалом експансивні наслідки для глобальної ліквідності. Звідси випливає парадокс. Внаслідок підтримання глобальних фінансових дисбалансів глобальна економіка мала би потрапляти у стан дефляційного зміщення, як це передбачають кейнсіансько-орієнтовані економісти. Однак насправді вона потрапляє в стан інфляційного зміщення, що живиться зростанням вартості первинних ресурсів. Рис. 2 чітко засвідчує, що швидке відновлення цін на первинні ресурси і їх подальше зростання кореспондує з прогресуючим «нависанням» глобальних валютних резервів.

Рисунок 2

**Індекси зростання цін на первинні ресурси та валютних резервів країн з ринками, що виникають (2005 р. = 100)**



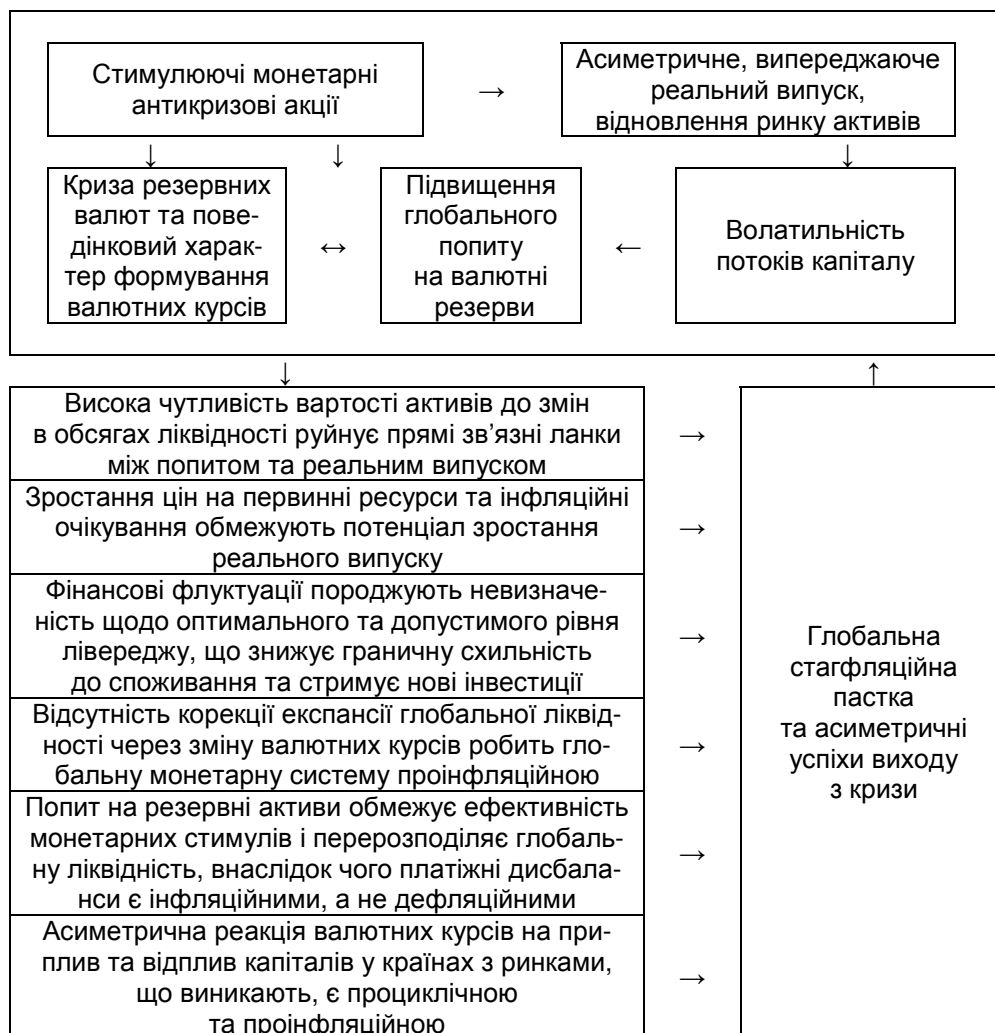
Примітка: Побудовано автором на основі IMF Primary Commodities Statistics та IMF Annual Report за відповідні роки.

