

**ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ
ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

ВІКТОР КОЗЮК

**РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ: ГЛОБАЛЬНИЙ
ПЕРИМЕТР НЕСТАБІЛЬНОСТІ**

Монографія

ТЕРНОПІЛЬ
АСТОН
2015

УДК 339.7
ББК 65.536
К 59

РЕЦЕНЗЕНТИ:

Береславська О.І., д.е.н., професор, завідувач кафедри банківської справи та фінансового моніторингу Національного університету ДПС України;

Кузнєцова А.Я., д.е.н., професор, проректор з науково-педагогічної роботи Національного університету банківської справи Національного банку України;

Сискос Євангелос, д.е.н., PhD, професор, проректор Освітнього технологічного інституту Західної Македонії (Греція).

Рекомендовано до друку Вченою Радою Тернопільського національного економічного університету. Протокол №12 від 24 червня 2015 року.

Козюк В.В.

К 59 Резервні валюти: глобальний периметр нестабільності: монографія / Віктор Козюк. — Тернопіль: Астон, 2015. — 468 с.

ISBN 978-966-308-620-0

Монографія присвячена проблемі функціонування та трансформації системи резервних валют. Показано, що відсутність системних обмежень на дії емітентів резервних валют та країн, що нагромаджують валютні резерви, призводить до глобальних монетарних конфліктів. Стверджується, що система резервних валют укорінює в собі схильність до генерування різних форм глобальної монетарної нестабільності, форма якої визначається типом ринкової структури ринку резервних валют. Аналізуються процеси формування ринку резервних валют в майбутньому, відштовхуючись від проблеми життєвого циклу резервних валют, темпорального конфлікту між критеріями набуття резервного статусу в коротко- та довгостроковому періоді, зміщення у бік більших обсягів володіння валютними резервами та особливостей інтернаціоналізації валют в умовах конфлікту між конкурентоспроможністю та рівноважним зростанням вартості активів. Обґрунтовується необхідність реалізації національної та міжнародної політики в напрямку зниження потреб в нагромадженні резервів та пристосування до зовнішніх ефектів моно- та мультивалютності.

Монографія розрахована на професійних економістів-міжнародників, функціонерів органів макроекономічної політики, вчених-дослідників глобальних монетарних та фінансових проблем, докторантів, аспірантів та студентів.

УДК 339.7
ББК 65.536

JEL F41, F45, F51, F62

ISBN 978-966-308-620-0

© Козюк В.В., 2015

© ТзОВ «Видавництво Астон», 2015

© Видавництво «Вектор», 2015

ЗМІСТ

ВСТУП	8
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ДОМІНАНТИ ТА ЕМПІРИЧНИЙ ЛАНДШАФТ АНАЛІЗУ ПРОБЛЕМИ РЕЗЕРВНИХ ВАЛЮТ В ГЛОБАЛЬНІЙ ЕКОНОМІЦІ	17
1.1. Резервні валюти в теорії міжнародної монетарної економіки	17
Базова теорія міжнародної валюти.....	21
Теоретичні дискусії в розрізі ролей міжнародної валюти	29
Роль резервної валюти: особливі наголоси	36
1.2. Резервні валюти та світовий порядок: проблема визначення інстанції забезпечення глобальної монетарної стабільності.....	51
Гегемоністський підхід.....	53
Інститути як спосіб мінімізації трансакційних витрат.....	59
Екстерналії: підстава корекції спонтанних порядків та провал формального регулювання	66
1.3. Національні монетарні режими та їх колективні ефекти: розрив зв'язків між інфляцією та валютними резервами.....	75
Монетарні режими та їх зовнішні наслідки: національно- центричні витоки глобальної нестабільності	76
Мутація монетарних процесів: емпіричний аналіз	85
1.4. Валютні резерви: від індивідуальної стабільності до вразливості системи резервних валют.....	92
Зростання глобальних валютних резервів.....	94
Зростання резервів і проблема глобальної ліквідності.....	101
Зміни в розподілі нагромадження резервів: передумови для активного портфельного підходу та ризиків нестабільності	104

РОЗДІЛ 2. РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ ТА КОНФЛІКТИ ГЛОБАЛЬНОГО МОНЕТАРНОГО КВАЗІ-МОНОЦЕНТРИЗМУ.....	109
2.1. Резервні валюти та резервні активи: питання глобального монетарного лідерства та конкуренції	109
Асиметричний моноцентризм системи резервних валют: витоки та вразливість	109
Валютні блоки як консерватори резервного статусу та проблема зміни монетарних лідерів в історичному контексті	116
Відновлення конкуренції резервних валют, сегментація мотивів управління резервами та проблема диверсифікації..	122
Нестабільна мультивалютність в світлі моделі немонетарних лімітів експансії резервів	129
2.2. Резервний статус валюти: «специфічні сервіси», темпоральні обмеження та відкладені ризики	135
Підтримання резервного статусу в короткостроковому періоді.....	135
Резервний статус в довгостроковому періоді: роль змінних масштабу та природа темпорального конфлікту	144
Неконвенціональна монетарна політика: граничний вираз національно-центричної дискреції та дилеми резервного статусу активів.....	153
2.3. Модель життєвого циклу резервної валюти: роль глобальних макрофінансів.....	162
Природа зміни масштабів економіки країн лідерів та країн-челенджерів: модель життєвого циклу резервної валюти.....	165
Модель циклу ринкової вартості глобального портфеля активів, деномінованого у резервну валюту	178
2.4. Фіскальний вимір резервних валют: боргові детонатори глобальної монетарної стабільності	183
«Дилема Триффіна»: фіскальне читання	184
Модель фіскальної вразливості резервної валюти	190

Фіскальні аспекти глобальної макрофінансової нестійкості.....	193
Фіскальна дисципліна: гетерогенність та спотворені спонуки.....	203

РОЗДІЛ 3. РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ ТА ФІНАНСОВА КРИЗА: ПРЕЗУМПЦІЯ НЕВИННОСТІ ТА ТУПИК РЕФОРМ 208

3.1. Дисбаланси, ліквідність та глобальна монетарна нестійкість: роль резервних валют в глобальній фінансовій кризі..... 208

Дискусії про зв'язки між резервними валютами, дисбалансами та кризою: від «надмірної привілеї» до більш широкого розуміння глобальних макрофінансових зв'язків.....	209
---	-----

Дисбаланси та проблема теоретичного ухилу посткризових реформ: обмеження національно-центричного погляду на глобальну стабільність.....	214
---	-----

Глобальний монетарний устрій як основа механіки глобальної нестійкості та макрофінансової проциклічності.....	226
---	-----

3.2. Рамкові передумови реконфігурації глобального монетарного устрою..... 245

Гносеологічні, структурні та інституціональні детермінанти лабіринту глобальних монетарних реформ	246
--	-----

Руйнація «трилеми»: нові можливості і нові ризики спонтанних монетарних порядків	253
--	-----

3.3. Системний розрив між попитом і пропозицією резервних активів 268

Прогнозні траєкторії зростання резервів та зміщення вгору їх оптимального обсягу.....	270
---	-----

Невідповідність пропозиції резервної валюти та резервних активів: інтенції та рестрикції активного менеджменту резервів з боку медіанного центробанку.....	276
--	-----

Модель ендогенної нестабільності акумульованих резервів: продовження фіскального виміру «дилеми Триффіна».....	286
Валютні війни: резерви як захист та продовження життєвого циклу резервної валюти	289

РОЗДІЛ 4. МОНЕТАРНИЙ УСТРІЙ СВІТУ В МАЙБУТНЬОМУ: РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ ТА ПЕРИМЕТР НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....298

4.1. Ринкова структура мультивалютності: тиск у бік змін298

Мультивалютність: затребуваність та очікування в світлі пошуку альтернатив нестабільності однополюсного світу резервних валют.....	298
--	-----

Ринкова структура ринку резервних валют: мультивалютність як дефінітивне припущення.....	307
--	-----

Поточна конфігурація ринку резервних валют та сценарний аналіз її обрисів в перспективі	311
---	-----

Альтернативи традиційній мультивалютності: пошук повного ринку резервних активів та політекономія прямих двосторонніх розрахунків	323
---	-----

4.2. Ринкова структура мультивалютності: вибір між формами нестабільності332

Мультивалютність: конкурентна природа автоматизму стабілізуючих ефектів.....	332
--	-----

Дестабілізуючі ефекти мультивалютності	338
--	-----

Стабільність та нестабільність в розрізі варіантів ринкових структур ринку резервних валют.....	340
---	-----

Варіація переваг, ризиків та загроз типів ринкових структур ринку резервних валют: випадковість, політична мотивація та «згода» на вектор трансформації.....	345
--	-----

4.3. Інтернаціоналізація валют в ракурсі нестабільної мультивалютності 351

Олігополія долара, євро та юаня: ринкові та політичні драйвери..... 351

Інтернаціоналізація валюти: за межами однозначних вигод, в межах гонитви за перевагами 356

Фінансовий розвиток: передумова руху у бік мультивалютності та джерело її нестабільності 360

Конфлікт між трендом цін активів у валюті, що інтернаціоналізується, та конкурентоспроможністю..... 368

Інтернаціоналізація юаня: стратегія просування «гібридної» резервної валюти та глобальна нестабільність . 377

4.4. Посилення стабільності мультивалютної системи: макрофінансові засади, міжнародний нагляд за інтернаціоналізацією та монетарна інтеграція..... 391

Макропруденційне регулювання: послаблення конфлікту між інтернаціоналізацією та нестабільністю чи пошук нової національно-центричної панацеї 391

Концептуальні напрямки посилення глобальної стабільності 396

ВИСНОВКИ..... 419

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 433

ДОДАТКИ..... 455

ВСТУП

3. Фрейд у праці «Невдоволення культурою» висунув ідею, що регулятор людської поведінки, необхідний для нормального функціонування соціуму на колективному рівні, завжди буде репресивним стовно потягів та інстинктів окремих, якщо не всіх одночасно його членів. Вираз «Невдоволення...» завдяки Дж. Стігліцу перемістився в аналіз глобальних економічних проблем. «Невдоволення глобалізацією» Стігліца мало чим нагадує початкову логіку Фрейда. Лише вказує на коло релевантних проблем. Втім, якщо подивитись на історію розвитку глобальних монетарних процесів, можна побачити певну закономірність: кризові та дестабілізаційні епізоди завжди виникали там, де мав місце розрив між регуляторами поведінки на рівні країн та правилами колективної поведінки. Іншими словами, чим більшою мірою входили в конфлікт національні та міжнародно визнані режими економічної політики, тим швидше світ скочувався вниз по спіралі нестабільності. Однак, зміна уявлень щодо конфліктності між національно-центричними інтенціями в політиці та колективними наслідками їх реалізації, спираючись на ідею можливості досягнення глобальної стабільності через дотримання стабільності на рівні кожної країни, стала відправним пунктом формування стереотипу, що індивідуальні раціональні, тобто «правильні», дії обов'язково призведуть до колективного блага. Еволюція міжнародної валютної системи та її принципової компоненти – резервних валют і, відповідно, резервних активів – чітко засвідчила, наскільки теоретичні стереотипи можуть закладати хибний фундамент під «правильну» споруду. Принциповий розрив між індивідуальною поведінкою та її колективними ефектами в аспекті резервних валют найбільш гостро проявився в світлі передумов, протікання та наслідків глобальної фінансової кризи. Пошуки нового монетарного порядку, заснованого на колективних правилах, перетворились на своєрідну мантру реформ, а більш прагматичні підходи

демонструють варіанти реформ, спрямованих на раціоналізацію індивідуальної поведінки з тим, щоб її колективні ефекти не виглядали такими дезорганізуючими. Однак, варто визнати, що необмежена дискреція на боці пропозиції резервних валют, помножена на необмежену дискрецію з боку попиту на них, є віддзеркаленням монетарної картини світу, в якому «невдоволення регуляторами» нівельовано, а «невдоволення наслідками» може варіювати в часі.

Одна з причин цього, - поєднання змін базових теоретичних принципів реалізації монетарної політики з пошуком вигод від глобалізації. З кінця 1980-х парадоксальним чином почали поєднуватись ідеї переорієнтації макрорегулювання на пріоритет внутрішніх цілей із ідеями глобальної лібералізації руху товарів та капіталів. З позиції пануючої на той час макротеоретичної доктрини такий гносеологічний мікс не виглядав контрадикторним. Він, скоріше, був проявом більш цілісного погляду на проблему ефективності ліберальної моделі економіки, яка неможлива без достатньо консервативного начала у сфері макрорегулювання у вигляді підтримання стабільності цін та збалансованих бюджетів. Так звані зовнішні ефекти національно-центричної макромоделі не вважались достатньо суттєвими, щоб можна було би говорити про неадекватність підходу, в рамках якого підтримання макроекономічної стабільності в межах національних кордонів суперечило би стабільності у світі. Водночас, численні дискусії про волатильні валютні курси чітко засвідчували невдоволення принципами монетарних взаємин, що склались під впливом національно-центричного підходу у макрорегулюванні.

Розширення горизонту аналізу дозволяє побачити, що «невдоволення» еволюціонує разом із самою глобальною економікою, трансформуючись в залежності від того, яка зона взаємодії між монетарною політикою та фінансовими ринками підпадає під визначення нестабільності, генератора шоків чи тригерів кризових явищ. Саме факт трансформації «невдоволення» дозволяє стверджувати, що питання монетарного устрою світу розглядається з позиції критики існуючого стану речей в екстраполяції на нормативні приписи усунення тих негараздів, які вже виявлені і які ототожнюються із потенційними небезпеками в

майбутньому. Іншим варіантом постановки питання про монетарний устрій світу може бути проектування апріорі. Створення ідеального типу (за М. Вебером) світового монетарного порядку спиратиметься на позитивний аналіз траєкторії розвитку глобальної економіки та найбільш відповідний їй спосіб організації монетарних взаємин у світі, а також на нормативний аналіз варіантів переходу до нової моделі (сценарій глобальних монетарних реформ), чи, знову таки, на позитивний аналіз причин розбіжностей між ідеальним типом та напрямком очікуваних трансформацій глобальних монетарних процесів.

Умовно виділені підходи «трансформації невдоволення» та «створення ідеального типу» хибують цілим набором методологічних та праксеологічних прогалин, внаслідок чого будь-який варіант відповіді на питання про оптимальні обриси майбутнього світового економічного порядку у сфері глобальних монетарних взаємин завжди підпадатиме під дію принципу фальсифікації (в розумінні К. Поппера). Завдяки цьому завжди існуватиме достатньо широке поле для дискусій та браку консенсусу, а відсутність легітимних інституціональних координат примусу до нього, будучи відомим феноменом відносності погоджених дій у теорії міжнародної політики, відкриватимуть двері для того, що порядок формуватиметься за принципом еволюції від існуючого, навіть якщо ступінь впорядкованості, щоб власне порядок був порядком, буде настільки низьким, наскільки підтримуватиметься певний мінімум інститутів та алгоритмів поведінки, необхідний для функціонування глобальної економіки за довільного рівноважного рівня та характеру розподілу добробуту. Втім, це не виключає, що теоретичний аналіз розбіжностей між ідеальним типом та характером глобальних монетарних взаємин, чи відмінностей між ідеальним типом і сценаріїв трансформації таких взаємин буде плідним з міркувань виявлення слабких місць у поточній моделі монетарних процесів глобального рівня та розробки варіантів її покращення. Подібний висновок певною мірою зміщено у песимістичний бік уявлень про спроможність на рівні провідних глобальних гравців сформувати лоцію радикальної перебудови монетарного устрою світу. Для теоретичної та методологічної підтримки цього не важко знайти аргументи в площині інституціонального підходу до аналізу

колективних дій. Найбільш важливим є розуміння сценарних карт, теоретичних принципів, що стоять за їх побудовою, та невідкидання вірогідності біфуркації розвитку глобальної економіки, по той бік якої монетарний устрій світу може формуватись зовсім за інших принципів, ніж ми очікуємо в теперішній момент. Наявність природної невизначеності цього спонукає до підвищення інтересу, спрямованого на монетарний порядок майбутнього.

В даній монографії не ставиться за мету розглянути перспективи глобального монетарного порядку в його потенційній повноті. Концентрація на резервних валютах та резервних активах є своєрідною фокус-групою такого порядку по тій простій причині, що сам факт їх наявності вже є відображенням функціонування цілого набору компонент механіки глобальних монетарних процесів. Окрім цього, саме в резервних валютах / активах втілюється поєднання різнопланових процесів, які відображають те, як співвідносяться індивідуальні рішення з колективними системними ефектами разом із зворотними зв'язками між ними. Завдяки цьому можна простежити, чому вигоди від міжнародної валюти, які формуються на рівні спонтанних порядків (колективні ефекти вибору на рівні країн та приватних агентів, втягнутих в процеси транскордонних операцій у мультивалютному світі), не підпадаючи під колективні регулятори, можуть швидко призвести до виникнення спонтанних порядків іншого рівня (асиметричні обмеження платіжного балансу, зміщення глобальної грошової пропозиції, рамкові умови пристосування до коливань глобальної ліквідності тощо). Іншим боком цього є те, що відсутність колективних регуляторів прагнення одержати вигоди від міжнародної валюти на децентралізованому рівні (тобто тими, хто, використовуючи її, такою робить) також призводить до виникнення спонтанних порядків, тільки іншого сорту. Причому, якщо ще недавно пропозиціонери резервних валют були значно менш обмежені в своїх діях, ніж демандери, («надмірна привілея»), то після розриву зв'язку між резервами та інфляцією, демандери стали так само менш лімітовані у виборі варіантів своєї політики. Глобальні монетарні процеси починають нагадувати матрицю односторонніх стратегій ключових акторів, де єдиним регулятором поведінки є складно передбачувані зворотні зв'язки, тоді як всі інші

актори просто повинні підпорядковуватись спонтанним порядком таких взаємодій.

Можна однозначно стверджувати, що система резервних валют, будучи вразливою до односторонньої поведінки емітентів, виявилась не менш вразливою, до односторонніх дій нагромаджувачів резервів з моменту, коли обсяги нагромадження та концентрація володіння перестали відповідати критеріям достатності в традиційному монетарному розумінні. З іншого боку, перехід на зовсім інший рівень володіння резервами та попиту на них відобразив і зовсім іншу якість глобальної економіки та макрофінансових проблем її функціонування. Виникає питання про те, наскільки адекватна система резервних валют новим реаліям, і якщо ні, то яким повинен бути шлях змін? Однак, відповідь на це питання не є простою з декількох причин. Яким критерієм ми повинні послуговуватись, щоб ідентифікувати ступінь адекватності? Яким критерієм повинна відповідати бажана система резервних валют? І чому, власне, варіант змін повинен обмежуватись колом питань довкола самих резервних валют? Глобальна фінансова криза продемонструвала, що резервні валюти в сукупності із попитом на резерви можуть вважатись складовою складного механізму глобальних макрофінансових дестабілізацій. Втім, з огляду на те, що зміни в системі резервних валют передбачають іншу модальність поведінки релевантних центробанків, питання остаточного виходу за периметр глобальної нестабільності залишатиметься без відповіді.

Ідея про те, що зміни в характері функціонування системи резервних валют не гарантуватимуть усунення глобальної макрофінансової нестабільності, а передбачатимуть трансформацію її форм, є центральною ідеєю монографії. Проте, ми не схильні вважати це песимістичним висновком як щодо змін, які відбуватимуться під впливом ринкових процесів, так і щодо цілеспрямованих реформ монетарного устрою світу. Швидше ми хочемо показати, що вибір більш прийнятної системи резервних валют є наслідком поєднання декількох тенденцій: оптимального пристосування до того, що є немінучим, або, принаймні, видається таким; вибору тієї форми нестабільності, яка може видаватись меншим злом. Іншими словами, будь-який проект дизайну системи резервних валют не гарантує, що в умовах досягнутого та

очікуваного прогресу глобальної фінансової інтеграції він не матиме вразливих місць. На більш предметному рівні це можна побачити, застосувавши підхід теорії галузевих ринків та кваліфікації ринкової структури ринку резервних валют. Поєднання ринкової структури на боці попиту та пропозиції дає уявлення про конфігурацію ринку, за яким, однак, криються цілком конкретні монетарні процеси глобального рівня, навіть якщо і можливості односторонніх дій ключових акторів в сукупності із системними ефектами таких дій та зворотні зв'язки між ними можна специфікувати по-різному. Це означає, що варто прийняти прагматичний висновок про те, що допоки існують резервні валюти, глобальні монетарні процеси будуть вразливі до певних форм нестабільності, так само як існує проблема інфляції та дефляції з огляду на існування грошей. Політика національного та міжнародного рівня повинна бути спрямована на мінімізацію ризиків функціонування системи резервних валют. І це краще, ніж проектувати ідеальні моделі глобального монетарного порядку, які ніколи не будуть втілені.

Написання даної монографії потребувало застосування кількох методологічних підходів. По-перше, базовою категоріальною схемою дослідження є теорія міжнародної монетарної економіки. В даній монографії віддається перевага макроекономічному та макрофінансовому аналізу проблеми глобальної монетарної нестабільності, внаслідок чого феномени, пов'язані з резервними валютами та резервними активами, здебільшого аналізуються у макроекономічному та макрофінансовому ракурсі. По-друге, розгляд окремого набору питань, пов'язаних із визначенням джерел інтенцій до забезпечення стабільності системи резервних валют, потребував застосування інституціонального підходу. Міжнародна політична економія як підхід до аналізу також була застосована при розгляді окремих питань. По-третє, в роботі застосовуються елементи методології конструювання «ідеальних типів». Це дозволяє нагромадити широкий набір поєднання різних теоретично допустимих варіантів організації системи резервних валют та проаналізувати кожен з них, відштовхуючись від більш загальних принципів функціонування міжнародної монетарної економіки. Аналіз «ідеальних типів» також супроводжується активним застосуванням історичного підходу. Останній дозволив

розширити розуміння природи стереотипів поведінки у сфері глобальних монетарних взаємин. По-четверте, оскільки в глобальній економіці дії окремої країни можна звести до поведінки економічного агента, або актора, то застосування інструментарію теорії галузевих ринків не вдалось штучним. Репрезентація ринкових структур ринку резервних валют з виявленням особливостей його функціонування на боці попиту і на боці пропозиції дозволила продемонструвати потенціал мікро- та макropідходів. Макроефекти поведінки акторів в рамках тієї чи іншої ринкової структури не є тотожними і породжують варіативний ряд форм нестабільності. По-п'яте, в роботі неявно наголошується на відмінностях між реальною, грошовою (монетарною) та фінансовою економікою в категоріях розмежування на монетарну економіку та економіку активів. Незважаючи на те, що окремо в роботі не приділяється уваги розмежуванню та ідентифікації цих понять та дискусії з їх приводу, в багатьох епізодах викладу матеріалу простежується думка про невідповідність закономірностей функціонування цих типів економік. Сам факт уможливлення розриву між резервними валютами та резервними активами це красномовно доводить. Масштаб нагромадження резервів також це підкреслює. Як тільки резерви відірвались від інфляційних обмежень, а експансія резервних центрів втратила глобальні інфляційні наслідки в короткостроковому періоді, система резервних валют переносить проблему нестабільності з монетарного на макрофінансовий рівень, не виключаючи наявності у довгостроковому періоді прояву більш звичних монетарних проблем.

Робота структурована наступним чином. У першому розділі розглянуто теоретичні підходи до аналізу міжнародної валюти з акцентом на резервних валютах. Питання джерел інтенцій до забезпечення стабільності системи резервних валют, а відтак, глобальної монетарної стабільності розглянуті більше з інституціональної точки зору. Розрив між теоретичними уявленнями про Ямайську валютну систему та результати її фактичного функціонування в світлі проблеми симетрії між національними та міжнародними монетарними режимами подано в емпіричній перспективі.

Другий розділ присвячено питанням аналізу тієї системи резервних валют, яка фактично склалась і яка наражається на нові види обмежень, невідомих в історичному плані. Поза цим, більш комплексний історичний підхід дозволив виявити закономірності обігу резервних валют. Обмеження життєвого циклу, особливості попиту та пропозиції резервів в розрізі фаз життєвого циклу резервної валюти, проблема темпорального конфлікту між критеріями підтримання резервного статусу в коротко- та довгостроковому періоді та фіскальні детермінанти резервного статусу становлять базовий аналітичний каркас дослідження.

Розгляд глобальної фінансової нестабільності з позиції аналізу резервних валют та попиту на зовнішні активи представлено у третьому розділі. В ньому відкидається гіпотеза про те, що глобальні монетарні взаємини не пов'язані з глобальною фінансовою кризою. Наголошується, що необмежені дискреційні можливості як в сфері пропозиції резервних валют, так і в сфері попиту на резерви, поєднуючись зі специфічним розумінням оптимальності монетарних реакцій на фінансові шоки, призводить до глибоких структурних викривлень в глобальних макрофінансових процесах. Також заперечується дефляційний ухил глобальних фінансових дисбалансів, натомість показано, що резервні валюти та попит на резерви породжують ситуацію перманентного зміщення в зону більш низьких глобальних процентних ставок. Руйнація «трилеми» розглядається як передумова утворення широкого набору варіантів пристосування до процесів фінансової глобалізації, в якій провідна роль відводиться валютним резервам з відповідним тиском у бік затребуваності зміни конфігурації ринку резервних валют. Системний розрив між попитом на них і їх пропозицією представлено як в теоретичному плані, так і на основі кількісних даних.

Четвертий розділ присвячено картографуванню варіантів ринкових структур ринку резервних валют з аналізом монетарних та макрофінансових ефектів кожного з них. Показано, що моновалютна модель резервних валют з основною валютою диверсифікації (на боці пропозиції) в сукупності із асиметрично концентрованим володінням резервів є вразливою до змін в характері розподілу попиту на резерви та збереження тенденції до

їх нагромадження в подальшому. В світлі наявних можливостей та обмежень кожної з потенційних резервних валют, окрім традиційних, продемонстровано потенційні варіанти формування ринкової структури ринку резервних валют і найбільш вірогідний з них. Тріадна асиметрична мультивалютність з обмеженою взаємозамінністю та декількома основними і другорядними валютами диверсифікації визнається найбільш вірогідною моделлю на боці пропозиції, тоді як на боці попиту формуватиметься модель асиметричного концентрованого володіння з посиленням значення активного портфельного підходу до управління резервами. Процеси інтернаціоналізації валют розглядаються в світлі формування ринкової структури ринку резервних валют, більш адекватної попиту на резервні активи. Зокрема, демонструються можливості та потенційні загрози інтернаціоналізації юаня. Конфлікт між рівноважним трендом вартості активів та конкурентоспроможністю обґрунтовується як одне з найбільш потужних джерел нестабільності валют-челенджерів. Аналіз політики Китаю щодо інтернаціоналізації юаня засвідчив формування тенденції до просування «гібридної резервної валюти», поширення якої без відповідних структурних змін в економіці КНР буде дестабілізуючим. Поєднання макрофінансового підходу до нейтралізації глобально-центричних шоків припливу капіталів з міжнародним наглядом за резервними валютами в сукупності з формуванням глобально значимих валютних союзів з плаваючими курсами дозволить суттєво посилити глобальну монетарну стабільність з відповідними позитивними наслідками для послаблення периметру нестабільності резервних валют.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ДОМІНАНТИ ТА ЕМПІРИЧНИЙ ЛАНДШАФТ АНАЛІЗУ ПРОБЛЕМИ РЕЗЕРВНИХ ВАЛЮТ В ГЛОБАЛЬНІЙ ЕКОНОМІЦІ

1.1. Резервні валюти в теорії міжнародної монетарної економіки

Глобальні монетарні трансформації вже тривалий час перебувають в полоні обмежень щодо спроможності застосування реалістичного міжнародного політичного підходу виступити в ролі скеровуючої сили. З одного боку, цю тенденцію слід визнати негативною, оскільки можливі варіанти удосконалень не реалізуються, внаслідок чого глобальний соціальний добробут залишається на нижчому рівні, ніж потенційно можливий. З іншого боку, трансформаційні процеси активуються ринковими силами. При чому, на рівні глобальних монетарних процесів уряди та центробанки є своєрідними мікроекономічними агентами, які через власні преференції запускають в дію алокаційні процеси. На перший погляд, це виглядає парадоксально. Втім, при більш детальному розгляді можна побачити, що незалежно від формату обмежень на рішення монетарної влади національного рівня ступінь дискреції у реалізації преференцій визначається виключно тим, наскільки результат, навіть якщо він проміжний, співвідноситься з вихідними преференціями. Така картина засвідчує: те, що є на рівні окремої країни політикою (преференції, цілі, інструменти, досягнення цілей, корекція преференцій і так далі), на колективному рівні – складним процесом формування автоматичних регуляторів, найбільш стійкі форми яких перетворюються на міжнародний режим, що уможлиблює в його рамках обмежений спосіб коінтеграції преференцій, цілей та інструментів.

Еволюція міжнародної валютної системи продемонструвала, що її здатність обмежувати національну дискрецію є переоціненою з точки зору безумовності слідуванню «правилам гри». Питання в тому, наскільки відхід від таких правил співвідноситься з можливостями ув'язувати преференції, цілі та інструменти хоча б у середньостроковій перспективі. «Правила гри» можуть формуватись автоматично, можуть проектуватись, можуть відображати щось середнє, коли їх формальний зміст допускає широкі варіанти фактичних відхилень. Але найголовніше, що потрібна певна критична маса країн, преференції яких збігаються, а вигоди від слідування таким правилам розподіляються якщо не рівномірно, то, принаймні, формуватиметься певний неявно прийнятний баланс втрат та вигод, який би засвідчив спроможність адаптуватись до ситуації, на яку окрема країна не може вплинути, навіть якщо інша має від цього більше вигод. Поза цим, структура міжнародної валютної системи сформувалась відповідно до логіки реалізації монетарної політики у відкритій економіці з врахуванням того, що транскордонні приватні трансакції визначаються також модальністю функціонування ринків, які їх забезпечують. Саме з цих міркувань міжнародна валютна система з самого початку свого розвитку знаходилась у щільному зв'язку з міжнародною фінансовою системою. Функціональне зміщення першої визначалось тим, як співвідносяться між собою транскордонні трансакції з внутрішніми цілями політики, у той час як друга відповідала за еластичність системи трансакцій, але від якої, насправді, залежали можливості адекватного співіснування національного монетарного режиму та міжнародних «правил гри».

Перебування металу в основі автоматичного функціонування національного та міжнародного монетарного режиму – золотого стандарту, - не змінило суттєво структурний набір елементів міжнародної валютної системи, навіть тоді, коли змінилась вона сама. Такими основними елементами визнаються чотири: конвертованість та режими валютних курсів; міжнародні платежі та трансферти, що належать до поточних міжнародних трансакцій;

міжнародний рух капіталу; міжнародні резерви¹. Водночас, функціонування кожного окремого елемента стало самостійно значимим з моменту, коли однорідність країн, що слідують «правилам гри», розпалась, конвенціональність металу опинилась під сумнівом, ринки поглибились і диференціювались, масштаби трансакційних зон зросли, а фінансові ринки розвинулись. Релевантні зміни в преференціях монетарної політики (пріоритет внутрішньої рівноваги) вплинули на те, що операційними репрезентантами міжнародних трансакцій стали хартальні гроші та їх інституціоналізована міжчасова форма – активи, а міжнародна валютна система, формально та фактично допускаючи національну дискрецію щодо режиму потоків капіталу, конвертованості та валютних курсів, уможливила посилення значення ринкових сил щодо своїх структурних елементів. Причому, вибір монетарних органів перетворився на складову цих ринкових сил на колективному рівні.

Більш прискіпливий аналіз структурного набору елементів дозволяє побачити, що їх набір нерозривно пов'язаний з логікою монетарної політики у відкритій економіці. Задля лаконічності можна виділити декілька зв'язних ліній: «монетарна політика – кондиції попиту – міжнародні трансакції – стан платіжного балансу / зовнішні активи та пасиви фінансової системи – макрофінансові тенденції – монетарна політика»; «можливості здійснення міжнародних трансакцій – розрив в часі настання зовнішніх платіжних вимог та зобов'язань / внутрішніх платіжних вимог та зобов'язань в іншій валюті – потреба в міжнародній ліквідності – режим конвертованості, валютних курсів, потоків капіталу – монетарна політика», «суміщення монетарних цілей у відкритій економіці (трилема) – рівень інтенсивності міжнародних трансакцій – рівень глобалізації – потреба в міжнародній ліквідності»².

¹ Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – P. 4.

² Теоретична основа цього більш детально розглядалась нами в ряді попередніх праць: Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.; Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – 512 с.

З одного боку, виділення міжнародних резервів в елемент міжнародної валютної системи є нереалістичним без функціонування фінансової системи, яка уможлиблює розрив в часі потоку вимог та зобов'язань, які врівноважуються резервами у підсумку. Режим конвертованості та потоків капіталу визначають еластичність й інтенсивність, з якою вимоги та зобов'язання можуть не відповідати один одному в часі, тим самим запускаючи в дію ув'язку «валютний курс – міжнародні резерви». Оскільки вимоги та зобов'язання мають і номінальний, і реальний вимір, то їх врівноваження можливе, або з допомогою зміни номінального співвідношення – канал валютного курсу, або зміни обсягу акцептабельних активів – канал міжнародних резервів. В зв'язку з тим, що валютний курс є складовою монетарних умов, які визначають попит і пропозицію товарів / активів, а міжнародні резерви відображають можливості підтримувати курс і є наслідком попереднього балансу вимог та зобов'язань, вони перетворюються на ключову ланку зв'язку окремої відкритієї економіки з глобальним оточенням. З іншого боку, можна побачити, що інтенсивність міжнародних трансакцій повинна корелювати з доступністю міжнародної ліквідності – спроможністю країн погашати зобов'язання у валюті, відмінній від національної. Звідси виникає питання про те, чому національні гроші не можуть в чистому вигляді виконувати свої функції у їх структурній цілісності в міжнародному форматі? Іншими словами, чому підсумкове врівноваження вимог і зобов'язань не відбувається у валютах країн-партнерів?

Теоретично, спільна металева основа обігу мала би знімати це питання, пояснюючи спонтанний автоматизм золотого стандарту. Однак, навіть в часи його панування формувалась тенденція до деномінації міжнародних трансакцій не в абстрактному металі, а в грошових знаках окремих країн. Наприклад, між 1860 р. та 1914 р. близько 60% світової торгівлі було деноміновано у фунти стерлінгів, хоча на Велику Британію припадало тільки 30% світової торгівлі того часу³. Тобто автоматизм золотого стандарту

³ Schenk C. The Decline of Sterling Managing the Retreat of an International Currency, 1945-1992. – NY: Cambridge University Press.

проявлявся на рівні суміщення національного та міжнародного режиму монетарної політики у вигляді нерозривно пов'язаних внутрішніх та транскордонних «правил гри», але не на рівні деномінації міжнародних трансакцій. З цього випливає, що питання не тільки в якості грошей в розумінні їх стабільності (що в епоху золотого стандарту означало розмінність на метал, що було еквівалентно сучасному поняттю цінової, але також і фінансової стабільності), а також і в тому, наскільки вони відповідають потребам ринкових агентів з точки зору колективної акцептабельності, зручності і стабільності. Така логіка приводить до концепції ключової (світової), або міжнародної валюти, яка виділяється з-поміж інших для оптимізації системи міжнародних трансакцій.

Базова теорія міжнародної валюти

Дефініція міжнародної валюти в основному зводиться до того, що нею є національні гроші, які використовуються за межами країни їх офіційної емісії, або валюта, що використовується в міжнародних трансакціях, або валюта, що використовується за межами країни, де вона емітується, нерезидентами для операцій з резидентами такої країни, або резидентами третіх країн, або ж це валюта, в якій відбуваються не тільки транскордонні операції, а також транскордонне володіння активами та зобов'язаннями. На противагу концепції міжнародної валюти, концепція глобальної валюти наголошує на ступені поширеності валюти з міркувань привабливості операцій, а не з міркувань транскордонних операцій. Наприклад, національна валюта, яка обслуговує ринок боргових інструментів, деномінованих у неї, на який має місце значний приплив капіталів, не буде міжнародною, але її глобальна привабливість матиме місце. Тобто з точки зору валютної структури глобального портфеля активів така валюта буде якоюсь мірою глобальною, але не обов'язково міжнародною, тоді як статус

міжнародної валюти однозначно впливатиме на її рейтинг як глобальної⁴.

Основна причина раціонального вибору на користь валюти чи кола валют є подібною до того, як відбувся відхід від бартерних операцій завдяки грошам. При здійсненні міжнародних операцій необхідно підтримувати кількість валют в запасі резервів, еквівалентну кількості пар валют, які беруть участь в операціях. Це призводить до прямих втрат, оскільки кожна країна має підтримувати резерви в повному наборі валют, ринки яких мають відмінну ліквідність. Значна частина резервів просто втрачає свою функціональність. Неявна координація є основою для виникнення світової валюти, яка спрощує систему цін та міжнародних розрахунків, тим самим знижуючи трансакційні витрати транскордонних операцій⁵. Якщо вигоди від існування такої валюти пов'язані із зниженням конкуренції між усіма валютами, то це означає, що ключова валюта є природною монополією⁶. Водночас, природна монополія ключової валюти не дає відповіді на питання про те, якою повинна бути структура такої монополії. Р. Мандел та Б. Коен вказують на те, що природний монополізм ключової валюти не заперечує того, що таких валют може бути декілька⁷.

Експлікація функцій міжнародної валюти вказує, що чим більш відмінними за своїм макро- та мікроекономічним змістом будуть функції міжнародної валюти в розрізі приватного та суверенного рівня застосування, тим складніше пояснити увесь спектр процесів, які пов'язані з її обігом. Табл.1 демонструє канонічну класифікацію ролей міжнародної валюти⁸.

⁴ Thimann Ch. Global Roles of Currencies // ECB Working Paper. – 2009. - №1031. – P. 1-36.

⁵ Kiminori M., Kiyotaki N., Matsui A. Toward a Theory of International Currency // Review of Economic Studies. – 1993. - №60. – P. 283-307.

⁶ Eichengreen B. Hegemonic Stability Theories of International Monetary System // NBER Working Paper. – 1987. - №2193.

⁷ Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293-328.; Cohen B., Benney T. What Does the International Currency System Look Like? // Department of Political Science University of California, 2012. – P. 1-31.

⁸ Існують дискусії, хто є першим автором даного підходу. Найчастіше стверджується, що вперше такий підхід запропонував П. Кенен. Див.: Kenen P. The Role of the Dollar as an International Currency // Group of Thirty Occasional Papers. – 1983. - №13.

Таблиця 1. Ролі міжнародної валюти

Рівні аналізу	Функції грошей		
	Засіб обігу	Одиниця рахунку	Засіб збереження вартості
Приватний сектор	Засіб торгівлі, засіб розрахунків	Засіб визначення цін	Валюта інвестицій
Офіційний сектор	Валюта інтервенцій	Валюта прив'язки	Резервна валюта

К. Тіманн розширює канонічну класифікацію ролей міжнародних валют, пропонуючи відокремлений теоретичний та праксеологічний підходи (табл. 2). Перевагою розширеного підходу є те, що в його рамках враховується обіг міжнародної валюти в межах третіх країн (тобто «доларизація»), що є достатньо принциповим. В рамках канонічного підходу (табл. 1) цей нюанс до уваги не береться, що слід пов'язувати з періодом часу його розробки. Низька мобільність капіталів та слабка інтеграція фінансових систем допускала, що міжнародна валюта застосовується на міжнародних ринках та в офіційних операціях. В умовах глобальної інтеграції та трансформації доларизації активів в доларизацію пасивів це вже виглядає достатньо обмеженим. Окрім того, між міжнародними фінансово-інвестиційними операціями та обігом ключової валюти в третіх країнах є зв'язок, наприклад у вигляді ув'язки між зовнішніми запозиченнями банків та внутрішнім кредитуванням в іноземній валюті, що, у свою чергу, спирається на масштаб доларизації країни та перевагу такої валюти над національною саме у сфері фінансових операцій. Це суттєво розширює функціонал міжнародної валюти та породжує нові канали макрофінансових зв'язків між системою таких валют та національними монетарними політиками. Щодо теоретичних підходів до аналізу міжнародних валют, то можна виділити декілька напрямів. По-перше, це підходи, в рамках яких аналізуються ключові вимоги, або критерії набуття міжнародного статусу. По-друге, підходи, які пояснюють вибір тієї чи іншої

міжнародної валюти в рамках кожної з шести ролей (табл. 1). По-третє, підходи, які концентруються на аналізі проблеми функціонування міжнародних валют як системи безвідносно до того, що, як зазначалось вище, вони є складовим елементом міжнародної валютної системи. Вихід таких підходів за рамки аналізу самої міжнародної валютної системи варто пояснювати тим, що більшість макроекономічних ефектів, які породжуються функціонуванням міжнародних валют, є однотипними безвідносно до того, яка їм роль відводиться в рамках самої системи. Більше того, чим більшою мірою остання «позбувалась» автоматичних чи регламентованих «правил гри», тим більшою мірою функціонування міжнародних валют претендувало на визначальну структурну компоненту міжнародної монетарної економіки.

Таблиця 2. Розширена класифікація ролей міжнародної валюти

Теоретична матриця	Приватне використання	Офіційне використання
Засіб обміну	Засіб розрахунків	Валюта інтервенцій
Одиниця рахунку	Засіб визначення цін	Валюта прив'язки
Засіб збереження вартості	Валюта інвестицій та фінансування	Резервна валюта
Праксеологічна матриця	Використання на фінансових ринках	Використання в третіх країнах
	Міжнародні боргові ринки	Валюта прив'язки, валюта інтервенцій, резервна валюта
	Міжнародні валютні ринки	валюта
	Встановлення цін у міжнародній торгівлі	Готівка та паралельне використання валюти

Джерело: Thimann Ch. Global Roles of Currencies // ECB Working Paper. – 2009. - №1031. – Р. 26.

В сукупності із процесами глобалізації функціонування ключових валют лягло в основу драйверів глобальних монетарних процесів. Важливою складовою даного підходу, окрім, власне, його макроекономічного виміру, є традиція міжнародної політичної економії, в рамках якої увага концентрується на питаннях

функціонування світових валют в контексті міжнародних відносин, тобто в сфері реальної політичної взаємодії між країнами, що суттєво розширило горизонти аналізу проблеми стабільності системи міжнародних валют, оскільки останні опинились на перетині як ринкових сил, представлених ринками та монетарними органами окремих країн, так і органами, відповідальними за їх емісію та ліквідність активів, які у них деноміновані.

Незважаючи на відносну очевидність того, що спроможність національної валюти стати міжнародною зумовлюється її акцептабельністю, питання того, що визначає останню досі не знято. В цьому відношенні можна навести позицію П. Кругмана, який наголошує на величині країни⁹, та Р. Мандела, який наголошує на нерозривності декількох дуже вагомих критеріїв. Він стверджує, що ключовим фактором, який дозволяє національній валюті стати міжнародною, є «впевненість у її стабільності». Причому, величина країни – масштаб трансакційної зони є детермінантою стабільності в тому розумінні, що велика країна значно легше переживає шок, ніж мала країна. Поруч із масштабом трансакційної зони факторами «впевненості у стабільності» Мандел називає стабільність монетарної політики в розумінні забезпечення стабільності купівельної спроможності такої валюти, наявність обмежень на операції з активами у такій валюті, силу і стійкість держави, яка емітує таку валюту, а також «фолбек-фактори», під якими розуміє здатність зберігати попередню цінність навіть через тривалий період часу. Останній фактор Мандел вважає досить важливим саме в світлі того, що сучасні міжнародні валюти є хартальними грішми, нерозмінними на золото, чим суттєво відрізняються від історичних попередниць, конвертація в метал яких поруч із стабільною політикою, що це уможливлювала, була потужним «фолбек-фактором»¹⁰. Водночас, критерії Мандела, власне як і лаконічний критерій Кругмана варто доповнити рядом припущень з приводу, по-перше, відкритості великої країни, по-друге, диференціації благ, які нею виробляються

⁹ Krugman P. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect // Exchange Rate Theory and Practice / Ed. by J. Bilson and C. Marston. – Chicago: University of Chicago Press, 1984.

¹⁰ Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293-328.

для міжнародного обміну, та диференціації активів і зобов'язань, що нею емітуються, і щодо яких відкрите зовнішнє володіння.