Як видно з рис. 2, експансія ліквідності у глобальній економіці, попри обвал ринку первинних ресурсів у кризові роки та відповідне гальмування інфляції внаслідок рецесії, швидко перетворюється на джерело зростання світових цін. Згладжені тренди індексів поведінки цін на первинні ресурси практично синхронізовані з трендом динаміки валютних резервів країн з ринками, що виникають. У свою чергу, на тлі збереження активістської монетарної політики у світлі зростання цін на сировину та продовольство перетворюється на потужне джерело живлення інфляційних очікувань. Прискорення інфляції у світі з середини 2010 р. засвідчує, що кейнсіаїськоорієнтовані програми боротьби з глобальною кризою завершуються тим, що глобальна економіка дедалі більше потрапляє у стагфляційну пастку майже ідентично, як це мало місце на початку 1970-х. У глобально інтегрованій економіці ліміт безінфляційних стимулюючих попит програм є вкрай незначним, хоч і достатньо розмитим у розрізі окремих країн. Звідси конкурентне стимулювання виходу з кризи, неабиякою мірою продиктоване бажанням швидкого відновлення ринків активів та реального випуску, завершується посиленням монетарної нестабільності глобального рівня. Невизначеність перспектив та високі ризики резервних валют супроводжуються підвищенням волатильності ринків активів та потоків капіталів у сукупності з формуванням негативних інфляційних очікувань і стагфляційною пасткою. Рис. 3 демонструє структурно-логічні зв'язки в механізмі розкручування спіралі посткризової глобальної монетарної нестабільності.



Рисунок 3

**Структурно-логічні зв'язки механізму перебігу процесів  
глобальної монетарної нестабільності**



## Орієнтири політики виходу з глобальної стагфляційної пастки

Суттєвою перешкодою виходу зі стагфляційної пастки глобальної економіки є те, що політика підтримання фінансового сектора та стримування глобальної інфляції є контрадикторними в короткостроковому періоді. Вихід економічного зростання на стабільну траєкторію віддалятиметься в часі мірою відсутності вирішення питань із відновленням кредитоспроможності провідних фінансових установ та врегулюванням проблеми невизначеності та переоцінки ризиків на кредитних ринках. У свою чергу, зростання цін на первинні ресурси та продовольство буде гальмувати економічне зростання та породжувати інфляційні очікування.

Швидке відновлення ринку активів без підвищення сталості темпів реального випуску засвідчує, що подальші очікування позитивних наслідків збереження політики активних монетарних стимулів є переоціненими. Допомоги у глобальній економіці не були сформовані інфляційні очікування, монетарні акції давали певний результат, про що свідчать високі темпи економічного зростання в США, Німеччині та низці інших країн у 2010 р. Однак уже у 2011 р. вони різко сповільнились. Це є першим сигналом про те, що антикризове стимулювання попиту вичерпало себе. Розв'язання проблеми виходу глобальної економіки зі стагфляційної пастки, потрапляючи під обмеження альтернативи між подальшою підтримкою фінансового сектора та стримування глобальної інфляції, потребує посилення міжнародної координації макроекономічної політики, а також посилення координації в рамках міксополітики на рівні кожної країни окремо.

Якщо говорити про координацію міжнародного рівня, то вона повинна складатися з декількох блоків:

- підвищення гнучкості валютного курсу в країнах із глобально значущими профіцитами платіжного балансу, особливо це стосується Китаю;
- заохочення появи альтернатив таким резервним валютам, як долар та євро, що може передбачати як посилення значення юаня (при відповідних структурних реформах китайського фінансового сектора), так і підвищення інтересу до формування регіональних монетарних об'єднань на основі спільних фіксованих курсів, які були би гнучкими щодо решти світу;
- посилення контролю за глобальною ліквідністю (відсоткова політика провідних центробанків повинна враховувати ті фактори впливу на інфляційні очікування, які формуються за межами операційного