Так, відкритість великої економіки є важливою для того, щоб її валюта «зустрічалась» достатньою мірою в міжнародних транзакціях. Для малих економік частка операцій з такою валютою може бути значною, але для великої економіки – все одно залишатись малою. Масштаб транзакційної зони визначає те, наскільки інші емітенти неспроможні підтримувати такий закордонний обіг своєї валюти, щоб це не позначалось на їхній внутрішній грошовій пропозиції. Це, зокрема, пояснює, чому великі економіки є більш стабільними в розумінні Мандела. Їхні внутрішні операції в валютах інших країн не мають економічного сенсу, тому що для цього потрібно було би перепрофілювати на закордонний обіг такий обсяг грошової пропозиції таких інших країн, який був би несумісний із монетарною стабільністю в них в принципі. Тоді як внутрішні операції в малих економіках у валюті великої країни не впливають суттєво на стабільність її грошової пропозиції.

Іншим аспектом цієї проблеми є те, що велика економіка повинна пропонувати достатньо диференційований набір благ та активів для транскордонних операцій. Якщо велика економіка буде моносекторна, економічні агенти за кордоном не будуть схильні розглядати її валюту як акцептабельну тому, що для переключення на інші блага чи активи потрібен буде «вихід» з такої валюти. Тобто валюта великої економіки повинна задовольняти мережу закордонних економічних агентів також з точки зору доступності диференційованого набору благ та активів для того, щоб не потрібно було «виходити» з неї кожного разу, коли існуватиме потреба в інших благах / активах. Теоретично великі економіки є значно більш диференційовані, ніж малі, але в аспекті теорії міжнародної валюти це припущення імпліцитне.

Величину економіки та рівень її диференціації ув'язує стадія економічного розвитку, яка дозволяє проявлятися певному лідерству, позитивно впливаючи на інституціональні характеристики країни і, відповідно, якість політики. Ось чому, для міжнародних валют, особливо для їх резервної функції, важливим є

характер політичної системи. Як стверджує Б. Ейченгрін, усі історично відомі резервні валюти були грішми політичних демократій¹¹. Б. Коен розглядає дану проблему з міркувань поєднання стадій інтернаціоналізації міжнародної валюти – поширення її закордонного використання від ранніх етапів до зрілого статусу із силами попиту на таку валюту. Відзначаючи, що попит на міжнародну валюту як рушійна сила набуття нею такого статусу завжди вагомійший за пропозицію, Коен стверджує, що такий попит має ряд атрибутів, які особливо важливі на ранніх етапах інтернаціоналізації. По-перше, в країні, інтернаціоналізація валюти якої перебуває на ранніх стадіях, повинні мати місце низька інфляція та її варіація, підтримуватись політична стабільність як основа довіри до політики, права власності повинні бути гарантовані та захищені. По-друге, в такій країні має мати місце «зручність щодо обміну» та «впевненість у збереженні вартості капіталу», тобто фінансова система повинна забезпечувати таку ліквідність активів, щоб операції з ними не передбачали втрат на «вході» та «виході», а також втрат на бід-аск спредах. Тобто фінансова система повинна гарантувати широке різноманіття фінансових інструментів, їх ліквідність та сервіси з гарантування трансакцій. По-третє, валюта повинна бути активно задіяна в мережах операцій, тобто щодо неї повинен бути актуальний «ефект мережі». Він буде наслідком того, що країна буде великою та відкритою економікою, тобто мати глобально значимі торговельні та фінансові зв'язки¹². Попри те, що вищезгадані дослідники наголошують на інституціональних факторах статусу міжнародної валюти, і до них можна додати позицію Мандела, який вказував на вагомість ув'язки політичної стабільності та геополітичної безпеки для формування довіри до валюти, що інтернаціоналізується¹³, в теорії все ж таки підхід міжнародної політичної економії не домінує. Приклад з ефектами мережі красномовно це доводить.

¹¹ Eichengreen B. The Dollar's Days as a Reserve Currency Are Numbered // Financial Times. – 2012. – Oct. 8. // www.ft.com.

¹² Cohen B. The Geography of Money. – Ithaca, NY: Cornell University Press, 1998.; Cohen B. The Future of Money. – Princeton, NJ: Princeton University Press, 2004.

¹³ Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293-328.

Коен констатує, що міжнародні валюти часто відрізняються в залежності від того, хто використовує і для чого. Набір ролей (6 відповідно до табл. 1), які відіграють національні гроші в глобальній економіці, та географічний масштаб є вкрай важливими. Чим більш глобалізованим є використання валюти, тим більш стійким буде її міжнародний статус, порівняно з випадком виключно її регіонального поширення¹⁴.

Ефекти мережі увійшли в класичну палітру аналізу міжнародних валют, перш за все їх резервної іпостасі особливо в контексті аналізу так званих зрілих валют. Можна стверджувати, що розширення історичного горизонту аналізу міжнародних валют позначилось на тому, що темпоральний фактор виявився окремим суб-напрямком розвідок. Це видно як з вищезгаданого дослідження Коена, так і з інших праць, які наголошують на проблемі обумовленості минулим. Ефект мережі визнається самодостатнім критерієм набуття валютою міжнародного статусу. Також він розглядається як фактор резистентності такого статусу¹⁵. Валюта ще тривалий час залишається міжнародною, навіть якщо для цього вже недостатньо підстав в розумінні актуальності відповідності критеріям, яка у свій час була рушійною силою інтернаціоналізації.

Закономірність зниження ролі міжнародного статусу валюти із значним запізненням щодо зниження значення фізичних масштабів економіки країни-емітента в глобальному вимірі можна вважати емпіричним фактом. Погляд на даний лаг та фактори його детермінації вже призвели до виникнення так званих «традиційного» і «нового погляду». Наприклад, в рамках традиційного погляду констатується, що США стали найбільшою економікою світу у 1870 р., а долар США як резервна валюта здобула лідерство тільки через 60 років. Корекція критеріїв аналізу дозволяє побачити, що цей лаг становить не 60, а 5-10 рр.¹⁶. В

¹⁴ Cohen B., Benney T. What Does the International Currency System Look Like? // Department of Political Science University of California, 2012. – P. 1-31.

¹⁵ McKinnon R. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? // www.stanford.edu.; Krugman P. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect // Exchange Rate Theory and Practice / Ed. by J. Bilson and C. Marston. – Chicago: University of Chicago Press, 1984.

¹⁶ Скорочення лагу між лідерством в економіці та фінансах і лідерством в міжнародному статусі валюти відштовхується від історії конкуренції між долларом та фунтом, простежується на прикладі долара та німецької марки і єни, а також очікується щодо конкуренції між долларом та юанем. Див.:

рамках «нового погляду» стверджується, що домінування долара над фунтом почало спостерігатись у міжвоєнний період щодо деномінації міжнародних кредитних та торговельних операцій і що таке домінування не є типом гри «переможець забирає все». Відновлення лідерства фунта у 1930-х є прикладом того, як сприйняття політики США щодо підтримання золотого стандарту в умовах депресії впливало на довіру до долара паралельно із зниженням частки операцій в доларах в глобальних масштабах внаслідок стиснення американського фінансового сектора¹⁷. Тобто сила резистентності, насправді, є значно переоціненою в теорії міжнародної монетарної економіки, навіть попри те, що емпіричні свідчення вказують на суто технічний її аспект – центробанки затримуються зі зміною валютної структури зовнішніх активів у відповідь на дію релевантних спонукальних факторів¹⁸.

Теоретичні дискусії в розрізі ролей міжнародної валюти

Розщеплення ролей міжнародної валюти позначилось на виникненні окремих досліджень причин їх вибору в розрізі кожної окремої ролі, а також питань як домінування тієї чи іншої валюти в межах окремої ролі / ролей позначається на загальному міжнародному статусі, перш за все резервному. Щодо першого, то, як правило, виділяються підходи до аналізу вибору валюти визначення цін, валюти міжнародних фінансово-інвестиційних операцій, валюти прив'язки і резервної валюти.

Загальнотеоретичним визнанням переваги визначення цін у міжнародній валюті на товари глобального попиту є співвідношення між масштабами глобального споживання таких

Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. – P. 1-33.

¹⁷ Eichengreen B., Flandreau 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. – P. 1-48.; Chitu L., Eichengreen B., Mehl A. When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets // ECB Working Paper. – 2012. – №1433. – P. 1-43.; When Did the Dollar Overtake the Pound Sterling as the Leading International Currency? The “Old View” Versus the “New View” // International Role of the Euro. – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. – P. 39-45.

¹⁸ Truman E., Wong A. The Case for an International Reserve Diversification Standard // Institute for International Economics Working Papers. – 2006. – WP 06-2. – P. 1-46.

благ, трансакційною зоною такого споживання та відносною стабільністю попиту. Іншими словами, визначення цін на блага глобального споживання у валютах країн їх виробників призводило би до надмірної волатильності цін, що посилювало би неадекватні сигнали глобальним ринкам, а також було би руйнівним для макроекономічних процесів в країнах-виробниках. У випадку цінової конкуренції декількох країн виробників глобальних благ переключення глобального попиту мало би місце в масштабах, несумісних з макроекономічною стабільністю в кожній з них окремо (країна, що знизилася відносно ціну опинилася би в стані масштабного припливу капіталів, а країна з відносно високою ціною, зіткнулась би з проблемою відпливу капіталів). Ринок нафти тут розглядається як класичний приклад переваги визначення цін в міжнародній валюті. Подібність принципів функціонування інших сировинних ринків до ринку нафти позначилась на тому, що ціноутворення на них здійснюється у міжнародній валюті, як правило, - в одній з них. Для виникнення підстав визначення цін в декількох валютах мають бути достатньо відмінні макроекономічні фактори впливу на поведінку попиту в кожній з них, а вплив на решту світу приблизно еквівалентний. Також, відносна взаємозамінність активів та касових залишків в таких валютах має бути незначною. Це ж стосується й потоків капіталу. В протилежному випадку немає сенсу для застосування декількох валют, адже еластичність визначення ціни в декількох валютах забезпечується еластичністю функціонування валютних ринків. Ціноутворення хоча б в двох валютах підпадає під ризик виникнення арбітражних ям (співвідношення цін, визначених в двох валютах, може не співпадати з поточним спот-курсом). Звичайно, вони матимуть дуже короткостроковий характер, але цього може бути достатньо для впливу на підвищення волатильності потоків капіталів.

Застосування міжнародної валюти для визначення цін на несировинні блага потребує додаткових теоретичних уточнень. Стабільність цін як важливий пререквізит міжнародної валюти, помножений на масштаб трансакційної зони, мав би вже бути достатнім фактором її застосування для ціноутворення на товари

міжнародної торгівлі. Однак, такі товари дуже часто не мають глобального споживання, а кількість валют, в яких визначаються ціни, є більшою, ніж одна. Це означає, що фактори дво- та багатосторонніх торговельних зв'язків є більш вагомими, відкриваючи шлях до мікроекономічного аналізу впливу монетарних політик в країнах-партнерах на вибір валюти визначення цін. Оскільки виробництво товарів для міжнародної торгівлі великою економікою априорі є значним, то визначення цін у них виглядає закономірним. Тут спрацюватиме ефект відносної монополізації ринку. Але також важливими є ефекти «переносу» та номінальна негнучкість цін. При посиленні конкуренції і переході на модель *price to market* (ціноутворення на основі конкурентної ціни за місцем продажу, внаслідок чого валютний ризик приймається виробником чи постачальником) використання міжнародної валюти починає залежати від якості монетарної політики та симетричності шоків, а також від того як країна-збуту може перестрахувати ризики зміни курсу щодо країни-виробника. Якщо країна чи країни прагнуть обмежити курсові коливання щодо валюти третьої країни, то ціноутворення буде здійснюватись у валюті останньої, оскільки це мінімізує трансакційні витрати багатовалютності, які негативно впливають на торгівлю. Звідси, намагання інших країн мінімізувати курсові коливання щодо валюти країни-центру породжує двосторонні вигоди та ефекти мережі водночас, оскільки колективне обмеження курсових коливань запускає в дію екстерналії курсової стабільності відносно валюти країни-центру, створюючи стимули для розвитку торгівлі в межах гравітаційної зони, що формується нею в силу свого масштабу чи інших переваг (конкурентоспроможність, висока диференційованість тощо). Тобто основний теоретичний висновок щодо ролі з обслуговування міжнародної торгівлі певною національною валютою зводиться до того, що на вибір такої валюти впливають двосторонні експортно-імпортні зв'язки, які справляють вплив на взаємозв'язок між монетарними політиками¹⁹.

¹⁹ Детальний огляд літератури з цього питання див.: Kamps A. The Euro as Invoicing Currency in International Trade // ECB Working Paper. — 2006. — №665. — P. 3-57.

Теоретичне бачення вибору на користь міжнародної валюти у сфері фінансово-інвестиційних операцій також спирається на ефект масштабу та конкурентної переваги фінансової системи країни-лідера. З одного боку, можливості третіх країн здійснювати запозичення та інвестувати в активи на ринку, що обслуговуються валютою, центробанк-емітент якої забезпечує її стабільність, однозначно позитивно впливають на вірогідність її перетворення на міжнародну. Але цьому також сприяє так званий ефект «первісного гріха» (так звана гіпотеза «первісного гріха»), коли окремі країни неспроможні запозичувати під низькі проценти та на тривалий строк у власних валютах²⁰. З іншого боку, мікроекономічна аргументація часто є більш превалюючою. Причому, вибір валюти у сфері фінансово-інвестиційних рішень суттєво залежить від кола доступних інструментів. Іншими словами, якщо в літературі, що пояснює вибір міжнародної валюти в цьому спектрі її ролей, акцент робиться на питаннях покритих / непокритих паритетів, арбітражних можливостях, хеджуванні валютного ризику вхідних і вихідних грошових потоків, портфельній оптимізації тощо, то чим більшою мірою глобально інтегрованою стає фінансова система, тим більшою мірою макроекономічний підхід, основою якого є ефект масштабу, стабільність та довіра до монетарної політики тощо, заміщується на мікроекономічний, в рамках якого акцент робиться на оптимізаційній поведінці. Тобто, якщо декілька валют вже є міжнародними, вибір на користь валюти інвестицій та валюти запозичень підпорядковується іншим факторам, аніж, факторам, які, власне, є критеріальними для перетворення національної валюти на міжнародну.

Традиційний набір критеріїв перетворення національної валюти на міжнародну тут фактично не дискутується. До них

²⁰ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — №7418. — P. 1-54.

В більшості своїй ефект «первісного гріха» не аналізується в теорії міжнародної монетарної економіки з позиції формування передумов виникнення та критеріїв міжнародної валюти. Але він досить промовисто пояснює проблему вибору режиму валютних курсів. Ув'язка між неспроможністю окремих країн здійснювати запозичення у власній валюті та функціонуванням фінансових ринків, що обслуговуються міжнародною валютою, має логічний характер, навіть якщо теоретична етимологія цих явищ не пов'язувалась автохтонно.

належить масштаб, глибина та диверсифікація фінансового ринку, стабільність та прогнозованість монетарної політики, яка створює макроекономічне підґрунтя для надійності фінансових активів, а також інституціональні фактори, які пов'язані із правами власності, ліквідністю та безпекою операцій²¹. Ліквідність та ємність ринку відіграють вкрай важливе значення, адже саме вони активують перевагу ефекту масштабу, завдяки чому багато малих економік можуть запозичувати та інвестувати через ринок великої. Модель цього, сформувавшись ще у ХІХ ст. завдяки панівній позиції Лондона як фінансового центра та Банка Англії як найбільш впливового гравця у сфері глобальної монетарної стабільності, фактично залишається незмінною з тією лише різницею, що фунт більше не є лідером серед міжнародних валют, хоча продовжує відповідати ряду критеріїв.

На думку Б. Коена, вибір валюти відповідно до преференції інвестора та позичальника ув'язує мотиви фінансової операції з тим, як на неї впливають макроекономічна політика та можливості фінансової системи²². Валюта інвестицій обирається з міркувань очікуваної доходності активів, які деноміновані у певну міжнародну валюту, а валюта запозичень – з міркувань величини ставок та їх прогнозованої стабільності. Оскільки глобальна фінансова система допускає розрив інвестиційних тенденцій та тенденцій у сфері фінансування, то відносно домінування окремих міжнародних валют у сфері глобальних інвестицій та запозичень може не збігатись тривалий час. Пояснення різниці в домінуванні тієї чи іншої міжнародної валюти у сфері інвестицій, або ж запозичень також варто шукати у відмінностях модальності монетарної політики. Валюта більш активістського центрального банку швидше буде валютою інвестицій, оскільки він створює передумови для більш агресивного зростання цін активів. Також він виразніше реагує на обвал ринку шляхом різкого збільшення

²¹ Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293-328.; Chitu L., Eichengreen B., Mehl A. When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets // ECB Working Paper. – 2012. - №1433. – P. 1-43.

²² Cohen B. Currency Choice in International Bond Issuance // BIS Quarterly Review. – 2005. – June. – P. 53-66.

пропозиції ліквідності. Валюта більш консервативного центробанку вірогідніше буде валютою запозичень. Доходність боргових інструментів у такій валюті буде менш варіативною в силу того, що монетарна політика є менш проциклічною²³.

На відміну від часто вживаної мікроекономічної аргументації щодо факторів функціонування міжнародних валют у сфері фінансових операцій, теоретичні питання вибору валюти прив'язки є яскраво зміщеними у бік макроекономіки. В найбільш простій формі відповідь на питання про вибір валюти прив'язки відштовхується від того, у якій валюті домінує деномінація експорту та імпорту. Тобто між теоретичними поясненнями ролі міжнародної валюти щодо ціноутворення і рефлексією з приводу валюти прив'язки повинен мати місце спільний знаменник. З одного боку, так і є, незважаючи на те, що ряд дослідників наголошують, що самі по собі торговельні зв'язки не можуть породжувати процеси вичленення міжнародної валюти з поміж національних поза монетарними якостями першої²⁴. З іншого боку, деномінація торгівлі є лише відправною точкою для розуміння макроекономічних ефектів затребуваності прив'язки саме щодо тієї валюти, яка домінує в обслуговуванні торгівлі.

Теорія оптимальних валютних зон в цьому відношенні виявилась достатньо плідною, оскільки з її допомогою вдалося продемонструвати, що вибір на користь валюти прив'язки – це вибір щодо переваг більш стабільного валютного курсу відносно валюти, яка обслуговує трансакції на колективному, а не двосторонньому рівні, а мінімізація коливань курсу щодо якої приносить відчутні вигоди у сфері здешевлення міжнародних трансакцій та заохочення заощаджень. Симетричність шоків також є продовженням того, чому та чи інша країна обирає ту чи іншу валюту прив'язки. Реакція країни-центру не повинна суперечити внутрішнім макроекономічним пріоритетам країни, що прив'язується до такої валюти. У випадку асиметричних шоків,

²³ Козюк В.В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – 192 с.

²⁴ Наприклад, Ч. Гудхарт наголошує, що тільки стабільна валюта може претендувати на роль номінального якоря, інакше останній втратить відповідність визначенню. Див.: Goodhart Ch. The Conduct of Monetary Policy // Economic Journal. – 1989. – Vol. 99 (396). – P. 293-346.

прив'язка валюти автоматично призводитиме до підвищення макроекономічних флуктуацій. Звідси, теорія оптимальних валютних зон закладає логічне підґрунтя для «оптимальної зони валюти прив'язки». Іншими словами, оптимальна зона валюти прив'язки є ні чим іншим як валютним блоком з країною / валютою лідером та учасниками, для яких перша є валютою прив'язки, валютою, яка домінує у деномінації торгівлі, і згладжування коливань курсу щодо якої є підвищенням добробуту. Протиставлення політики прив'язки плаваючим курсам відповідає духу теорії оптимальних валютних зон. Однак, саме головне, що вплив на міжнародну монетарну економіку відбувається на колективному рівні. Зовнішні ефекти мережі формуються групою малих країн. Зміна валюти прив'язки певною кількістю країн запускає в дію процес переформатування глобального монетарного ландшафту. Торгівля, а не рівень і варіативність інфляції, як показують емпіричні розвідки, є основою зовнішніх ефектів мережі, які детермінують вибір валюти прив'язки²⁵.

Введення до аналізу апарату теорії оптимальних валютних зон продемонструвало, що як тільки симетричність шоків є важливим критерієм вибору валюти прив'язки, набір валют, які виконують роль номінального якоря, може виходити за межі 2-3, а подекуди 5. Водночас, прийняття до уваги, що кількість міжнародних валют, які використовуються для ціноутворення на глобальних ринках є меншою, ніж кількість потенційно оптимальних зон валюти прив'язки, вказує на те, що в глобальній економіці можуть формуватись валютні блоки як більш широкі географічні утворення та монетарні агломерації, які є меншими за площею. Для них прив'язка до валюти-лідера супроводжується більш жорстким згладжуванням курсових коливань в силу більш однорідної деномінації транскордонних операцій. Тобто, за логікою теорії оптимальних валютних зон монетарна політика з валютою прив'язки, навіть якщо вона і допускає курсові коливання, не є тотожною монетарному вибору щодо плаваючого курсу, коли останній не повною мірою нейтралізує трансмісію шоків.

²⁵ 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. 1-44.

Специфікований монетарний режим з плаваючим курсом не повинен передбачати валюту прив'язки в принципі, хоча це не означає, що з точки зору кореляції ділових циклів та симетричності шоків така країна не буде знаходитись під гравітаційним впливом країни-лідера валютного блоку.

Роль резервної валюти: особливі наголоси

Теоретичні підходи до резервної ролі міжнародної валюти також не відрізняються одностайністю. Специфікою в даному випадку є те, що попит на резервну валюту повинен віддзеркалюватись у можливостях резервної валюти бути каналом зв'язку з активами, які виконують резервну функцію. Це ставить питання про послідовність набуття домінуючого статусу в розрізі ролей, які виконують міжнародні валюти. Коен, наприклад, дає однозначну відповідь на це питання. Валюта повинна спочатку обслуговувати інвестиційні процеси в міжнародному масштабі, для чого вона повинна пройти етап інтернаціоналізації, пов'язаний з торгівлею та поглибленням фінансових ринків, і лише потім вона може стати резервною²⁶. Розвиток фінансового ринку повинен бути таким, щоб активи, які генеруються ним, не викликали сумніву у своїй якості (надійність, ліквідність). Історично резервні валюти виникли як субститути золота і ця роль слідувала за вже існуючими ролями валюти ціноутворення, інвестицій, позик тощо. В сукупності із деномінацією торгівлі та виникненням потреби у здійсненні прив'язки такі валюти ставали резервними. Хоча на ранніх етапах історії резервних валют такої жорсткої ув'язки між валютою прив'язки та резервною валютою не було. Вона розвинулась пізніше паралельно із демонетизацією золота. Втрата золотом монетарних функцій відкрила питання про макроекономічне значення поєднання валюти прив'язки задля запобігання проблеми негативного впливу асиметричних шоків на торгівлю із резервною валютою, у яку не просто деномінуються

²⁶ Cohen B. The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy. – 2012. – P. 1-11.