горизонту монетарної політики, наприклад, ціни на первинні ресурси та ефекти добробуту), яка повинна тлумачитись доволі широко і до складу індикаторів якої повинні бути включені не лише кумулятивні зміни широких грошових агрегатів провідних центробанків та глобальних валютних резервів, а й зміни в динаміці активів глобальних банків і їх зовнішніх зобов'язань;

- введення в моделі монетарної політики та її міжнародної координації глобального грошового мультиплікатора, що повинно посилити розуміння зв'язків між відсотковою політикою центробанків та експансією кредиту в глобальній економіці, беручи до уваги фінансові інновації, структурні зміни в банківській системі глобального рівня (перехід до моделі формування пасивів на основі ринкових запозичень) та переливи капіталу, що дасть змогу істотно впливати на глобальну грошову пропозицію, приймаючи скоординовані, але децентралізовані рішення тощо.

На рівні мікс-політики основним обмежувальним фактором вибору оптимальної моделі координації застосування монетарних та фіскальних інструментів є боргова криза розвинутих країн у сукупності зі збереженням затяжної невизначеності на кредитних ринках. Це означає, що підвищення відсоткових ставок може мати негативні наслідки не лише щодо платоспроможності сектору домогосподарств, а й може посилити недовіру ринкових агентів до фіскальної політики, спрямованої на консолідацію бюджету. Проте, певне підвищення ставок разом зі збереженням широкого кола активів під заставу для операцій рефінансування є кращою альтернативою посилення інфляційних очікувань, для боротьби з якими в майбутньому потрібно буде вживати більш радикальні кроки. Фіскальна політика повинна переорієнтовуватись на стимулювання пропозиції таким чином, щоб середнє зниження податкового тягаря позитивно позначилось на підтримці попиту, а зниження потреби у фіскальних надходженнях повинно забезпечуватись не лише за рахунок зниження соціальних гарантій, а й за рахунок підвищення ефективності інституцій суспільного сектора та програм видатків.

Випадок України також підпадає під дану загальну схему з певним уточненням. Після 50 % девальвації гривні у 2008 р. не відбулося реверсу платіжного балансу, що суперечить усталеним емпіричним свідченням про зв'язки між масштабним зниженням валютного курсу та зміною статусу поточного рахунка. На середину 2011 р. дефіцит наблизився до докризової величини у 8 млрд дол. США. На тлі відносно незначних темпів зростання грошової маси це означає, що в основі експансії попиту перебувають державні витрати. Звідси експансивна фіскальна політика, переобтяжена суперечливими орієнтирами щодо позитивних наслідків для економічного зростання з боку масштабних інвестиційних витрат, є фактором підвищення вразливості України до проблем глобальної монетарної нестабільності. Відсутність реформ у сфері курсової політики також відновлює інфляційний тиск у вітчизняній еко-

номіці у світлі зростання вартості традиційних товарів експортної спеціалізації України. В умовах посилення дефіциту платіжного балансу вже запізно говорити про посилення курсу гривні. Якщо НБУ дотримуватиметься зваженої політики у сфері грошової пропозиції та не акселеруватиме відновлення кредитів докризового рівня, то подальше підвищення макроекономічної стабільності слід пов'язувати зі структурними реформами та зниженням тягаря державних витрат.

## Висновки

Реалізація масштабних антикризових заходів, спрямованих на подолання фінансової нестабільності у світі, призводить до істотного підвищення ризиків нестабільності монетарного характеру. Ключовим елементом сучасної форми глобальної монетарної нестабільності є криза системи резервних валют, коли антикризові масштаби пропозиції останніх стають несумісними з глобально низькою інфляцією, а боргові кризи та збереження докризової моделі платіжних дисбалансів істотно підривають механізм валютно-курсової корекції зростання глобальної ліквідності. Асиметричні очікування відновлення вартості активів у відповідь на стимулюючі кроки центробанків посилюють коливання потоків капіталу і нестабільність валютних курсів, що тягне за собою посилення інтересу до нагромадження валютних резервів з метою самострахування у країнах із ринками, що виникають. На відміну від теоретично очікуваного дефляційного зміщення, породжуваного глобальними фінансовими дисбалансами, економіка світу стикається з інфляційним зміщенням. Основна причина: швидке зростання цін на сировинні ресурси та продовольство, які стають основним фактором інфляційних очікувань на тлі скептичного сприйняття позитивних наслідків стимулювання попиту для реанімації економічного зростання. Невизначеність на фінансових ринках, швидке зростання глобальних валютних резервів, зростання цін на первинні ресурси тощо призводять до того, що внаслідок зatoryжної монетарної експансії глобальна економіка опиняється у стані стагфляційної пастки. Вихід з неї потребує глобальної координації монетарної політики щодо валютних курсів країн з глобально значущими профіцитами платіжного балансу, посилення контролю за поведінкою глобальної ліквідності, стабілізацією інфляційних очікувань. На національному рівні це повинно супроводжуватись трансформацією мікс-політики в напрямку стимулювання пропозиції з нейтралізацією негативних очікувань зростання майбутньої інфляції.