резервні активи, а у якій також здійснюються інтервенції на зовнішньому ринку.

За визначенням, роль резервної валюти впливає з функції засобу збереження вартості, притаманної національним грошам. Як субститут золота, резервна валюта повинна мати ряд унікальних характеристик. Абстрагуючись від того, що перехід на систему резервних валют замість золота пов'язаний із нестабільністю алокації запасів металу, нееластичністю його пропозиції, політичними обмеженнями на потоки капіталу (у вигляді потоків монетарного золота), потребою побудови більш гнучкої системи міжнародної ліквідності в умовах посилення орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу, можна стверджувати, що критерії відповідності резервного статусу валюти повинні виходити за межі, власне валюти, і поширюватись на активи, які витіснили метал в структурі валютних резервів центробанків. Якість активів як субституту золота є не менш важливим критерієм резервних валют поруч із масштабом країни і, відповідно, глибиною ринку. Внаслідок цього, поєднання розвитку фінансового ринку з монетарним лідерством центробанку-емітента, політика якого користувалась довірою в розумінні спроможності гарантувати еквівалентність між його валютою та металом, виступили основними факторами виникнення резервних валют на ранніх етапах демонетизації золота²⁷.

Однак, в умовах відходу від ключової ролі золота в міжнародній валютній системі та уможливлення вибору режиму валютних курсів і потоків капіталу, питання вибору резервної валюти потребує деяких уточнень. Р. Мандел стверджує, що система резервних валют є економією на мультивалютних резервах. Вигоди від цього актуалізуються тоді, коли резервна валюта буде стабільною (стабільність в розумінні стабільності цін, низької вразливості до шоків, високої резистентності, політичної стабільності як інституціонального підґрунтя довіри до політики)²⁸. Р. Купер наголошує, що глибина та ліквідність ринку є ключовим

²⁷ Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. — 2000. — WP/00/43. — P. 1-55.

²⁸ Манделл Р. Необщий взгляд на общую валюту // // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 127-150.

фактором резервного статусу. Ліквідність та висока якість боргових інструментів є саме тими критеріями, які роблять резервні активи еквівалентними історичній системі металевих резервів в плані збереження вартості, але активи приносять дохід. Колективний зовнішній попит на активи з такими якостями може бути задоволений тільки обмеженим набором ринків, і той ринок, який з цим справляється краще, отримує природну перевагу в конкуренції за статус ринку, що генерує резервні активи, а валюта їх деномінації здобуває перевагу за право вважатись резервною²⁹. Структура ринку резервних валют також вимагає уточнення критеріїв. Диверсифікація та ефект мережі можуть розглядатись як полярні сили на користь вибору тієї чи іншої валюти як резервної³⁰.

Можна побачити, що дискусії про ключові передумови набуття міжнародною валютою резервного статусу розходяться. Варто виділити три магістральних підходи до цього.

А) Резервні валюти повинні втілювати принцип стабільності. В широкому розумінні – це підхід Мандела. Більш вужче трактування стабільності – як цінової стабільності – представлено позицією Ч. Гудхарта, який наголошує, що міжнародна валюта повинна бути номінальним якорем, природа якого несумісна з інфляційною нестабільністю. Стабільність в розумінні стабільності монетарних інститутів також розглядається як фактор набуття міжнародною валютою резервного статусу³¹. В такій інтерпретації

²⁹ Cooper R. Key Currencies after the Euro. – 1997. // www.post.economics.harvard.edu.

³⁰ Даний напрямок дискусій фактично започатковано в рамках очікуваного переходу ЄВС на євро. Запровадження єдиної європейської валюти справді дуже суттєво змінило характер дискусій про резервні валюти. Див.: 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.

Можна однозначно стверджувати, що такі економісти як Р. Мандел, Ф. Бергстен та Б. Ейченгрін сформувавши «табір» прихильників ідеї, що можливість диверсифікації резервних активів суттєво впливатимуть на статус долара та євро, тоді як Р. МакКіннон, П. Кенен та Р. Купер наголошують, що критерії резервної валюти продовжують грати на користь монополізму долара. Ефект мережі, обумовленість минулим та ліквідність ринку є сильнішими ефектами, ніж диверсифікація. Див.: 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.

³¹ Andrew W. Domestic Sources of International Monetary Leadership // International Monetary Power. Cornell Studies in Money. – Ed. by Andrews D. – Ithaca: Cornell University Press, 2006. – P. – 51-71.

інституціонально-політичні фактори монетарної стабільності є не менш важливими, ніж формальна оцінка стабільності на основі аналізу рівня і варіації інфляції. Іншими словами, фактичний статус центрального банку, його диспозиція в інституціональній архітектоніці макроекономічної політики та пріоритети щодо низької інфляції, укорінені як соціальні практики, що характеризують суспільство, закладають підґрунтя для розуміння того, що резервний статус валюти є наслідком саме фундаментальних основ монетарної політики, результат якої у довгостроковому періоді можна розглядати лише як формальний критерій вибору поміж конкуруючими міжнародними валютами. Інституціональні основи монетарної стабільності, власне, і є тим, чому хартальні гроші можуть виконувати резервну функцію як субститут металу.

Б) Резервні валюти є наслідком функціональних змін в монетарній політиці, не прив'язаній до металу. Як тільки торгівля стає критерієм вибору валюти прив'язки, вибір щодо резервної валюти починає диктуватись функціональною потребою забезпечення спроможності підтримувати валютний курс набору національних валют, прив'язаних до певної валюти-лідера. Можливості здійснювати інтервенції, які би впливали на обраний курсовий паритет, у валюті, відмінній від валюти прив'язки, є обмеженими. Як мінімум, для цього потрібна дуже висока еластичність валютних ринків та потоків капіталу, що навряд чи можливо мірою розширення кількості країн, які опиняються в ситуації, коли валютна структура їхніх резервів відрізняється від тієї, що забезпечувала би миттєву підтримку курсу на внутрішньому ринку. Б. Коен розглядає цю проблему під кутом зору, як резервний статус валюти впливає на політичну силу країни. Він стверджує, що роль резервної валюти визначається тим, як ця валюта належна до обслуговування міжнародної торгівлі. Тобто вибір резервної валюти є наслідком того, яку валюту обрали економічні агенти для торговельних операцій (визначення цін, здійснення платежів)³². Іншими словами, монетарна стабільність є

³² Коен привертає увагу до того, що міжнародна валюта підвищує політичну потужність країни. Причому, не всі шість ролей міжнародної валюти однаково важливі для цього. Він стверджує, що

передумовою резервного статусу тією мірою, якою вона є передумовою виконання міжнародною валютою ролей у сфері торгівлі. Незважаючи на те, що функціональне трактування вибору на користь деномінації резервів, не виноситься Коеном на передній план, організація валютних інтервенцій не може відриватись від макроекономічного пріоритету щодо ролі валютного курсу в структурі монетарної політики, а остання не може бути відірваною від того, як вибір валюти міжнародних торговельних операцій співвідноситься з ефектами стабільності від прив'язки до конкретного валютного блоку.

В) Виключно масштаб країни є визначальним фактором міжнародного статусу валюти (підхід П. Кругмана, див. вище). Тобто масштаб є інтегральним виразом природної монополії міжнародної валюти та її резервного статусу в сукупності із гравітаційними силами, що формують валютний блок, та ємністю ринку, який гарантує можливості задоволення потреб у розміщенні зовнішніх активів (перегукується з позицією Р. Купера). Різного роду тлумачення ефекту мережі можуть розглядатись не більше як похідні масштабу країни, що є визначальним фактором формування силової вісі, довкола якої формується валютний блок, тобто вибір на користь деномінації торгівлі та фінансових операцій, валюти прив'язки і, в підсумку, структури валютних резервів.

Можна побачити, що підходи А-Б швидше віддзеркалюють критерії на боці пропозиції, тоді як підхід В – на боці можливості задовольнити попит. Попри те, що, наприклад, підхід Мандела непрямо поєднує усі три, важливість теоретичного розмежування

саме три з них є найбільш важливі – ролі, які виконує міжнародна валюта на фінансових ринках, в торгівлі та у сфері резервних активів. Друга і третя ролі підвищують автономію монетарної політики країни-емісії, тим самим знижуючи втрати пристосування до шоків, чи втрати корекції платіжного балансу. Звідси автономія трансформується в спроможність впливу, конкретні форми якої можуть варіюватись в часі. Роль у сфері торгівлі є найбільш важливою, оскільки вона визначає валютну композицію зовнішніх активів центробанків. Міжнародні комерційні стосунки країни визначають те, яким буде вибір валютної структури резервів. При цьому, якщо міжнародна валюта виконує роль засобу збереження вартості поміж приватними учасниками міжнародних фінансових ринків, це ще нічого не говорить про її спроможність виконувати аналогічну роль щодо резервів центробанків. Саме ця роль визначає політичну та монетарну потужність країни-емісії, підсилюючи власну роль у сфері приватних транскордонних операцій. Див.: Cohen B. Currency and State Power. – Santa Barbara: University of California, 2010.

рушійних сил набуття міжнародною валютою резервного статусу стає очевидною на рівні емпіричних досліджень.

Такі дослідження вже у 1990-х перетворились на окремий напрям аналізу в міжнародній монетарній економіці, що варто пов'язувати з посиленням інтересом до швидкої інтернаціоналізації німецької марки та єни, а також з очікуваним запровадженням євро. Пізніше аналіз конкуренції між долларом та євро урізноманітнівся завдяки виходу на передній план проблеми Китаю. В найбільш простій формі дану лінію дискусій характеризує питання, яким набором критеріїв варто обмежитись, ідентифікуючи репрезентативні детермінанти резервного статусу валюти в довгостроковому періоді, тобто безвідносно до особливих характеристик ринку резервних активів чи можливостей центробанків їх диверсифікувати. Так, у відомій праці М. Чінн та Дж. Френкель охопили період з 1973 р. і розвинули підхід застосування в багатофакторній регресії широкого набору змінних, які є релевантними теоретичним підходам до критеріїв набуття резервного статусу. Такими змінними є як рівень інфляції та її варіація, інфляційний диференціал, девальвація, так і частка валюти країни в глобальному ВВП, торгівлі, транскордонних операціях, валютних ринках тощо. Їхні висновки підтвердили значимість масштабу країни та змінних монетарної політики як основних критеріальних драйверів резервного статусу³³.

Варто привернути увагу і до інших факторів вибору валютної структури резервних активів. Наприклад, валюта прив'язки не може виключною мірою визначати валютну структуру резервів, особливо у випадку, коли враховується фінансовий сектор та зовнішня заборгованість країни. Ув'язка «торгівля – валюта прив'язки – валюта інтервенцій – валютна структура резервів» є так званим поглядом з позиції реального сектора. В умовах, коли валютна структура зовнішньої заборгованості може суттєво відрізнитись від валютної структури зовнішньої торгівлі окремої країни, навіть якщо вона прив'язується до конкретної валюти,

³³ Chinn M., Frankel J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency // G7 Current Account Imbalances Sustainability and Adjustment. – Chicago: University of Chicago Press, 2007.

вибір валюти деномінації резервів перетворюється на певну оптимізаційну процедуру. Невипадково, що у випадку, коли країна підтримує торгівлю з декількома валютними блоками, прив'язка до корзини валют, з одного боку, згладжує макроекономічні наслідки коливань курсів між ними, з іншого, - передбачає диверсифікацію резервів. Сам факт диверсифікації вже є свідченням того, що між валютою прив'язки та валютною структурою резервів може підтримуватись зв'язок або на початкових стадіях інтернаціоналізації валюти, щодо якої відбувається прив'язка, або на початкових стадіях глобальної інтеграції країни, що здійснює прив'язку. Тобто виникнення можливостей для диверсифікації резервів змінює мотивацію щодо вибору їх валютної структури. Саме завдяки цьому чинність факторів якості активів, або конкуренції у сфері довіри до центробанку-емітента резервної валюти може мати значення. Наприклад, у випадку, коли долар розглядається безризиковою валютою, оптимальна частка валютних резервів в доларах та євро суттєво відрізнятиметься порівняно з випадком зміни умов ризиковості³⁴. Значення масштабів економіки США та ЄВС, а також значення долара та євро в глобальній торгівлі та деномінації зовнішньої заборгованості виявляться суттєво зміщеними в залежності від того, як оцінювати ризик доларових активів. Подібне уточнення є вкрай суттєвим, оскільки воно спонукає до розширення розуміння ролі традиційних критеріїв набуття валютами резервного статусу.

Певною альтернативою попереднім емпіричним розвідкам, що послуговувались розгорнутим набором залежних змінних, є дослідження А. Субраманіана. Він наголошує на необхідності застосування «бритви Окама» для «відсікання» широкого набору теоретично навантажених критеріальних змінних на користь вибору двох, які характеризують відносний масштаб (який має три виміри: ВВП, торгівля, роль в глобальних фінансах) та персистентність (тобто, наскільки сила інерції минулої траєкторії визначає поточний стан). Характеристика відносного масштабу, на думку Субраманіана, може бути подана у вигляді індексу

34 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.

економічної потужності, який поєднує частку країни в глобальному ВВП, торгівлі та в потоках капіталу³⁵. Остання змінна визначається як частка профіциту / дефіциту країни в кумулятивному профіциті / дефіциті усіх країн, що мають на відповідний момент саме такий статус поточного рахунка. Останній показник має наступну інтерпретацію: +1 – тільки одна країна експортує увесь глобальний капітал; -1 тільки одна країна імпортує весь глобальний капітал. Особливостями даного підходу є: період охоплення з 1899 р.; ігнорування монетарних змінних; нехтування значенням того, чи країна-емітент резервної валюти є експортером чи імпортером капіталу в розумінні того, що в довгостроковому періоді це неважливо³⁶. Як видно з набору змінних Субраманіана, масштаб та сила інерції є визначальними. Вони взаємодіють і підсилюють один одного, завдяки чому резервний статус валюти із запізненням реагує на зменшення відносної ваги країни в глобальній економіці.

Порівняння підходу Чінна та Френкеля з підходом Субраманіана можна здійснити в категоріях аналізу ринкових структур. Різноманітніший набір критеріальних змінних, атрибутивних першому, є більш релевантний ситуації ширшого набору конкуруючих резервних валют. Іншими словами, це ситуація, коли не існує яскравого чи яскравих лідерів з точки зору концентрації

³⁵ Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 1-33.

³⁶ Питання, який статус платіжного балансу повинна мати країна, валюта якої стає резервною, не є тривіальним, так само, чи може резервна валюта тривалий час зберігати свій статус в умовах хронічного дефіциту поточного рахунка. Так, історично, резервний статус валюти здобувався країнами, які мали значний і стабільний профіцит платіжного балансу. Він був каналом потрапляння валюти в глобальний обіг, а також свідчив, що пропозиція такої валюти є зумовленою ринковими силами. Також профіцит свідчив на користь зростаючої ваги країни в глобальному ВВП та торгівлі, оскільки асоціювався із швидким економічним розвитком. Однак, теоретично, профіцит не може вважатись виключним статусом платіжного балансу, консистентним з резервним статусом валюти. Останній передбачає попит на активи, тобто приплив капіталу, а не вивіз капіталу. Якщо врахувати позицію Коена про те, що валюта повинна зайняти чільне місце у сфері інвестицій та торгівлі перед тим як стати резервною, то питання статусу платіжного балансу, швидше, є питанням про те, яким він повинен бути на початкових стадіях життєвого циклу резервної валюти. Довгостроковий підхід Субраманіана якраз ігнорує ефекти життєвого циклу, оскільки резервний статус валюти аналізується безвідносно до того, чи країна її емітент є експортером чи імпортером капіталу.

Також варто звернути увагу на проблему якості активів та спеціалізацію країни у сфері фінансової індустрії. Теоретично, у випадку, коли країна генерує високоякісні активи, попит на них передбачатиме дефіцит поточного рахунка, що може не заперечувати проти набуття резервного статусу. Попри те, що подібних історичних свідчень не було, зміна структури глобальної економіки завдяки зростаючому значенню активів, а не товарів, у ній, фінансові детермінанти резервного статусу варто враховувати поза принципом участі в потоках капіталів на рівні чистих позицій.

(масштабу). Другий підхід в чистому вигляді апелює саме до ситуації, коли масштаб априорі обмежує набір потенційних лідерів. В екстраполяції на зростаюче значення Китаю, на чому наголошує Субраманіан, це може призвести до ряду теоретичних зміщень. Наприклад, введення інституціональних змінних в подібні регресійні моделі суттєво підвищує градус скепсису щодо резервних перспектив юаня³⁷. В загальному це означає, що емпіричні дослідження резервних валют не можуть вважатись надійними критеріями достовірності теоретичних положень міжнародної монетарної економіки. Табл. 3 узагальнює взаємозв'язок між теоретичним обґрунтуванням критеріїв резервного статусу валюти, ролями грошей в міжнародній економіці та вибором змінних для емпіричного аналізу.

**Таблиця 3. Теоретичні підходи до резервної валюти:
концептуальні взаємозв'язки**

Підходи	Підхід стабільності	Функціональний підхід	Підхід масштабу (економічної потужності)
Ув'язка з роллю грошей в міжнародній економіці	Засіб збереження вартості	Засіб визначення цін, валюта інтервенцій, валюта прив'язки	Не пов'язаний безпосередньо
Русійна сила формування критеріальних характеристик	Критеріальні характеристики на боці пропозиції	Критеріальні характеристики на боці попиту	Критеріальні характеристики на боці пропозиції
Ключова змінна в емпіричних дослідженнях	Інфляція, варіація інфляції, інфляційний диференціал, девальвація	Двостороння торгівля, багатостороння торгівля, інші змінні, релевантні теорії оптимальних валютних зон	Змінні масштабу економіки країни (частка ВВП, торгівлі, боргового ринку, потоків капіталу тощо в глобальних відповідниках)
Послідовність набуття резервного статусу в світлі виконання інших ролей	Не надається великого значення	Резервний статус набувається виключно після набуття значення при виконанні ролей у сфері торгівлі та інвестицій	Не надається великого значення

³⁷ Huang Y., Wang D., Fan G. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2014. - №482. – P. 1-30.

Продовження таблиці 3

Значення життєвого циклу	Не надається великого значення	Допускається, що на різних стадіях можуть домінувати відмінні критерії. На ранніх стадіях роль масштабу, стабільності інфляції може бути більш важлива, ніж пізніше	Значення надається виключно в контексті зміни показників масштабу країни-емісії
Значення ефектів мережі	Не надається великого значення	Допускається	Ефекти мережі є епіфеноменом масштабу
Значення персистентності	Не наголошується	Важливе значення. Інші ролі підсилюють резервну роль	Є похідними масштабу, але розглядаються як важливі
Стан платіжного балансу	Непрямо важливий. Бажаним є профіцит	Непрямо неважливий. Але аналіз періодів набуття резервного статусу не виключає наголосу на важливості профіциту	Немає значення в довгостроковому періоді
Значення ефектів диверсифікації	Враховуються, допускаючи конкуренцію	Не наголошується	Не розглядаються як реально діючі з огляду на обмежений набір країн, масштаб яких є релевантний резервній ролі
Роль інституціональних факторів	Визнається як непрямо, так і напряду. Ув'язка між інституціональними детермінантами національної монетарної стабільності і інфляційною стабільністю є важливою	Безпосередньо не розглядається, хоча не заперечується	Здебільшого ігнорується, або вважається другорядною
Аналіз з позиції ринкової структури	Допускається конкуренція між резервними валютами, хоча сама резервна валюта є природною монополією	Допускається конкуренція між резервними валютами. Природний монополізм є, швидше, наслідком природного монополізму при виконанні інших ролей	Не розглядається як важливий ракурс аналізу

Варіювання значимості критеріальних змінних на різних строкових горизонтах та в різних історичних періодах посилюється проблемою життєвого циклу резервних валют. Формування валютної структури резервних активів в умовах, коли доступ до них є обмежений, і в умовах, коли країни спроможні нагромаджувати значні резерви, відрізняється. Так само відрізняється ситуація, коли резерви нагромаджуються виключно в рамках монетарних функцій (підтримка курсу, згладжування курсових коливань тощо), що реалізуються на перетині впливу поточного рахунка платіжного балансу на баланс центробанку і, відповідно, характер грошової пропозиції, і коли резерви нагромаджуються задля забезпечення макрофінансової стабільності, будучи інтегрованими в систему глобальних потоків капіталу. Зміна структурних рис глобальної економіки в напрямку формування економіки активів вимагає подальшого переосмислення ролі резервних валют у ній.

Яскравим прикладом подібного перегляду є феномен так званої «надмірної привілеї». Виникнення резервних валют як складової міжнародної валютної системи одразу поставило питання про макроекономічні ефекти їх обігу. З одного боку, у міжвоєнний період макроекономічний погляд на резервні валюти значно більшою мірою зосереджувався на проблемі як центробанк-емітент, жертвуючи внутрішніми монетарними цілями, може забезпечити глобальну монетарну стабільність. Можна припустити, що макроаналіз ранніх етапів резервних валют був суттєво зміщений в силу вищого рівня взаємозамінності між металом та ними. У випадку, якби такі валюти не відповідали потребам нагромаджувачів резервів, вони відносно легко могли би бути конвертовані в золото. Внаслідок різниці в пріоритетах щодо внутрішньої інфляції створювались передумови для асиметричного нагромадження золота в розрізі країн. Країна з дефляційним ухилом втрачала резерви, а з інфляційним – нагромаджувала, що суперечило «правилам гри» золотого стандарту, але відображало нові реалії функціонування міжнародної монетарної економіки у

міжвоєнний період³⁸. Після Другої світової війни резервна валюта почала породжувати відмінний спектр макроекономічних ефектів саме в силу того, що взаємозамінність із металом суттєво знизилась, а з розвалом Бретон-вудської системи – взагалі зникла. Попит на валюту, не забезпечену активом, що має загальне визнання, і величина якого визначає грошову пропозицію, повністю змінив процес корекції платіжного балансу. Країна-емітент незабезпеченої резервної валюти і решта світу опинились в ситуації асиметричного тягаря корекції поточного рахунка. Особливий наголос на проблемі асиметричності повністю резонував із загальною про-кейнсіанською атмосферою декількох повоєнних десятиліть, що особливо видно у випадку міжнародної монетарної економіки, функціонування якої продовжувало розглядатись з позицій того, як кейнсіанська логіка макроекономічної політики повинна співвідноситись з класичним (фактично металістичним) поглядом на глобальну монетарну стабільність. Іншими словами, підтримання рівня інфляції, що не наражав би платіжний баланс на кризу, мало би забезпечуватись коштом безробіття значно в меншій мірі в країні емітенті резервної валюти, ніж в решті світу. Тобто перша могла дозволити собі значно гнучкішу макроекономічну політику, необмежену платіжним балансом.

Саме така інтерпретація «надмірної привілеї» розглядається як історично перший приклад дестабілізуючих макроекономічних ефектів системи резервних валют і асоціюється із «французьким спротивом» одностороннім перевагам США в рамках Бретон-вудської системи³⁹. Основна проблема «надмірної привілеї» полягає в тому, що вона уможливорює інфляційне зміщення глобальної монетарної системи, оскільки країна-емітент резервної валюти може здійснювати пропозицію власних хартальних грошей в необмеженій кількості, а інші країни повинні продати їй на суму

³⁸ Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1-55.

³⁹ В літературі не існує однастайності, хто саме започаткував застосування даної дефініції. Згідно однієї з версій автором ідеї «надмірної привілеї» був Шарль де Голь. Однак, озвучена ним теза про «надмірну привілею» була викладена Валері Жескард д'Естенем. Згідно іншої версії автором є Жан Рюефф, який, як і д'Естен, у свій час був міністром фінансів Франції.

акумулятованих резервів реально вироблені товари та послуги. Перехід на плаваючі курси в рамках формування Ямайської системи мав би зняти проблему «надмірної привілеї», однак відсутність симетричного плавання призвело до того, що така «привілея» стала ще більш одіозною. Прив'язка до долара та попит на американську валюту стали ринковим вибором багатьох країн, а не міжнародно погодженою системою правил. В умовах підвищення попиту на валютні резерви приплив капіталу на американський борговий ринок став перманентним, а корекція платіжного балансу США взагалі перестала кореспондувати з внутрішніми макроекономічними цілями. «Надмірна привілея» перетворилась на ключовий елемент глобальної монетарної нестабільності, що, в підсумку, штовхає до пошуку альтернатив резервній валюті-монополісту мірою нарощування резервів в глобальній економіці⁴⁰.

Пізніше аналіз «надмірної привілеї» змістився в площину аналізу взаємозв'язку між платіжним балансом США та чистою інвестиційною позицією й аналізу структури зовнішніх активів та зобов'язань США. Перевищення надходжень фінансових доходів з-за кордону порівняно з фінансовими виплатами нерезидентам в умовах негативної чистієї інвестиційної позиції на сьогодні вважається новою формою «надмірної привілеї», яка має більше фінансову природу, але так чи інакше пов'язується із резервним статусом долара. Домінування в зовнішніх пасивах низько доходних боргових інструментів, а в активах – високо доходних активів участі в капіталі закордоном є наслідком як конкурентних переваг американської фінансової системи, так і попиту на резервні активи, якими є інструменти федерального боргу США. Прямих глобальних монетарних ефектів «нова надмірна привілея» не породжує, але вона змінює структуру зовнішнього пристосування, коли навіть полярні рухи курсу долара можуть бути вигідні США з макрофінансової точки зору і не нести однозначних загроз американській фінансовій системі. Тобто США як «корпорація» позичають закордоном у власній валюті через низько доходні

⁴⁰ Eichengreen B. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of International Monetary System.* – Oxford, New York: Oxford University Press, 2011.

боргові інструменти, а інвестують у власній валюті закордон у більш ризикові, але і більш доходні активи. Така «корпорація», користуючись перевагами міжнародного статусу долара, уникає валютного ризику, і при цьому пропонує глобальній економіці сервіс у вигляді ліквідності та трансформації строкових ризиків⁴¹. США несуть лише ризик переоцінки зовнішніх активів та зобов'язань, а глобальна економіка – ризик інфляції активів відповідно до інвестиційних можливостей американського фінансового сектора, що спирається на резервний статус долара. Втім, допоки переваги ліквідності перевищують ризики підвищення глобальної вартості активів, які, можуть бути і бажаними з огляду на початкові позитивні наслідки для стимулювання інвестицій та споживання, «нова надмірна привілея» залишатиметься поза периметром дебатів про роль резервних валют у забезпеченні глобальної монетарної стабільності.

Феномен «надмірної привілеї» можна вважати лише аспектом більш серйозної проблеми, пов'язаної із функціонуванням системи резервних валют. Природна монополія ключових валют за визначенням повинна підвищувати добробут для учасників глобальної економіки і для більшості випадків, пов'язаних з торговельними, фінансовими операціями, ціноутворенням та деномінацією контрактів такі вигоди не заперечуються, або ставляться під сумнів швидше з позиції апологетики на користь конкуруючої валюти. І тільки роль резервної валюти, з-поміж інших міжнародних ролей грошей, по-справжньому відображає проблему, оскільки саме такі валюти є серцевиною механізму глобальної грошової пропозиції. Практично більшість кризових моментів та стресових епізодів в монетарній історії світу пов'язується з тим, як система резервних валют забезпечує функціонування глобальної грошової пропозиції і як вигоди і

⁴¹ Gourinchas P.-O., Rey H. From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the Exorbitant Privilege // *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. – Ed. by R. Clarida. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – P. 11-55.; Gourinchas P.-O., Rey H. International Financial Adjustment // *Journal of Political Economy*. – 2007. - №115(4). – P. 665-703.

втрати від неї розподіляються в розрізі країн⁴². Якщо до Першої світової війни відносний автоматизм золотого стандарту уможлиблював симетричність тягара пристосування до шоків і забезпечував корекцію грошової пропозиції в системі, то вже у міжвоєнний період ситуація змінилась саме в аспекті підвищення ролі країн-емітентів резервних валют у забезпеченні глобальної монетарної стабільності при тому, що, за визначенням Ф. Хаєка, монетарний націоналізм унеможлиблює таку стабільність в принципі⁴³. Не випадково, що із заснуванням Бретон-вудської системи роль країни-лідера ще більше зросла, оскільки таке лідерство стало монопольним навіть попри інерційно повільне зниження частки фунта в глобальних резервах. Після створення Ямайської системи проблема резервних валют тільки загострилась, оскільки попит на резерви підвищився всупереч логіці гнучких курсів, перетворюючи ув'язку «монетарна політика країни-емісії – нагромадження резервів в світі» основою глобальної грошової пропозиції. Дестабілізуючі ефекти цього зв'язку стали відомі завдяки поширенню глобального монетаризму, який однозначний з приводу того, якою є роль зміни кількості запасу резервної валюти за межами країни-емісії у розкручуванні спіралі глобальної інфляції⁴⁴. Іншими словами, відсутність плаваючих курсів автоматично змінює модель глобальної грошової пропозиції, позбавляючи її вмонтованих механізмів обмеження експансії, тоді як за Бретон-вудської системи обмеження експансії хоча б формально зберігались на рівні фізичних лімітів золотого запасу США, підтримання якого вимагало принаймні нейтрального платіжного балансу останніх та відсутності нагромадження резервів в доларах закордоном. Тобто, при збереженні металевої основи функціонування міжнародного валютного устрою система резервних валют створює передумови для того, щоб глобальна монетарна стабільність визначалась формальними обмеженнями

⁴² Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1-55.

⁴³ Hayek F.A. Monetary Nationalism and World Stability. – London: Longmans, 1937. – 104 p.

⁴⁴ Огляд розвитку теоретичних підходів до глобального монетаризму та ролі кількісного критерію оцінки трансмісійних механізмів глобальної інфляції представлено у: Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.

на поведінку країн-лідерів, або їх готовністю бути лідерами у сфері підтримання монетарної стабільності у світі⁴⁵. А при відсутності металевої основи обігу підтримання стабільності більше не має формальних передумов для того, щоб воно було суб'єктивним. Глобальна грошова пропозиція визначається як монетарним курсом емітентів резервних валют, так і політикою нагромадження резервів рештою країн, тобто децентралізація механізму глобальної грошової пропозиції породжує конфлікт між системою резервних валют та глобальним монетарним порядком як способом забезпечення балансу інтересів в світі. Тобто, можна однозначно стверджувати, що саме дисфункції системи резервних валют породили теоретичну проблему світового порядку у монетарному контексті.

1.2. Резервні валюти та світовий порядок: проблема визначення інстанції забезпечення глобальної монетарної стабільності

Формування металевої основи обігу відобразило унікальне поєднання спонтанних сил та конвенціональних підходів до організації грошового господарства. Розвиток грошових систем в напрямку посилення інституціональних домінант монетарного порядку і відхід від спонтанно сформованого значення металів в його основі не зменшив, а навпаки, підвищив роль «правил гри»,

⁴⁵ Так, В. Ендрю констатує, що на противагу концепції гегемонії у сфері забезпечення глобальної монетарної стабільності Ч. Кіндлбергер запропонував поняття монетарного лідерства, яке більшою мірою відповідає ідеї про роль центробанків-емітентів резервних валют у визначенні профілю монетарної політики на колективному рівні. Перевагу «лідерства» над «гегемонією» слід пов'язувати із тим, що перше не передбачає ні примусу, ні зобов'язань. Див.: Andrew W. Domestic Sources of International Monetary Leadership // International Monetary Power. Cornell Studies in Money. – Ed. by Andrews D. – Ithaca: Cornell University Press, 2006. – P. – 51-71.

Послугуючись розмежуванням лідерства і гегемонії, запропонованим Ч. Кіндлбергером, можна побачити, що міжвоєнна політика Банку Англії, націлена на повернення до довоєнного паритету фунта щодо золота, повинна трактуватись як прагнення взяти відповідальність за глобальну монетарну стабільність та уникнення інфляції в світових масштабах, що можна вважати гегемонією. Відповідальність за світову стабільність передбачала як відновлення довіри до британських фінансових активів, так і дефляцію в самій Британії. Іншими словами, гегемон ніс відповідальність і був готовий взяти тягар на себе. Тоді як політику ФРС після Другої світової війни важко назвати гегемоністською. ФРС виступила в ролі лідера, який не обтяжений навіть формальними зобов'язаннями. Детальніше див. 1.2.

оскільки «ринкова влада» різних національних грошей в розумінні ступеня глобальної акцептабельності стала апріорі відмінною. Екстраполяція принципу монетарного порядку на світ в цілому, однак, не знаходить такого ж принципу, як це має місце в межах національних юрисдикцій. Еволюція міжнародної валютної системи дозволяє побачити, що наявність частково спонтанної системи монетарного устрою світу демонструвала набагато більшою мірою ідею про світовий порядок, ніж кожне наступне її еволюційне втілення. Даний парадокс можна пояснити виключно з позиції того, що монетарна політика та спосіб її реалізації переорієнтувались на пріоритет внутрішніх цілей, тоді як зовнішні цілі, досягнення яких безпосередньо врегульовувалось в рамках монетарного устрою світу, деградували як макроекономічні пріоритети, або перетворились на ерзаци більш складних інституціональних інтерпретацій взаємозв'язку між макроекономічними змінними.

Розуміння поняття порядку у монетарних процесах глобального рівня багато в чому конфліктує з розумінням того, що собою являє міжнародна валютна система. Система як сукупність впорядкованих елементів може існувати безвідносно до того, які наслідки один для одного будуть мати зміни в поведінці її окремих складових. Тобто, глобальні монетарні взаємини можна ідентифікувати як функціональний прояв чинної міжнародної валютної системи. Її допустимі обмеження уможливлюють характер таких взаємин. Проте, дискусії з приводу переходу до Ямайської моделі часто позначались застереженнями, що в світлі усього попереднього періоду еволюції міжнародного монетарного устрою це взагалі «не-система». Іншими словами, Ямайській системі, як і будь-якій системі до цього, притаманна впорядкована сукупність елементів, однак це не вказує на наявність порядку⁴⁶. Х. Зіберт акцентує увагу на тому, що на міжнародному рівні порядок повинен передбачати запобігання потрапляння країн в пастку некооперативної поведінки та вмещувати механізми, які би уможливлювали вихід країн із ситуації некооперативної

⁴⁶ Corden W. The Logic of the International Monetary Non-System // Reflections on a Troubled World Economy. – ed. by F. Machlup, G. Fels, H. Muller-Groeling. – London: Trade Policy Research Centre, 1983.

поведінки⁴⁷. Національний монетарний суверенітет суттєво обмежує можливості застосування наднаціональних механізмів корекції некооперативної поведінки у випадку, якщо їх наявність не легітимізована міжнародними договорами. Інакше, питання корекції некооперативної поведінки – це питання макроекономічних втрат і вигод у відкритій економіці як некооперативного гравця, так і того, хто прагне вплинути на нього. Це автоматично ставить питання про джерело інтенції та характер інстанції забезпечення монетарної стабільності глобального рівня в світлі того, що функціонування системи резервних валют не є нейтральним щодо гомеостазу у сфері такої стабільності. З огляду на те, що система резервних валют є похідною не тільки виключного статусу країн їх емітентів, а також поведінки країн, що нагромаджують резерви, проблема інстанції забезпечення глобальної стабільності може бути зведена до проблеми колективних дій. Іншими словами, питання полягає в тому, як колективні дії формують підґрунтя для встановлення порядку у царині забезпечення монетарної стабільності глобального рівня. Відповідно, можна виділити гегемоністський підхід міжнародної політичної економії, інституціональний підхід та підхід екстерналій. Розгляд еволюції глобальних монетарних взаємин в розрізі згаданих трьох підходів вказує на принципові відмінності в поглядах на джерела економічного порядку у царині системи функціонування резервних валют.

Гегемоністський підхід

Дана традиція аналізу монетарних процесів у світі спирається на розуміння того, що забезпечення функціонування міжнародного монетарного порядку можливе за умов, коли певна країна-лідер приймає на себе відповідальність бути резервним центром. Однак, вибір щодо такого лідерства спирається не стільки на постулати міжнародної економіки, скільки – міжнародної політики. Феномен глобального монетарного лідерства в гегемоністській традиції – це

⁴⁷ Sibert H. The World Economy. – London and New York: Routledge, 1999.; Sibert H. The Concept of a World Economic Order // Kiel Institute of World Economy Working Paper. – 2008. - №1392.

питання міжнародної політекономії, а не макроекономічної теорії, незважаючи на те, що, як показує, В. Ендрю, для світового монетарного лідерства потрібні відповідні передумови на національному рівні, як то: інститути монетарної стабільності, низька і передбачувана інфляція, довіра до принципів, на яких спирається функціонування центрального банку⁴⁸.

Незважаючи на те, що система міжнародного золотого стандарту і досі розглядається як симетрична з позиції втрат і вигод пристосування до нових рівноважних умов в розрізі усіх учасників⁴⁹, до Першої світової війни і особливо у міжвоєнний період монетарне лідерство не виключалось. Навпаки, послаблення симетричності та гнучкості функціонування міжнародного золотого стандарту у міжвоєнний період підвищувало попит на резерви (деноміновані у британські фунти активи), як альтернативу попиту на метал, розподіл якого в розрізі країн почав зазнавати систематичних викривлень. До Першої світової війни монетарне лідерство Британії також не піддавалось сумніву. Ринок капіталів обслуговувався у фунтах, що робило позицію Банку Англії майже еквівалентною позиції міжнародного кредитора останньої інстанції. Незважаючи на те, що умови такого кредитування суттєво відрізнялися у порівнянні з сучасними уявленнями про нього, відповідальність Британії за глобальну ліквідність (еластичність міжнародних платежів та транскордонних переливів капіталів) усвідомлювалася та підтримувалась. У міжвоєнний період гегемоністська традиція поведінки Британії підтвердилась у тому, що країна розпочала процес повернення для довоєнного паритету фунту до золота, що, будучи дефляційним за своїм макроекономічним змістом, йшло всупереч із можливостями підтримки внутрішнього випуску. Пріоритет зовнішніх зобов'язань у вигляді розмінності фунта на золото по старому курсу пояснювався саме з міркувань підтримання глобальної монетарної

⁴⁸ Andrew W. Domestic Sources of International Monetary Leadership // International Monetary Power. Cornell Studies in Money. – Ed. by Andrews D. – Ithaca: Cornell University Press, 2006. – P. – 51-71.

⁴⁹ Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1992. – 520 с.; 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.; Lindert P. The World Money Climate and the Ultimate Exchange-Rate Choices // International Economics. 9th ed. – Homewood: Irwin, 1991. – P. 495-530.

стабільності. За нагромаджених резервів у фунтах за межами Британії повернення Сполученого Королівства до поточного паритету щодо золота було еквівалентним одноразовому стрибку глобальної інфляції, на яку Банк Англії не згодився. Це вважається однією з причин закладання передумов для більш глибокої депресії британської економіки у 1930-х⁵⁰ і причиною важкої боргової ситуації Королівства внаслідок тягаря зобов'язань воєнного періоду⁵¹. Приклад США у 1960-х розглядається як протилежний. З одного боку, формально і функціонально Сполучені Штати були ядром Бреттон-вудської системи, належна робота якої могла підтримуватись тільки у випадку, коли США проводили би політику в інтересах усього світу. Але саме такої відповідальності бракувало ФРС, внаслідок чого макроекономічна експансія 1960-х через систему фіксованих курсів швидко переросла у глобальну інфляцію та розвал системи, стаючи прологом переходу до плаваючих курсів.

Два наведених приклади чітко вказують на те, що глобальне монетарне лідерство повинно врівноважуватись відповідальністю. Лідерство і відповідальність стають гегемонією, коли довкола них формуються неявні, або офіційні приписи міжнародної політики, які задають тон у сфері міжнародних відносин у формі того, якими повинні бути «правила гри» для колективного інтересу. Монетарний порядок забезпечується дотриманням правил гри, а країна-гегемон забезпечує слідування правилам гри в першу чергу через підпорядкування власних макроекономічних інтересів інтересам усього світу. Саме на такій відповідальності ґрунтується підтримання порядку і вигоди від участі в рамках, які він задає. Односторонні переваги резервного центру врівноважуються відповідальністю і готовністю здійснювати політику в інтересах усього світу. Неформальне лідерство Британії було фактично забезпечено діями Банку Англії щодо підтримання глобальної монетарної стабільності. Тоді як формальне лідерство ФРС не супроводжувалось фактичними діями в напрямку світової

⁵⁰ Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1-55.

⁵¹ The Good, The Bad, And the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Chapter 3. // IMF World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2012. – Oct. – P. 1-29.

монетарної стабільності. Міжнародна політекономія вбачає таку відмінність у базових розбіжностях у формуванні світоглядних основ міжнародної політики обох країн. Підтримання світового порядку ціною власних втрат кориниться в еволюції Британської імперії як структури, що забезпечувала світовий баланс сил. На відміну, односторонні дії США у монетарних конфліктах Бреттонвудського періоду є ні чим іншим, як продовженням суто американської традиції низького інтересу до міжнародних справ⁵².

Реанімація сучасних гегемоністських підходів, проте, спирається на зовсім іншу логіку, що не можна вважати надійною основою глобального монетарного порядку майбутнього.

З одного боку, утвердження системи, коли резервними активами є зобов'язання окремої країни, деноміновані у її власну валюту, в корені змінює ситуацію. Теорія резервної валюти в різних формах підтверджує беззаперечний факт, що наявність однієї чи декількох резервних валют є природною монополією, вигоди від якої доступні усім, навіть якщо країна-емітент такої валюти може мати односторонні вигоди (див. 1.1.). Попри те, що гносеологічне зміщення від традиції міжнародної політики до традиції позитивного аналізу феномену резервної валюти не можна вважати негативом, воно призвело до зміни світоглядних уявлень про модель функціонування глобальних монетарних взаємин. Переведення гегемонії, яка традиційно розумілось як лідерство, збалансоване відповідальністю за підтримання світового порядку, у категорії переваг природної монополії заклало передумови для того, що аналіз втрат і вигод від підтримання резервів, деномінованих у валюту певної країни, індивідуалізувався, тягнучи за собою утвердження країно-центричного погляду на монетарну стабільність глобального рівня, співзвучну і вибору в рамках трилеми, і ствердженню, що національна політика стабільності в більшості країн є найкращим внеском у світову стабільність, яке стало ідеологемою міжнародної економічної політики з кінця 1980-х⁵³. Природно, що глобальний монетарний порядок в дефінітивній

⁵² Strange S. The Politics of International Currencies // World Politics. — 1971. — vol. 23. — №2. — P. 215-231.

⁵³ Більше детально про це див.: Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. — Тернопіль: Астон, 2005. — 512 с.

чистоті навряд чи методологічно сумісний з теоретизованим природним монополізмом резервної валюти та утвердженням принципом національно-центричного погляду на глобальну стабільність. Звідси випливає, що країна-емітент резервної валюти/активів стає гегемоном не з позиції того, що вона є монетарним лідером, що несе відповідальність за світову стабільність, а з міркувань її провідної ролі в генеруванні макроекономічних процесів глобального рівня. Оригінація монетарних шоків та ефектів переливу є фактичною односторонньою гегемонією, утвердженою природним ринковим шляхом конкуренції між окремими валютами на основі того, що така країна справді відповідає об'єктивним критеріям емісії резервної валюти, яка вміщує переваги природної монополії для решти світу. Дискусії про роль військового фактора у досягненні переваг резервного центру природним шляхом, тим не менше, не зникають, а вказують, що глобальна ліквідність грошових знаків певної країни є не просто втіленням величини її трансакційної зони, а продовженням спроможності такої країни гарантувати безпеку своїх резидентів в будь-якому куточку світу, що робить їх національні гроші достатньо акцептабельними. Втім, навряд чи військова могутність може переконати так, як фінансові ринки та центральний банк, який користується довірою, завдяки чому спроби продовжити гегемоністський аналіз монетарного порядку світу в ключі міжнародної політекономії 1960-х навряд чи є перспективний.

З іншого боку, поява нових світових лідерів в сукупності із невдоволенням односторонніми вигодами країн-емітентів чинних резервних валют, перш за все долларом США, демонструє виникнення тенденції до відновлення гегемоністських ухилів у порядку денному глобальних монетарних реформ. Просування власних валют, як резервних та альтернативних традиційним долару та євро, стає свідченням розриву між відповідністю нових валют-челенджерів критеріям резервної валюти, довгостроковим трендом підвищення їх значимості в глобальній економіці та формуванням завищених амбіцій щодо лідерства. Таку ситуацію можна описати як «новий гегемонізм», що спирається на

прагнення, світоглядні стереотипи та стратегічну поведінку, завдяки чому світові пропонується конкуруюча альтернатива (нова резервна валюта), що утверджуватиме рух до багатополюсної моделі глобальних монетарних взаємин із невизначеним ступенем відповідальності за підтримання стабільності у новому монетарному розкладі сил у світі. Очевидно, що багатополюсність допускає певну конфігурацію сил, які можуть підтримувати монетарну стабільність у світі. Але – це стабільність тільки певного типу.