### Література

1. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. – UN. – 2009. // [www.un.org](http://www.un.org).
2. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: THEU, Економічна думка, 2009. – 728 с.
3. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.; Caballero R. On the Macroeconomics of Assets Shortages // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. – P. 1–24.
4. Schnabl G., Freitag S. Reverse Causality in Global Current Accounts // ECB Working Paper. – 2010. – № 1208. – P. 1–34.
5. Borio C. Ten Propositions about Liquidity Crises // BIS Working Paper. – 2009. – № 293. – P. 1–21.
6. Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. – BIS, 2011. – P. 1–13.
7. Gagnon J. Current Account Imbalances Coming Back // Institute for International Economics Working Paper. – 2011. – WP 11–1. – P. 1–35.
8. Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking / Edited by S. Claessens, S. Evenett, B. Hoekman. – CEPR: A VoxEU.org publication, 2010. – 215 p.
9. Goldstein M., Weatherstone D. Confronting Asset Bubbles, Too Big to Fail, and Beggar-thy-Neighbor Exchange Rate Policies // Institute for International Economics Policy Brief. – 2010. – PB 10–3. – P. 1–8.
10. Goldstein M. Integrating Reforms of Financial Regulation with Reform of the International Monetary System // Institute for International Economics Policy Working Paper. – 2011. – WP 11–5. – P. 1–28.
11. Williamson J. Reference Rates and the International Monetary System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economy, 2007. – 104 p.
12. 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.
13. 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.

14. Bergsten F. The IMF and Exchange Rates // IIE Speeches, Testimony, Paper. – 2008. Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs United States Senate. — Institute for International Economics. – Wash. (D.C.). – P. 1–10.
15. Reform of the International Monetary and Financial System. Chapter IV. // Trade and Development Report. – UNCTAD: Geneva, 2009.
16. 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.
17. Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. – № 911. – P. 5–25.
18. The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law / Edited by S. Evenett . – CEPR: A VoxEU.org publication, 2010. – 231 p.
19. Cline W., Williamson J. Currency Wars? // Institute for International Economics Policy Brief. – 2010. – PB 10-26. – P. 1–12.
20. Blanchard O., Milesi-Ferretti G.-M. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/03. – P. 1–15.
21. Reform of the International Monetary and Financial System. Chapter IV. // Trade and Development Report. – UNCTAD: Geneva, 2009. – P. 121–126.
22. Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. – Wash. D. C.: Institute for International Economy, 1999. – 216 p.
23. Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/198. – P. 1–17.
24. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.
25. 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.
26. Козюк В. В. Суверенний попит на активи: індивідуальна раціональність та колективна неефективність // Економіка України. – 2010. – № 2. – С. 48–58.
27. Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis // ECB Working Paper. – 2009. - №1060. – P. 1-42.

28. Cecchetti C. Alternatives to Self-Insurance // BIS Speeches. – 2010. – P. 1–12.
29. IMF Annual Report. 2010. – IMF. – Wash. (D.C.): 2010. – App. Tabl. 1.2.
30. Global Prospects and Policies // IMF World Economic Outlook. Chapter 1. – 2011. – April 2011. – P. 1-65.
31. Hannoun H. The Expanding Role of Central Banks Since the Crisis: What Are the Limits? // BIS Speeches. – 2010. – P. 1-10.

Стаття надійшла до редакції 12 вересня 2011 р.