Багатополюсність, утверджена через гегемоністське прагнення до послаблення монопольного становища окремих лідерів, не є свідченням формування гегемоністської моделі світового порядку. Це, скоріше, гегемонія права бути конкурентом із розрахунком на перетворення з конкурента в лідера в довгостроковій перспективі за сприятливого збігу обставин. Однак, з огляду на те, що сам факт гегемонії у прагненні утвердити себе як конкурента є свідченням розриву між відповідністю критеріям резервної валюти та поточною ситуацією у сфері монетарної політики та фінансової системи (інакше ринкові сили уможливили би набуття резервного статусу такої валюти хоча б у тенденції), то рух «новий гегемонізм» не гарантує симетрії між рухом до багатополюсного монетарного світу та підтриманням глобальної монетарної стабільності. Конкуренція між окремими центрами неформальної гегемонії повинна передбачати наявність асиметричних інтересів, які унеможливлять рух у бік інституціоналізованих форм глобального монетарного порядку. Більше того, чим більшої ваги набуватимуть нові лідери, тим меншою мірою вони ставатимуть зацікавлені у запровадженні Парето-ефективних правил гри⁵⁴. Збереження конкуренції між окремими резервними центрами говоритиме про систему відносного домінування у глобальних монетарних взаєминах.

⁵⁴ Тут можна побачити певну аналогію із проектом міжнародного контролю за усією сферою ядерних технологій (прототип – у сучасній термінології – глобальних суспільних благ), розробленим на чолі з Р. Оппенгеймером після бомбардування Хіросіми та Нагасакі. Чим більшою мірою конкурентне протистояння між США та СРСР у сфері ядерної зброї посилювалось, тим меншою мірою знаходило політичної підтримки бачення необхідності створення системи міжнародного контролю за ядерними технологіями.

Інститути як спосіб мінімізації трансакційних витрат

Наявність трансакційних витрат процесів ринкового обміну призводить до необхідності певного врегулювання проблеми розподілу тягаря таких витрат для того, щоб сам ринковий обмін здійснювався регулярно і, принаймні, максимально наближався до гарантій підтримання Парето-ефективності. Чим більш складно організованими стають ринки, і чим складніше ідентифікувати атрибути блага в процесі обміну, тим більшою мірою зростає величина трансакційних витрат. Виникнення інститутів допомагає розв'язанню проблеми трансакційних витрат, але накладає природні обмеження на поведінку економічного агента. Інститути можуть формуватись спонтанно, а можуть – цілеспрямовано; в обох випадках вони виступають в ролі не менш важливих регуляторів економічного обміну, ніж ринок, або взагалі забезпечують підтримання ринкової форми обміну завдяки тому, що мають конкретний профіль⁵⁵.

Екстраполяція інституціонального підходу на проблему глобальних монетарних взаємин не виглядає простою справою. Перш за все мова йде про те, що вважати трансакційними витратами у таких взаєминах і де розмежувальна лінія між ними та обмеженнями макроекономічного ґатунку? Система міжнародного золотого стандарту функціонувала без жодних формальних приписів, а роль неформальних регуляторів була зведена до мінімуму в силу того, що слідування «правилам гри» золотого стандарту було виграшною стратегією, тоді як відхід від них наражав країну на макроекономічні та фінансові негаразди, тягар яких вона несла в індивідуальному порядку. Важко сказати, чи світоглядні стереотипи про ключову роль металу у підтриманні монетарної стабільності можна вважати тим інститутом, який мінімізував трансакційні витрати тимчасових збоїв в роботі міжнародного золотого стандарту в цілому у світі і, перш за все, в розвинутих країнах, особливо якщо прийняти до уваги, що чим розвинутішою була країна, і чим впливовішим був її центральний

⁵⁵ Норт Д. Інституції, інституціональна зміна та функціонування економіки. – К.: Основи, 2000. – 198 с.

банк, тим більшою мірою слідування логіці правил гри даного монетарного режиму піддавалось викривленням з боку схильності вдаватись до спорадичних, а інколи достатньо систематичних антициклічних дій в царині зв'язку між інфляцією, процентними ставками та потоками капіталу. Відомі міжнародні конференції типу Паризької чи Генуезької були свідченням того, що навіть такий монетарний порядок як міжнародний золотий стандарт породжував трансакційні витрати, врегулювання тягаря яких генерувало політичні запити щодо дій у сфері міжнародної політики.

Велика депресія та наближення Другої світової війни суттєво змінили підхід у бік неприхованого країно-центризму, внаслідок чого некооперативна поведінка почала розглядатись як природна домінанта у міжнародній політиці. Вона ж показала вразливість усієї системи міжнародного золотого стандарту до прихованих трансакційних витрат у вигляді порушення симетрії у сфері макроекономічного вибору в рамках трилеми монетарних цілей. Золотий стандарт не давав приводу вважати, що він породжує значні трансакційні витрати учасників глобальних монетарних взаємин доти, доки їх вибір в рамках трилеми був симетричний, або, іншими словами, – слідування «правилам гри» було симетричним, а плацдарм для опортуністичної поведінки – мізерним. Якщо до Першої світової війни світоглядні стереотипи щодо ролі металу у забезпеченні монетарної стабільності таки превалювали, то у міжвоєнний період теоретична поліфонія розширила варіанти макроекономічного вибору, тим самим розширюючи горизонти опортуністичної поведінки (здійснення односторонньої монетарної експансії через зниження вмісту золота у банкнотах, обмеження на рух капіталів, контроль за процентними ставками тощо), наслідком якої і були чималі трансакційні витрати підтримання функціонування міжнародного золотого стандарту у звичному режимі. В атмосфері міжвоєнного протиборства рух золота між країнами втрачав минулу еластичність. Він перетворювався на об'єкт міжнародної політики, чим підривав міжнародну монетарну стабільність саме завдяки трансакційним

витратам у вигляді дипломатичних реверансів та квазі-силових акцій.

Бретон-вудський компроміс відобразив закладання формальної інституціональної основи під функціонування міжнародної монетарної економіки. Децентралізація в рамках спонтанного порядку була замінена централізацією і формалізованим порядком. Якщо односторонні дії в першому випадку присікались через зростання втрат у некооперативного гравця, то у бретон-вудському випадку односторонні дії мали проходити процедуру централізованого санкціонування, для чого були покликані відповідні інституції. МВФ почав відігравати роль інституту, незалежний статус якого покликаний був мінімізувати трансакційні витрати інформаційних асиметрій, пов'язаних із моніторингом дій учасників Бретон-вудської угоди. Втім, дуже швидко стало зрозуміло, що дана система не працює у відповідності із задумом.

По-перше, вона не враховувала, що країна-центральный емітент міжнародної ліквідності може мати схильність до опортуністичної поведінки. Як тільки США почали діяти всупереч правилам гри Бретон-вудської системи, глобальні макроекономічні перекося швидко далися взнаки. Обмежити опортунізм США в рамках формальних інститутів було неможливо без трансакційних витрат. Дипломатичні баталії між Францією та Сполученими Штатами у 1960-ті чітко засвідчили, що дана модель монетарного устрою світу породжує трансакційні витрати нічим не менші, ніж відсутність «правил гри» взагалі, особливо якщо прийняти до уваги, що гравці орієнтуються на максимізацію власного добробуту, а, отже, схильні проводити макроекономічну політику, зорієнтовану на стабільність.

По-друге, адаптивність даної системи до умов, що змінюються, була мінімальною. Зростання мобільності капіталів в світі після 1958 р. (повернення до конвертованості валют у Західній Європі за поточними операціями внаслідок повоєнного одужання) продемонструвало розширення зони конфліктів стосовно макроекономічного вибору у відкритій економіці. Це еквівалентно різкому структурно обумовленому підвищенню рівня

трансакційних витрат моніторингу поведінки учасників системи, можливості до опортуністичної поведінки яких явно зросли.

По-третє, наявність трансакційних витрат пристосування до нових рівноважних умов в рамках централізованої системи (наприклад, реалізація стабілізаційної програми МВФ, корекція центральних валютно-курсових паритетів тощо) засвідчила, що попит на міжнародні засоби ліквідності не був елімінований в рамках функціонування багатосторонніх механізмів адаптації. Конфлікт між внутрішніми цілями та платіжним балансом в рамках централізованої системи не мав можливостей бути швидко інтерналізований, внаслідок чого його долання генерувало трансакційні витрати, небажання нести тягар яких відкладало в часі корекцію макроекономічної політики і призводило до кризового сценарію. Криза в таких умовах ставала проявом небажання рахуватись із обмеженнями на макроекономічну політику, яку накладає відкритість економіки, та з трансакційними витратами централізованих підходів до упереджувальної корекції та подальшої адаптації. Звідси, попит на валютні резерви продемонстрував не тільки посилення національно-центричних орієнтирів макрополітики навіть в рамках багатосторонньої системи монетарного порядку, а також рівень трансакційних витрат, що генерувався централізованою схемою такого порядку. А оскільки долар США був найбільш доступним варіантом деномінації резервів, трансакційні витрати централізованого монетарного порядку почали розглядатись як більше зло у порівнянні із втратами від односторонніх дій США. Перехід на плаваючі курси є протилежним варіантом. Небажання нести трансакційні витрати централізації та моніторингу поведінки інших гравців вилилось у переорієнтацію на плаваючі курси, які не потребували офіційних засобів міжнародної ліквідності, внаслідок чого дозволяли переорієнтувати пропозицію офіційної ліквідності у власній валюті на потреби національного фінансового сектора.

З останнього випливає суттєвий висновок про те, що невдало спроектований порядок, який не має внутрішніх механізмів еволюції та адаптації (приклад провалу плану перетворення запроваджених у 1969 р. СДР на міжнародну грошову одиницю та

зупинка Смітсонівських ініціатив з реформування Бретон-вудської системи⁵⁶), може швидко деградувати в умовах, коли односторонні некооперативні дії дають кращий результат. Більше того, односторонність та некооперативність ідентифікується у такий спосіб тільки в межах порівняння з тією схемою рамок умов поведінки, щодо яких вони є антагоністами. Якщо таку поведінку сприймати як норму, то кваліфікувати її у спосіб віднесення до односторонньої та некооперативної буде сумнівно, внаслідок чого в контексті глобальних монетарних взаємин краще називати національно-центричною моделлю макроекономічних пріоритетів. Звідси виникнення симетрії в національно-центричних пріоритетах багатьох гравців веде до появи нової системи, яка, втім, не є порядком, хоча це і не означає, що вона гірша. Якщо вона не генерує значних трансакційних витрат, то її існування може тривати невизначено довго відповідно до образу того, як в багатоперіодній грі економічні агенти усвідомлюють неефективність перманентних опортуністичних стратегій. Її адаптивність також можна вважати більш високою, порівняно із будь-якою спроектованою схемою порядку, що тільки не встановився спонтанно. Але, як тільки внаслідок некоординованої поведінки з'являються екстерналії, які не інтерналізуються втратами тих, хто їх породжує (безвідносно до темпорального аспекту проблеми), система національно-центричних пріоритетів починає давати збій. Система резервних активів якраз і почала породжувати екстерналії функціонування глобальних монетарних взаємин, які мають завершені макроекономічні форми.

Основна макроекономічна причина цього полягає в тому, що симетричність пріоритетів може порушуватись. Для еластичної роботи такої системи потрібна симетричність пріоритетів ключових гравців, або, краще сказати, критичної маси гравців, яка би включала ключових та інших гравців⁵⁷. Як тільки в рамках такої

⁵⁶ Детальніше про коло дискусій щодо реформування Бретон-вудської системи та аналіз причин втрати інтересу до її подальшого удосконалення див.: Williamson J. The Failure of World Monetary Reform, 1971-1974. – N.-Y.: New York University Press, 1977.

⁵⁷ Пояснити відмінності в указаних пріоритетах ми спробували в рамках запровадження поняття «розшарування глобального монетарного простору», зазначаючи, що варіанти адаптації до шоків, цільова функція монетарної політики, поведінка центрального банку у сфері пропозиції ліквідності призводять до того, що сучасний світ стає чітко поділений за принципом «цінова стабільність –

критичної маси відбувається втрата однорідності щодо симетрії пріоритетів, або ключові гравці знаходять свої пріоритети контрадикторними і несумісними з принципами один одного, національно-центрична схема спонтанного порядку перестає діяти. Виникнення значних трансакційних витрат координації та примусу до компромісу призводить до того, що мав би розпочатись процес виникнення інститутів, які би мінімізували трансакційні витрати чи забезпечили відносно рівномірний їх розподіл між учасниками. Але якщо в багатьох сферах міжнародної політики саме так і відбувається, то у сфері глобальних монетарних взаємин не існує ознак того, щоб певна інституціоналізація їх впорядкувала. Саме широкі можливості односторонньої поведінки та переконаність, що це є кращою альтернативою, а також очевидна можливість функціональної апеляції до підтримання національного добробуту з допомогою макроекономічних інструментів, не обтяжених обмеженнями світового порядку, перетворюють монетарний суверенітет на бастион національно-центризму у міжнародній політиці.

Іншим моментом прояву слабких місць подібної моделі глобальних монетарних взаємин є фінансові кризи, пов'язані із транскордонними переливами капіталів та бульбашками на ринках активів. Це саме той випадок, коли наголошується на недостатності політики цінової стабільності⁵⁸. Проциклічність фінансової системи особливо чітко проявляється в координатах експансії приватної ліквідності та акомодативної до дефляційного шоку політики грошової пропозиції провідних центробанків. З іншого боку, в сучасних економіках із значним обсягом валових зовнішніх активів та зобов'язань нестабільність швидко змінює свої форми.

плаваючі курси – розвиток фінансових ринків» проти «відносна цінова стабільність / підтримка економічного зростання – нагромадження значних валютних резервів – неявні гарантії ліквідності консервативної банківської системи». Глобальні фінансові дисбаланси є одним з проявів такого поділу. Ув'язка таких принципів з релевантними моделями економічного зростання тільки поглиблює глибину розриву в пріоритетах, формуючи складні системні ефекти, які маніфестують себе в глобальних формах макрофінансової нестабільності. Детальніше про це див.: Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – С. 256-260.

⁵⁸ White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – №205. – P. 1-20.; White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – №193. – P. 2-20.

Відсутність чітко окреслених зон відповідальності між національними органами монетарного, фінансового та банківсько-наглядного регулювання призводить до того, що локалізація епіцентру нестабільності стає дедалі складнішою. Еволюція характеру криз та їх семантична непослідовність є природним проявом надмірної складності мультивалютного глобально фінансово інтегрованого світу. Монетарний суверенітет в такому світі може породжувати не менше трансакційних витрат та макроекономічних ризиків, ніж більш спрощена система із прозорими правилами гри. Іntenція до координації макрофінансової політики між центральними банками багатьох країн вказує на те, що трансакційні витрати моніторингу ситуації можуть бути зменшені в неформальних рамках⁵⁹. Але виникнення фінансових криз в середовищі, оціненому як прояв здійснення «правильної» монетарної політики, вказує на те, що самі уявлення про модель адекватної сучасним реаліям монетарної політики повинні бути переглянуті, за чим, можливо, слідуватимуть ті форми пристосування до трансакційних витрат глобальних монетарних взаємин, які на сьогодні невідомі.

Втім, найбільшою прогалиною моделі національно-центричних глобальних монетарних взаємин є те, що вони співіснують із достатньо жорстко регульованою системою міжнародної торгівлі. Можливості валютно-курсівих маніпуляцій і, відповідно, повна дискреція в нагромадженні резервів допускають фрустрацію тарифного і нетарифного регулювання. Завдяки цьому система СОТ втрачає свою ефективність тоді, коли важливі для глобальної економіки гравці починають вдаватись до односторонніх дій у сфері монетарної політики без формального порушення процедур, що гарантують вільну торгівлю. МВФ, у компетенцію якого входить запобігання маніпуляціям у сфері валютних курсів, виявив свою неспроможність реально впливати на ситуацію як з міркувань

⁵⁹ Аналіз тривалої історії співробітництва центральних банків доводить, що вона була успішною як в рамках жорстких міжнародних монетарних режимів, так і в межах превалювання національно-центричних витоків міжнародної політики. Дуже часто професійна етика та спільність проблем були кращими стимулами до кооперації та координації, ніж інституціоналізовані форми взаємодії між державами. Див.: Borio C., Toniolo G. One Hundred and Thirty Years of Central Bank Cooperation: A BIS Perspective // BIS Working Papers. – 2006. - №197. – P. 1-50.

самої теоретичної й методологічної недосконалості ідентифікації фактів маніпуляції валютними курсами, так і з міркувань застосування санкцій до маніпуляторів. Ситуація є ще більш складною в світлі того, що маніпуляції із валютними курсами уможливають нагромадження резервів, які можуть використовуватись на цілі, наприклад, пов'язані із забезпеченням макрофінансової стабільності. Більш складна мотивація до валютних маніпуляцій, чи, краще сказати, її поліфункціональність, перетворюють валютні резерви на грубий інструмент економічної політики, однак ефективний щодо досягнення багатьох цілей. Звідси виникає питання, чи не є відносний успіх СОТ можливим саме тому, що жорсткі вимоги та правила міжнародного торговельного режиму просто компенсуються у царині монетарного суверенітету, який розпадається на дискрецію щодо руху курсу вниз та дискрецію щодо нагромадження резервів в необмежених масштабах. Або, іншими словами, чи не є національно-центрична орієнтованість глобальних монетарних взаємин відповіддю на питання про опортуністичні можливості пристосування до правил СОТ без їх формального порушення.

Екстерналії: підстава корекції спонтанних порядків та провал формального регулювання

В світлі асиметричного глобального регулювання значимих для добробуту світу та окремої країни сфер економічної активності відсутність спільності прагнень до запровадження єдиних та загальних стандартів економічного порядку може тільки посилюватись⁶⁰. Гнучкість монетарного суверенітету інтегрує спроможність досягати внутрішні цілі макрополітики у поєднанні із полегшенням тягаря пристосування до зовнішніх вимог. Але подібне поєднання далеко не завжди можливе. І, саме головне,

⁶⁰ Наприклад, М. Обстфельд прямо зазначає, що асиметричні інтереси країн породжують складність із формулюванням базових принципів скоординованих дій, не кажучи вже про розробку нової моделі економічного порядку. На його думку, треба прийняти як належне те, що нестабільність у сфері глобальних монетарних взаємин буде супроводжувати небажання країн із асиметричними інтересами наблизитись до встановлення правил гри. Див.: Obstfeld M. The International Monetary System: Living with Asymmetry // NBER Working Paper. – 2011. - №17641. – P. 1-61.

воно породжує значні зовнішні ефекти. Введення в аналіз екстерналій, з одного боку, спонукає стверджувати, що саме з їх наявністю потенційно існує окремий підхід до аналізу інтенцій до формування порядку. З іншого боку, зовнішні ефекти є продовженням проблеми односторонньої поведінки в рамках некооперативних стратегій, обмеження яких може бути вигідним усім водночас, але за найменшої можливості опортуністичної поведінки перетворюються в додатковий трансакційний тягар підтримання порядку за припущення, що він встановиться.

Методологічно в базовій теорії суспільного вибору значні зовнішні ефекти породжують генерування певного тиску у бік формування коаліцій, спроможних запровадити таку схему пристосування до них, в рамках якої екстерналії або інтерналізуються, або компенсуються. Певний тягар підтримання функціональності такої схеми покликаний бути відносно рівномірно розподіленим, внаслідок чого усі економічні агенти одержують вигоду від впорядкування ситуації із зовнішніми ефектами. Звідси екстерналії призводять до затребуваності колективних дій, які фіналізуються у вигляді запровадження певного порядку, в рамках якого врегульовується питання зовнішніх ефектів на безстроковій основі. Однак, сфера глобальних монетарних взаємин не виглядає простим способом подолання проблеми екстерналій, незважаючи на те, що регульована система глобальної торгівлі демонструє альтернативний варіант. Питання не стосується виключно проблеми національного суверенітету та браку легітимних засобів примусу до певного компромісу в рамках колективних дій.

В розрізі еволюції міжнародної валютної системи питання зовнішніх ефектів поведінки у сфері монетарної політики окремих країн залишається достатньо дискусійним. Модель золотого стандарту внаслідок своєї унікальності передбачала, що спонтанний порядок, який утворився довкола конвертованості банкнот у золото, не допускав суттєвих односторонніх дій. Нагромадження резервів (металу чи резервних активів) було обмежене темпом внутрішньої інфляції. Система працювала симетрично, внаслідок чого зовнішні ефекти прямували до нуля.

Тільки у міжвоєнний період система почала давати збій, оскільки варіанти мотивацій у сфері монетарного менеджменту розширились, виникли трансакційні витрати підтримання функціонування системи, а світ поділився як за принципом спроможності акумулювати монетарне золото, так і за критерієм готовності до лідерства в інтересах усіх. Природно, що нові можливості у сфері некооперативних ігор похитнули симетричність функціонування золотого стандарту, внаслідок чого політика окремих країн почала породжувати значні екстерналії. Найбільш яскравим прикладом цього є відмінність політики Британії та Франції щодо довоєнного паритету у міжвоєнний період, яка породила концентрацію монетарного металу в другій⁶¹, тим самим поглиблюючи проблему браку міжнародних засобів ліквідності та імпорту дефляції з першої. За домінування фунта в структурі резервів, порівняно з франком, це посилювало напругу у сфері ліквідності, яка завершилась торговельною та фінансовою дезінтеграцією під час боротьби з наслідками Великої депресії.

Бретон-вудський період аналогічний тим, що США як країна-центр емісії резервної валюти породжувала не тільки трансакційні витрати дво- та багатостороннього пристосування платіжних балансів, а також і зовнішні ефекти, найбільш відомим з яких є інфляційне зміщення кінця 1960-х – початку 1970-х⁶². Збереження базових основ монетарного порядку до розвалу даної системи, однак, допускало, що тільки значні зовнішні ефекти у вигляді макроекономічних перекосів щодо окремих провідних учасників можуть призводити до краху централізованої системи. Менш вагомі учасники могли погодитись із тим, що монетарний курс ФРС не був настільки несумісним з їх власною економічною політикою, однак вони не могли об'єднатись в потужну коаліцію для збереження базових засад Бретон-вудсу і, тим більше, запропонувати альтернативний варіант розв'язання проблеми

⁶¹ На середину 1930-х рр. Франція акумулювала понад 30% світових запасів монетарного золота. Більш детально про це див.: Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. — 2000. — WP/00/43. — P. 1-55.

⁶² Cukierman A. Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass: MIT Press, 1992.

зовнішніх ефектів політики ФРС таким країнам, як Німеччина, Японія, Франція та Велика Британія.

Перехід до системи вільного вибору режиму валютних курсів відкрив шлях новим можливостям примноження зовнішніх ефектів. Спочатку політика, що призводила до виникнення значних зламів в курсових трендах почала розглядатись як прояв проблеми екстерналій⁶³. Виникнення міжнародної координації економічної політики та відносно успішні її прояви типу домовленостей Плаза / Лувр у 1980-х були прикладами можливостей долання проблеми екстерналій в рамках чинної моделі вільного вибору курсових режимів⁶⁴. Пізніше ситуація суттєво ускладнилась за рахунок глобальної торговельної та фінансової інтеграції країн з ринками, що формуються. Так, ще наприкінці 1970-х – початку 1980-х зміни в монетарному курсі ФРС розглядались як причина боргової кризи країн Латинської Америки, за результатами якої виникла криза міжнародної ліквідності. В рамках зростання значення глобальних ринків капіталу, як джерела приватних та суверенних запозичень з боку нових індустріальних країн, політика провідних центробанків щодо процентних ставок стала розглядатись як джерело екстерналій, не менш значиме, ніж коливання валютних курсів⁶⁵.

Більшість дискусій до Азійської кризи точились довкола способів обмежити курсову волатильність (різного роду концепції запровадження цільових валютних зон були тому яскравим свідченням⁶⁶). Після неї ситуація ускладнювалась завдяки тому, що

⁶³ Методологічно і досі саме із моделлю плаваючих курсів пов'язуються екстерналії у сфері глобальних монетарних процесів. Саме в системі плаваючих курсів вірогідність односторонніх дій та варіантів їх прояву суттєво зростає. Огляд емпіричних свідчень зовнішніх ефектів валютно-курскової політики див.: Frieden J. Global Governance of Global Monetary Relations: Rationale and Feasibility // Paper Presented at a Symposium on Global Governance – Proposals for Reform held in Kiel, Germany, June 18, 2008. – P. 1-14.

⁶⁴ 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.

⁶⁵ Підвищення вразливості країн з ринками, що формуються, до глобальної волатильності потоків капіталу окремими економістами пов'язується із політикою провідних центробанків щодо процентних ставок. Більшість спекулятивних припливів капіталу на ринки таких країн припадає на час зниження ставок в розвинутих країнах, а кризи – на підвищення ставок провідними центробанками. Див.: Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. – 2001. – №8634. – P. 1-108.

⁶⁶ Williamson J. Target Zones and the Management of the Dollar. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1986.; Williamson J. The Exchange Rate System. – Wash. (D.C.): Institute for

на рівні монетарного устрою світу інтерес до питань контрольованої курсової гнучкості не зникав⁶⁷, тоді як питання браку курсової гнучкості, неадекватності монетарних режимів та режимів фінансового регулювання ері глобальної мобільності капіталів тощо почали розглядатись як в контексті монетарної / фінансової стабільності національного і міжнародного рівня⁶⁸, так і в контексті підтримання лінії на те, що національно-центрична модель підтримання стабільності у світі є своєрідним спонтанним порядком, що є кращим за централізовані схеми запровадження глобального регулювання⁶⁹. Дискреція в нагромадженні резервів зрослась з національно-центричними підходами до монетарної стабільності в країнах з ринками, що формуються, і до загострення проблеми глобальних фінансових дисбалансів не розглядалась як така, що генерує негативні екстреналії.

Поглиблення глобальної фінансової інтеграції породило іншу проблему. Високий рівень взаємозалежності країн на макрорівні та ще значиміший рівень взаємозалежності через транскордонне володіння активами та зобов'язаннями на мікрорівні перетворили питання надмірної волатильності валютного курсу у не настільки важливу проблему, порівняно з коливаннями вартості активів та підтриманням платоспроможності глобальних виробничих та фінансових мереж. Фінансова стабільність швидко теоретизувалась

International Economics, 1985.; Williamson J., Miller M. Targets and Indicators // Policy Analyses in International Economics. – 1987. – №22. – P. 346-362.

Слід зауважити, що зміни в характері глобальних монетарних проблем та структури глобальної економіки є такими, що сам автор концепції цільових валютних зон, які передбачали обмеження на допустимі курсові коливання, через 20 років виступив із протилежною схемою, яка передбачає обов'язковість коливання валютних курсів в певних межах. Див.: Williamson J. Reference Rates and the International Monetary System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economy, 2007. – 104 p.

⁶⁷ 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.; 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.; 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.

⁶⁸ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. – 1999. – №7418. – P. 1-54.

⁶⁹ Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. – Wash. D.C.: Institute for International Economy, 1999. – 216 p.; Eichengreen B., Kletzer K., Mody A. The IMF in a World of Private Capital Markets // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/84. – P. 1-34.

як складова глобальних суспільних благ. Її додержання, чи в рамках національно-центричного бачення, чи в глобально-центричних координатах, дозволяє мінімізувати негативні наслідки шоків в одних країнах і перенесення їх на інші⁷⁰. Широке дослідження феномену міграції валютно-фінансових криз, дискусії між так званими фундаменталістськими та селффулфілівськими моделями фінансової дестабілізації тільки посилювали позицію з приводу того, що в глобально інтегрованій економіці проблема зовнішніх ефектів тільки гострішає. Але зведення проблеми зовнішніх ефектів виключно до фінансових шоків багато в чому стало закономірним наслідком. Масштабні реформи центральних банків у 1990-х та відносна макроекономічна стабільність після Аргентинського дефолту і до глобальної фінансової кризи породила впевненість, що теоретично-компромісна монетарна модель (відома як консенсус II), яка передбачає додержання цінової стабільності, гнучкість при встановленні процентних ставок, завоювання довіри, плаваючі курси та незалежність монетарних органів, є своєрідним кінцем історії розвитку центральних банків⁷¹. В ній простежується чітка орієнтація на внутрішню рівновагу без врахування зовнішніх ефектів, що не багатьма дослідниками, навіть палкими апологетами гнучких курсів, сприймалось із пересторогою в світлі розширення платіжних дефіцитів та підтримання їх тривалий період часу без жодних макроекономічних реакцій на це⁷². І тільки нагромадження глобальних фінансових дисбалансів в масштабах, асоційованих із глобальною кризою, відновило інтерес до проблеми обмежень політики країни, зовнішні ефекти якої є деструктивними по відношенню до інших країн чи світу в цілому.

В світлі допустимих варіантів вибору режиму валютних курсів питання зовнішніх ефектів політики окремих країн не було би

⁷⁰ Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 1-16.

⁷¹ Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2007. - №13580. – P. 1-42.

⁷² Obstfeld M., Rogoff K. Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules // The Quarterly Journal of Economics. – 2002. - №117(2). – P. 503-535.; 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.

таким драматичним, якби не певні структурні зрушення в глобальній економіці. Теоретично значні негативні зовнішні ефекти політики уникнення девальвації (експорт інфляції закордон та криза платіжного балансу) та ревальвації (погіршення конкурентних позицій контрагентів та прискорення внутрішньої інфляції) неможливі у середньостроковому періоді. Саме на автоматизмі корекції платіжного балансу через плаваючі курси будується уся схема Ямайського устрою, яка, однак, не підтверджується. Малі економіки є схильними до фіксованих курсів. Згодом додалась проблема «страху перед плаванням», а пізніше світ зіткнувся з новим монетарним меркантилізмом. Поява країн, масштаби яких не можуть бути знехтувані з огляду на їх внесок у глобальний ВВП, торгівлю та їх роль у глобальних виробничих мережах, повністю змінюють механіку Ямайської системи як тільки вони починають здійснювати політику уникнення курсової гнучкості і нагромаджувати резерви.

Послаблення зв'язку між інфляцією і валютним курсом та внутрішніми цінами і спроможністю нагромаджувати зовнішні активи призвело до того, що уникнення гнучкості курсу вгору почало виконувати потрібну місію: забезпечення попиту на валютні резерви з метою самострахування від імперфекцій волатильних глобальних ринків капіталу; підтримання цінової конкуренції через утримання занижених курсів; слідування за лідером політики уникнення ревальвації. Останній випадок є найбільш небезпечним проявом зовнішніх ефектів, оскільки він передбачає втягнення у некооперативні ігри цілих регіонів, в яких країна-лідер здійснює односторонню політику, і якщо вона це розпочала, то інші не бажають програвати у некооперативній грі⁷³. Внаслідок такої схеми найбільшою мірою починає страждати ЄС-ЄВС, оскільки більшість країн з профіцитними платіжними балансами прив'язані до долара, або диверсифікують зовнішні

⁷³ Дане явище отримало назву конкурентного нагромадження валютних резервів, під яким насправді розуміється конкурентне уникнення підвищення валютного курсу. Внаслідок конкурентного нагромадження резервів функція попиту на них різко зростає, а вигравш від такої некооперативної гри буде в того, хто має можливості найменш болісно стерилізувати нагромадження зовнішніх активів центрального банку. Див.: Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. - №13277. – P. 3-19.

активи в євро. За таких обставин цінова конкурентоспроможність ЄС-ЄВС визначається не стільки поведінкою курсу євро до долара, скільки тим, наскільки прив'язані до долара глобальні експортери з країн із низькими та середніми доходами⁷⁴.

Після глобальної фінансової кризи ситуація ще більше ускладнилась. Невипадково, що після неї проблема зовнішніх ефектів у сфері глобальних монетарних взаємин обростає пафосом валютних воєн, вірогідність яких жваво дискутується з 2010 р. в зв'язку із доповіддю Ф. Бергстена Комісії Конгресу США з приводу поведінки Китаю як маніпулятора у сфері валютних курсів⁷⁵. У 2012 р. Уряд Японії продемонстрував готовність до більш відкритого протистояння у сфері валютних курсів, якщо укріплення єни щодо долара набиратиме загрозливих наслідків, зокрема через те, що юань не коливається щодо долара, тим самим послаблюючись щодо японської валюти.

В рамках структурних особливостей кожного з геоекономічних центрів можна побачити достатнє поле для опортуністичної поведінки. По-перше, в розрізі кожного з центрів глобального монетарного трикутника (+Японія) проблема інфляції є відмінною як з точки зору поточного тренду, так і з міркувань інституціонального формату функціонування відповідного центрального банку. Дефляційний тренд розширюватиме схильність до проведення монетарної експансії. Інфляційний тренд зважуватиметься на мандат центробанку та те, як він співвідноситься з конкурентоспроможністю і макростабільністю. Країни з дефляційним трендом та центробанком, не обмеженим жорстким мандатом підтримання цінової стабільності, мають кращі

⁷⁴ Емпірично вразливість ЄС-ЄВС до політики Азійських країн доведена у ряді праць. Див., наприклад: 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.; 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.

⁷⁵ Cline W., Williamson J. Currency Wars? // Institute for International Economics Policy Brief. – 2010. – PB 10-26. – P. 1-12. Більш розлогий виклад проблеми перспективного скочування світу в стан валютних воєн представлено у: 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.; 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.

перспективи у сфері валютних воєн. По-друге, відмінні рівні обтяженості державним боргом аналогічно допускають відмінності у фіскальній стійкості, що особливо актуально з огляду на неявні зобов'язання, підтримку фінансового сектора та градуалістичну фіскальну консолідацію. Готовність центрального банку підтримувати ринок державного боргу також є важливим компонентом забезпечення ефективності у валютній війні. По-третє, мотиви до стратегічної поведінки можуть по-різному впливати на конфігурацію дій, допускаючи кооперативні альянси по одному набору питань і конкурентні ігри – по іншому. Найбільшою мірою питання стратегічної поведінки адресується Китаю, який не приховує намагання встановити поліцентричну модель монетарних взаємин із інтернаціоналізованим юанем.

Отже, пошук компромісу і початок процесу інституціоналізації для подолання проблеми екстерналій суттєво ускладнюється асиметричністю інтересів, структурних обмежень, очікувань та стратегічних оцінок втрат і виграшу. Наявність досвіду врегулювання валютних воєн за типом Тресторонньої згоди 1936 р. (між США, Великою Британією та Францією з приводу обмеження односторонніх девальвацій та відновлення довіри на основі повернення до золотого стандарту⁷⁶) скоріше є виключенням з правил. Як вже зазначалось, ментальний імпринт про безумовність металевої форми резервних активів зменшував трансакційні витрати дипломатичних ходів, полегшуючи виявлення принципів, довкола яких будувалася логіка компромісу. Досягнення Смітсонівських домовленостей у 1971 р., у свою чергу, не гарантувало збереження Бреттон-вудської системи. Більш гнучкі форми міжнародної координації монетарної політики 1980-1990-х виявлялись більш життєздатними, але там, де інтереси учасників були симетричними, а готовність до поступок і тягаря відповідальності – високою. Відомий стереотип, що утворення радикально нової моделі порядку можливе виключно внаслідок глибокого потрясіння, скоріше відтворюватиметься в локальних масштабах, чому сприяє досвід Європейської інтеграції (більш інтенсивні інтеграційні рухи спостерігались після кризових

⁷⁶ Gusberg B. World Bank - Currency Wars // Harvard Model Congress Asia 2013. – P. 1-7.

епізодів). Внаслідок цього, зовнішні ефекти, навіть якщо вони переростатимуть у валютні війни, не гарантуватимуть інституціоналізації процесу формування світового порядку у сфері глобальних монетарних взаємин. Це означає, що світ вірогідніше за все буде рухатись шляхом, якщо не відвертії конфронтації, то, принаймні, динамічного конкурентного протистояння, яке допускатиме широкий набір можливих варіантів розвитку монетарного устрою світу в майбутньому.

Вищеописані підходи до визначення інстанції забезпечення глобальної монетарної стабільності шляхом еластичного функціонування системи резервних активів вказують на те, що політика емітентів повинна бути відповідальною, або формально регульованою, або обмеженою конкурентним вибором, який би позначався на підвищенні рівномірності розподілу втрат і вигод в процесі зовнішнього пристосування. Адресування емітентам резервних валют питань про глобальну стабільність слід визнати одностороннім. Необмежена дискреція у збільшенні резервів, якої не було ще 20 р. тому, демонструє, що дисфункції системи резервних валют можуть генеруватись і на боці попиту. Це суттєво змінює традиційний аналіз резервних валют / активів. Мотиви та можливості нагромаджувати резерви в сукупності з мотивами управління ними створюють самодостатнє силове поле трансформації усього спектру процесів, що стосуються функціонування системи резервних валют.

1.3. Національні монетарні режими та їх колективні ефекти: розрив зв'язків між інфляцією та валютними резервами

Колапс Бреттон-вудської системи мав би ознаменувати вирішення однієї з фундаментальних проблем монетарної політики національного та міжнародного рівня – фіксованих курсів та валютних резервів. Офіційний перехід на плаваючі курси та розрив зв'язку монетарної політики з металами засвідчив вибір в рамках трилеми – пріоритет внутрішньої рівноваги в світі із поступовим відновленням мобільності капіталів. Хвилі реформ у розвинутих

країнах, а пізніше – в решті світу, означили довгострокову тенденцію до орієнтації на здорову монетарну політику, що здійснюється у відповідному інституціональному середовищі⁷⁷. Активні дискусії з приводу оптимальних монетарних режимів, статусу центральних банків та досвід руйнівних наслідків непослідовних програм макроекономічної стабілізації призвели до формування того, що вже на середину 2000-х рр. отримало назву «макроекономічний консенсус II». Нове кейнсіанство виступило його теоретичним фундаментом⁷⁸, який, однак, швидко перетворився на ідеологію.

Монетарні режими та їх зовнішні наслідки: національно-центричні витоки глобальної нестабільності

Неможливість оминати більш детальний розгляд «консенсусу II» перш за все пов'язана з тим, що він є теоретичною відправною точкою формування стереотипу про спектр проблем і способів їх вирішення у сфері глобальних монетарних взаємин, які структурно задаються критичною масою симетричних монетарних режимів на рівні сукупності ключових країн та країн, що мають подібні моделі макроекономічного менеджменту. Так, основними рисами «консенсусу II» є:

базова модель монетарної політики спирається на принцип раціональних очікувань. При цьому, не виключається, що ринки з недосконалою конкуренцією реагують на шок не тільки шляхом відхилення номінальних змінних від рівноважних, але й реальних, що допускає можливість ефективної макроекономічної стабілізації, в разі, якщо вона користується довірою;

⁷⁷ Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – №353. – P. 1-65.; 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.

⁷⁸ Goodfriend M., King R. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // NBER Macroeconomic Annual. – Cambridge: MIT Press, 1997. – P. 231-283.; Clarida R., Gali J., Gertler M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective // Journal of Economic Literature. – 1999. - №37(4). – P. 1661-1707.; Woodford M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. – Princeton: Princeton University Press, 2003.; Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2007. - №13580. – P. 1-42.

досягнення і підтримання цінової стабільності є ключовою місією центрального банку. Однак, в разі шоку, центробанк може вдатися до пом'якшення монетарної політики з метою запобігання переростання шоку в рецесію. Незважаючи на те, що це допускає широке трактування дискреційної спроможності монетарних органів, перебуваючи в межах принципу забезпечення цінової стабільності, пристосовувати економіку до шоку, економічні агенти усвідомлюють обмеженість горизонту м'якої політики, а тому пристосовуються до цього з допомогою орієнтації на більш гнучку модель поведінки. Обопільна гнучкість призводить до того, що довіра до монетарної політики стає складовою ендогенного зниження циклічних коливань, що, у свою чергу, позитивно впливає на відсутність стимулів до агресивних реакцій як в напрямку стримування інфляції, так і в напрямку стимулювання випуску та зайнятості;

процентні ставки стають ключовою монетарною змінною, а їх встановлення спирається на прогноз зміни інфляції у короткостроковому періоді. По-суті, останній перетворюється на імпліцитну проміжну ціль монетарної політики, оскільки через процентні ставки також формувався вплив на інфляційні очікування у попередньому періоді, отже кожна зміна процентних ставок так чи інакше впливатиме на бажаний рух прогнозного значення майбутньої інфляції;

встановлення процентних ставок неявно прив'язується до функцій реакцій, які допускають як гнучкий підхід до включення параметрів (на які реагує центробанк, здійснюючи політику через зміну кількісного виразу монетарних інструментів), так і гнучкий підхід до коефіцієнтів еластичності. Це не суперечить принципу цінової стабільності, а, навпаки, засвідчує прагматичну адаптивність моделі цінової стабільності в її імплементаційному читанні. За будь-яких обставин, ключовими змінними в функції реакцій є інфляція та ВВП-розрив, а коефіцієнти визначають ступінь пріоритетів стабілізації одного з параметрів у порівнянні з іншим. Допустимість включення й інших змінних (наприклад, валютного курсу) не заперечує того, що трактування шоків

здебільшого зміщене у бік традиційних шоків сукупного попиту та випуску;

гнучкість валютного курсу є ключовою передумовою ефективної імплементації монетарних режимів, зорієнтованих на цінову стабільність. Адаптація до зовнішніх шоків може відбуватись через широкий набір каналів і не завжди стосуватись зміни курсових співвідношень. З іншого боку, політика цінової стабільності виключає привнесення монетарних передумов в курсові коливання;

ефективність монетарної політики неможлива без забезпечення та підтримання високого рівня незалежності центрального банку. Така незалежність є інституціональною гарантією політики цінової стабільності, яка повинна бути закріплена в мандаті. Фінансування бюджетних дефіцитів є несумісним із принципами монетарної автономії, а тому будь-які форми фіскального домінування повинні бути виключені. Фіскальна політика повинна також обмежуватись певними допустимими рамками і передбачати реакцію на шоки в рамках дії механізму автоматичних стабілізаторів.

Незважаючи на те, що модель «консенсусу II» давала позитивні результати впродовж достатньо тривалого періоду часу⁷⁹, безвідносно до глобальної фінансової кризи вона наражалась на істотну критику, перш за все, з точки зору своєї сумісності із фінансовою стабільністю⁸⁰. Після кризи інтерес до критики базових елементів «консенсусу II» тільки зріс⁸¹ і здебільшого стосується

⁷⁹ 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.; Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. – 2003. – №6. – P. 1-42.

⁸⁰ Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. - №147. – P. 1-51.; 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.; 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., Filardo A. Back to the Future? Assessing the Deflation Record // BIS Working Paper. – 2004. - №152. – P. 1-61.; White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – №205. – P. 1-20.; White W. Credit Crises and the Shortcomings of Traditional Policy Responses // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. - №48. – P. 1-34.; White W. Should Monetary Policy “Lean or Clean”? // Fed of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper. – 2009. - №34. – P. 1-24.; Borio C., Disyatat P. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link // BIS Working Paper. – 2011. - №346. – P. 1-37.

⁸¹ Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/03. – P. 1-18.

необхідності переосмислення ролі міжчасових взаємозв'язків між монетарною та фінансовою стабільністю, а також спроможності центральних банків оперувати у світі проциклічної, глобально інтегрованої фінансової системи, в якій цикли кредитів та цін на активи відіграють не менш деструктивні наслідки як традиційні спади і перегрів кон'юнктури⁸².

«Консенсус II» виступив неявним продовженням лінії на те, що національно-центрична макроекономічна стабільність є найкращим способом забезпечення стабільності у світі. Гнучкі валютні курси, надійні макроекономічні інституції та фінансові ринки в сукупності породжують природне поєднання інституціональної та ринкової дисципліни, в рамках яких масштабні дестабілізації є навряд чи вірогідними, а одностороння поведінка окремої країни є неможливою з огляду на мобільність капіталів та деструктивні наслідки їх впливу для фінансової стабільності. «Консенсус II» виступив ще більш витонченою апологетикою національно-центричного підходу, у порівнянні із монетаристською версією стабільності у міжнародному контексті, що мала би спиратись на плаваючі курси, які чутливі до змін в рухах грошових агрегатів пари країн. Втім, між монетаристською версією та «консенсусом II» існує суттєва різниця в аспекті зовнішніх наслідків монетарної політики окремої країни для решти світу.

Монетарний режим на рівні окремої країни повинен знаходитись у певній кореспонденції із монетарним режимом міжнародного рівня. У випадку відсутності такої кореспонденції виникають, або провали у сфері підтримання глобальної монетарної стабільності, або макрофінансова нестабільність в окремій країні, дії якої ідуть всупереч із системними вимогами міжнародного валютного устрою. Основне призначення міжнародного монетарного режиму, безвідносно чи він спирається на принципи міжнародного порядку, забезпечуваного колективними системними вимогами, чи на принципи децентралізації із широким можливим вибором дискреційних рішень у сфері монетарної політики, полягатиме у його

⁸² Issing O. Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be? // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/97. – P. 1-18.

спроможності підтримувати монетарну стабільність глобального рівня, яка неодмінно пов'язана з обсягами, динамікою та розподілом засобів міжнародної ліквідності⁸³. Підтримання кореспонденції між національними монетарними режимами, системними вимогами монетарного режиму міжнародного рівня та глобальною монетарною стабільністю перебуває в структурному зв'язку, оскільки передбачає, що:

засоби міжнародної ліквідності виконують принципову місію у кінцевому врівноваженні зовнішніх вимог і зобов'язань;

доступність резервів неодмінно пов'язана з питаннями симетрії розподілу втрат і вигод від пристосування платіжного балансу до нових рівноважних умов;

від зміни обсягу доступних міжнародно ліквідних засобів залежить інфляційна ситуація, а також динаміка номінальних та реальних світових процентних ставок, внаслідок чого зміни в глобальній грошовій пропозиції та мультиплікації грошей в глобальних масштабах виходять за рамки проблеми глобального інфляційного фону, а починають впливати на поведінку вартості активів, чим безпосередньо замикають національну та міжнародну монетарну і фінансову стабільність.

Для розгляду буде взято 4 базових монетарних режими (таргетування процентних ставок, валютного курсу, грошових агрегатів, інфляції), як це видно з табл. 4.

Таблиця 4. Базові монетарні режими: аналіз вразливості на національному та колективному рівні

	Таргетування процентних ставок	Таргетування валютного курсу	Таргетування грошової маси	Таргетування інфляції
Місія	Згладжування ВВП, стимулювання зростання, підтримання ринку державного боргу, дівелопменталізм	Забезпечення макроекономічної дисципліни, стабілізація інфляційних очікувань	Стабілізація інфляції	Цінова стабільність

⁸³ Lindert P. The World Money Climate and the Ultimate Exchange-Rate Choices // International Economics. 9th ed. – Homewood: Irwin, 1991. – P. 495-530.

Продовження таблиці 4

Пріоритет рівноваги	Внутрішня	Зовнішня	Внутрішня	Внутрішня
Обмеженість на національному рівні	Прискорення інфляції, розхитування ділового циклу, конфлікт монетарних цілей	Конфлікт монетарних цілей, валютно-фінансова вразливість	Брак зв'язку між грошовою масою та інфляцією	Генерування фінансових дисбалансів у випадку дефляційного тренду
Можливості на колективному рівні	Колективне стимулювання зростання	Стабільність системи валютних курсів	Контроль за глобальною інфляцією	Забезпечення глобальної цінової стабільності
Обмеженість на колективному рівні	Відсутність контролю за інфляцією та валютними курсами	Вразливість до спроможності підтримувати фіксацію курсів	Курсова волатильність	Відсутність гарантій розкручування спіралі фінансових дисбалансів
Сумісність між національно-центричною та глобально-центричною стабільністю	Відсутня	Є, але вона не є гарантією стабільності через вразливість режиму	Є, але вона не є гарантією стабільності через довільний вибір курсових режимів	Відсутня

Джерело: Козюк В. В. Проблема симетрії національного та міжнародного монетарного режиму з урахуванням принципів економічного порядку // Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України. – Тернопіль: ТНЕУ, 2014. – С. 264-269.

З розглянутих монетарних режимів національного рівня видно, що жоден з них не гарантує передумов для монетарної стабільності на міжнародному рівні. Незважаючи на це, глобальна тенденція до зниження інфляції споживчих цін, а також звуження проблеми вразливості багатьох країн до раптових змін валютного курсу, тривалий час розглядались як відображення того, що питання міжнародного монетарного порядку можуть не підніматись і, зрештою, не дискутуватись. Позиція про те, що досягнення монетарної стабільності на національному рівні, безвідносно до того, у який спосіб це відбувається, є найпростішим засобом забезпечення стабільності на міжнародному рівні, міцно

укорінилась в теорії та міжнародній політиці. Системні ефекти подібної практики не розглядалась як істотні. Важливим тут є те, що чинний міжнародний монетарний режим, який допускає вільний вибір національних монетарних режимів і який не обмежує виникнення системних зовнішніх ефектів, є передумовою їх укорінення в масштабах, що викривлюють зміст системи, яка їх породжує. Наприклад, Ямайська валютна система завдяки викривленням в поведінці валютних курсів та нагромадженні резервів почала розглядатись скоріше як Бреттон Вудс II⁸⁴. Це вказує на те, що Ямайська модель на сьогодні функціонує у вигляді власного мутованого антиподу.

В найбільш простій формі можна стверджувати, що незважаючи на значний успіх із подолання інфляції у світі, з чим асоціюється превалювання національно-центричного підходу до забезпечення монетарної стабільності на основі інституціонально захищеного центрального банку, зорієнтованого на цінову стабільність та раціональні очікування, найбільш очевидним слабким місцем утвореного у такий спосіб глобального монетарного середовища є фінансові дисбаланси. Чутливість, з якою глобальна фінансова система відгукується на системні наслідки суми національно-центричних політик, нічим структурно не обмежених, вказує на виникнення нових якостей та властивостей чинного монетарного устрою світу. В світлі цього, можна виділити цілий спектр процесів (див. табл. 5), які вказують на те, що Ямайська валютна система не має ознак свого початкового задуму, не гарантує глобальної монетарної стабільності і не пропонує систему обмежень, які би гарантували відсутність односторонніх дій, що породжують негативні екстерналії і є руйнівними як для тієї країни, що до них (дій)

⁸⁴ Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System // NBER Working Paper. — 2003. — №9971.; 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.; Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // NBER Working Paper. — 2004. — №10497.; 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.; 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.

Таблиця 5. Ямайський монетарний устрій: теоретична модель та фактичний результат

	Теоретична модель Ямайської системи	Системні провали Ямайської системи
Інфляція	Національно-центрична відповідальність. Інфляційні диференціали компенсуються змінами валютних курсів	Інфляція стає глобально-центричною особливо в аспекті поведінки цін на сировину. Інфляційні диференціали не завжди компенсуються змінами валютних курсів, оскільки останні визначаються широким набором інших детермінант
Валютні курси	Вибір режиму в компетенції країни. Плаваючий курс є основним інструментом адаптації до зовнішніх шоків. Колективне плавання курсів повинно призводити до утворення внутрішньої та зовнішньої рівноваги водночас за релевантної політики щодо грошової маси. Гнучкість курсів в обидва боки запускають в дію рівноважні процеси автоматично	Плавання не гарантує відновлення рівноваги, а дуже часто поглиблює шок. Колективного плавання ніколи не було. Уникнення девальвації спочатку сприймалось як антиінфляційний захід та спосіб забезпечення фінансової стабільності. Уникнення ревальвації почало сприйматись як новий меркантилізм та наслідок пристосування до конкурентного нагромадження резервів. Між валютними курсами та інфляцією зв'язок розірвався, тим самим допускаючи можливість підтримання тривалої зовнішньої нерівноваги
Платіжні баланси та симетричність їх корекції	Автоматична корекція через плавання курсу та відмінні зміни номінальних доходів під впливом коливання приросту грошової маси. Плавання курсу є основою для симетричної корекції платіжних дисбалансів	Асиметрична корекція платіжного балансу в залежності від рівня розвитку країни та ступеня її інтеграції з ринками капіталів. Розрив зв'язку між інфляцією, курсом та станом платіжного балансу унеможливив автоматичну корекцію платіжної нерівноваги. Симетричність корекції платіжної нерівноваги відсутня в зв'язку з відмінними курсовими режимами, відмінною вразливістю фінансової системи до змін курсу та реверсів в потоках капіталів та в розрізі країн, що емітують резервну валюту, і країн, для яких резервна валюта є валютою прив'язки

Продовження таблиці 5

Попит на валютні резерви	Теоретично відсутній, або не значимий. Можливий в умовах фіксованих курсів, але обмежений внутрішнім рівнем інфляції чи потенціалом стерилізації резервів, який, насправді, є проявом конфлікту монетарних цілей, що загрожують спекуляцією	Розрив зв'язку між інфляцією, курсом та платіжним балансом став наслідком вихолощення зв'язків між інфляцією та змінами в обсягах зовнішніх активів центробанків, відкриваючи шлях до необмеженого попиту на резерви. Попит на резерви є наслідком самострахування від макрофінансових потрясінь та способом реалізації політики монетарного меркантилізму
Міжнародна ліквідність	Не має принципового значення, оскільки валютний курс є основним каналом адаптації. Важлива для країн, які не покладаються на плаваючий режим. Спроможність збільшувати резерви розглядається як наслідок макроекономічної дисципліни, а кредитування з джерел МВФ допустимим варіантом пом'якшення шоку в короткостроковому періоді	Її роль є принциповою для підтримання макрофінансової стабільності. Нееластичність пропозиції міжнародної ліквідності з офіційних джерел та політика обумовленого кредитування позначились на тому, що нагромадження резервів виступило реальною альтернативою системі міжнародної ліквідності
Кредитування останньої інстанції	Теоретично не передбачалось	Є принципово важливим з огляду на зростаюче значення ліквідності ринку активів, деномінованих в іншу валюту
Системні обмеження та фінансова стабільність	Діють автоматично через підтримання глобальної реальної грошової маси на сталій траєкторії в силу плавання курсів та курсової реакції на інфляційні диференціали. Національно-центричний погляд на фінансову стабільність	Відсутність плавання на розрив зв'язку між резервами та внутрішньою інфляцією уможливорює необмежене інфляційне зміщення системи. Інфляція перетікає на ринок благ з обмежено еластичною пропозицією та реактивним ціноутворенням. Фінансова стабільність не виявилась національно-центричним феноменом через ефекти переливу, асиметричну вразливість розвинутих країн та решти світу, коливання глобальної ліквідності, пошук доходності та ставлення до ризику

Джерело: Козюк В.В. Системні деформації чинної моделі монетарного устрою світу: теоретичний погляд // Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України. – Тернопіль: ТНЕУ, 2014. – С. 271-281.

вдається, так і решти світу (тобто не є монетарним порядком згідно визначення). Вона виявилась вразливою до макроструктурних імперфекцій припливу капіталів та очікувань фінансової конвергенції (детальніше див. додатки Б та В).

З аналізу, представленого у табл. 5, видно, наскільки монетарний погляд на макрофінансову стабільність виявився обмеженим саме в світлі глобальної фінансової інтеграції та специфічних наслідків перетікання інфляції зі споживчого ринку на ринок активів. Як тільки інфляція перестала еластично реагувати на зміни у фінансовому циклі, глобальні процентні ставки почали провокувати фінансову експансію. Між ціною та фінансовою стабільністю сформувався розрив і він має глобальне походження. Звідси випливає, що відсутність системного контролю за глобальною грошовою пропозицією породжує складні ефекти фінансової нестабільності. Визнання цього факту і досі залишається найбільш спірним питанням в аналізі причин глобальної фінансової кризи. Не залишає сумніву той факт, що асиметрична система резервних валют/активів із значним попитом на останні в умовах відсутності адекватного плавання курсів та суттєвого відставання інфляційної реакції на макроекономічні збудники призводить до того, що фрустрація контролю за грошовою пропозицією глобального рівня порушує фундаментальні принципи монетарних передумов фінансової стабільності⁸⁵. Це означає, що модель монетарного устрою світу, яка допускає широкий набір варіантів односторонніх дій без автоматичної корекції макроекономічного курсу, породжує фінансову нестабільність ще більшою мірою, ніж монетарну, тим самим підриваючи принципи світового економічного порядку як такого.

Мутація монетарних процесів: емпіричний аналіз

Розглянута вище невідповідність фактичного монетарного устрою світу теоретичній моделі Ямайської системи має конкретні

⁸⁵ Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.

емпіричні прояви. Основна перевага національно-центричного монетарного підходу, заснованого на принципах забезпечення цінової стабільності, плаваючих курсів і мобільності капіталів, справді полягає у радикальному зниженні інфляції у світі за останні десятиліття⁸⁶. Однак, детальніший аналіз глобальної інфляційної ситуації дозволяє висловити сумнів у превалюючому до глобальної фінансової кризи оптимізмі з приводу того, що цінова динаміка перебуває під достатньо жорстким контролем з боку центральних банків. Докризовий оптимізм, атрибутивний епосі *Great Moderation*, спирався на виявлення та достатньо жорстке емпіричне підґрунтя з приводу: вирівнювання ділового циклу; зниження циклічної чутливості інфляції; зниження її варіації; послаблення ефекту переносу (зміни валютного курсу та зміни цін на первинні ресурси меншою мірою впливають на поведінку споживчих цін); підвищення транзитивності цінових шоків⁸⁷. А посткризовий алярмізм з приводу дефляції тільки додає пересторог з приводу готовності провідних центробанків прийняти трансформацію моделі глобальної інфляції. Страх перед пасткою ліквідності справді домінує над ризиком потрапляння економіки в стагфляційну пастку внаслідок посткризової монетарної експансії⁸⁸. Неадекватність національно-центричної моделі забезпечення монетарної стабільності, а, отже, - вразливість збереження

⁸⁶ 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. 1-43.

⁸⁷ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97-134.; Cecchetti S., Debelle G. Has the Inflation Process changed? // BIS Working Papers. – 2005. – №185. – P. 1-61.; Melick W., Galati G. The Evolving inflation Process: An Overview // BIS Working Papers. – 2006. - №196. – P. 1-28.

⁸⁸ Аналізу посткризової пастки ліквідності присвячено ряд праць, які вказують, що за наближення процентних ставок до нуля в більшості розвинутих країн подальші можливості боротьби з рецесією звужуються, тим самим спонукаючи до дефляції та пастки ліквідності. Див.: Jeanne O. The Global Liquidity Trap // John Hopkins University Economic Papers. – 2009. – Oct. – P. 1-42.; Cook D., Devereux M. Sharing the Burden: Monetary and Fiscal Responses to a World Liquidity Trap // NBER Working Paper. – 2011. - №17131. – P. 1-36.

Емпіричні дані вказують, що очікування другої фази кризи, інспірованої борговою кризою розвинутих країн та уповільненням економіки Китаю, справді говорять про те, що глобальна економіка може опинитись в пастці ліквідності із дефляційним ухилом поведінки споживчих цін. Реакція світових ринків сировини на монетарні стимули та зростання глобальної грошової пропозиції демонструє, що пастка ліквідності в глобальній економіці явно переоцінена.

Ямайських принципів в подальшому, - стає більш очевидною в розрізі змін в поведінці секторної інфляції (див. табл. 6).

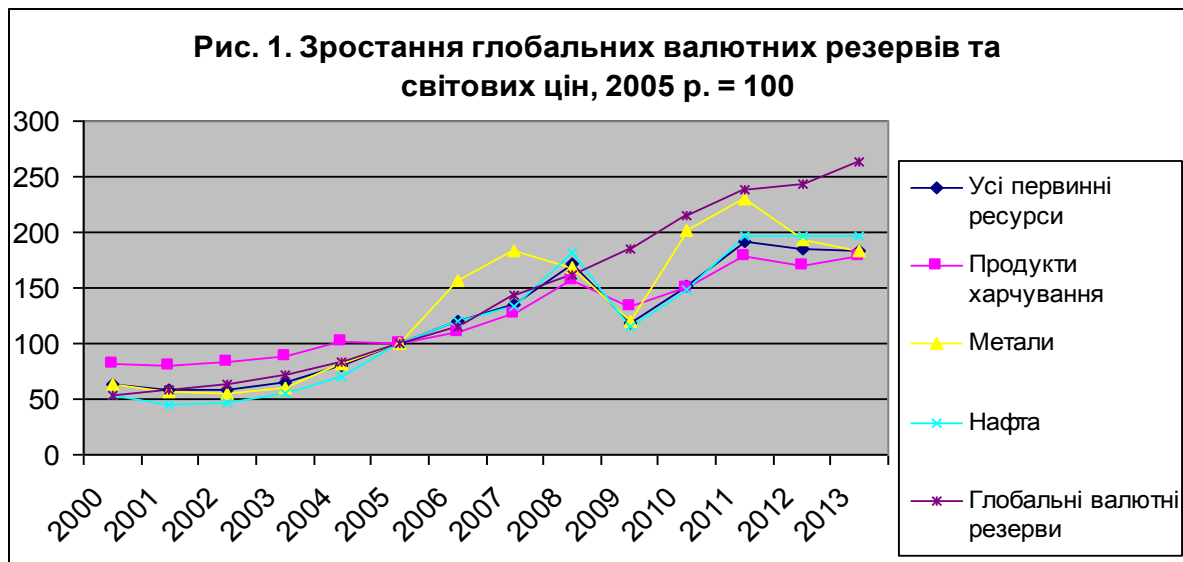
Таблиця 6. Секторна інфляція в глобальній економіці

	1991-1998	1994-2001	1999-2006	2002-2009	2010	2011	2012	2013	2014
Інфляція, розвинуті країни	2,9	2,1	2,0	2,0	1,5	2,7	2,0	1,4	1,4
Інфляція, решта світу	54,4	23,3	7,5	6,4	6,1	7,1	6,0	5,8	5,1
Світові ціни на промислову продукцію	-0,6	-0,8	2,5	3,1	2,4	7,2	0,2	-1,1	-0,8
Світові ціни на нафту	-6,8	4,7	22,0	12,4	27,9	31,6	1,0	-0,9	-7,5
Світові ціни на не-нафтові первинні ресурси	-1,5	-1,4	5,0	6,7	26,3	17,8	-10,0	-1,2	-4,0

Джерело: IMF World Economic Outlook за відповідні роки (www.imf.org).

Дані табл. 6 демонструють, що розрив в поведінці інфляції споживчих цін і інфляції цін світових ринків посилювався за останні 10-15 рр. Така закономірність не є несподіванкою. Будь-який національно-центричний монетарний режим специфікований під боротьбу із зростаючим трендом споживчих цін. Звідси, структурні зрушення, що уповільнюють та послаблюють перенесення світових цін на споживчі ціни полегшують завдання центральних банків із підтримання цінової стабільності. Запізнення із реакцією споживчих цін на ціни світових ринків зумовлюють ситуацію, коли процентні ставки не реагуватимуть на нагромадження інфляційного потенціалу, замаскованого під зростаючий попит глобальної економіки на сировинні ресурси. Оскільки таке зростання спирається на фінансові дисбаланси, а глобальні експортери сировини є складовою системи дисбалансів,

то національно-центрична модель монетарної політики перестає вловлювати ризики, які генеруються на рівні ув'язки «глобальна монетарна експансія – зростання цін на сировину – вивіз капіталу сировинними експортерами – низькі процентні ставки – попит на активи – фінансові дисбаланси – фінансова нестабільність». З іншого боку, глобальна економіка є закритою системою, на відміну від сукупності національних економік, і пропозиція первинних ресурсів є фінально обмежена. Завдяки цьому традиційна монетаристська кількісна дихотомія переноситься на ринок первинних ресурсів. При цьому, найбільш суттєвим є те, що ціни на сировину, особливо на нафту, набагато більшою мірою реагують на поведінку глобальних валютних резервів, або більш широке розуміння глобальної ліквідності, аніж на звичне зміщення в гору широких грошових агрегатів розвинутих країн⁸⁹. Це означає, що формат глобальних монетарних взаємин, в рамках якого генерується і задовольняється попит на зовнішні активи, є складовою механізмом глобальної інфляції. Рис. 1 дозволяє наочно переконатись в тому, що така глобальна монетарна змінна як валютні резерви світу в цілому має достатню пояснювальну здатність щодо поведінки світових цін.



Примітка 1. Обраховано та побудовано на основі IMF Primary Commodities Statistics і IMF Annual Report за відповідні роки (www.imf.org).

⁸⁹ Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.; Krichene N. Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/130. – P. 1-26.

Особлива роль економік з низькими та середніми доходами визначається тим, наскільки їхні темпи зростання в сукупності із реальною конвергенцією опосередковуються вибором на користь нагромадження резервів. Підвищення купівельної спроможності відбувається на тлі відсутності корекції валютних курсів, внаслідок чого нагромадження резервів дозволяє підтримувати економічне зростання і розкручувати спіраль глобального сукупного попиту. Саме розрив зв'язку між нагромадженням резервів та національною інфляцією є важливою складовою руйнації автоматизму Ямайської моделі (див. табл. 7). Національно-центрична модель монетарної політики не є чутливою до монетарних зв'язків між резервами та світовими цінами і, в підсумку, дисбалансами.

Таблиця 7. Середньорічні зміни валютних резервів у світі та інфляції споживчих цін, %

	Валютні резерви	Інфляція
Світ		
1980-ті	7	17
1990-ті	7	16
2000-ні	16	4
Розвинуті країни		
1980-ті	9	6
1990-ті	5	3
2000-ні	10	2
Решта світу		
1980-ті	2	51
1990-ті	13	48
2000-ні	23	7

Джерело: Truman E. John Williamson and the Evolution of the International Monetary System // Institute for International Economics Working Paper. – 2012 – WP 12-13. - P. 50

Дані табл. 7 чітко сигналізують про те, що нагромадження резервів відбувалось разом із зниженням інфляції, що повністю заперечує логіку Ямайської системи і, в підсумку, монетаристську

версію корекції валютних курсів та платіжних балансів в її національно-центричному читанні. Це означає, що країни з ринками, що формуються, пристосували монетарну політику до ризиків макрофінансової нестабільності шляхом підтримання цінової стабільності та нагромадження резервів. Окрім каналу глобальної грошової пропозиції, вплив на сукупний попит в світі відбувається через платіжні профіцити (тенденцію до підтримання яких підкреслюють дані табл. 8), попит на активи та утворення середовища низьких процентних ставок. Зв'язок між глобальними платіжними дисбалансами та низькими ставками має достатньо емпіричних підтверджень⁹⁰.

Фактично занижені процентні ставки призводять не до стимулювання інвестицій, а до зростання вартості активів, пошуку доходності, ризикової поведінки та, в підсумку, фінансової нестабільності⁹¹. Рис. 2 демонструє, що перехід країн з ринками, що формуються, в режим підтримання платіжних профіцитів призводить до падіння реальних довгострокових ставок.

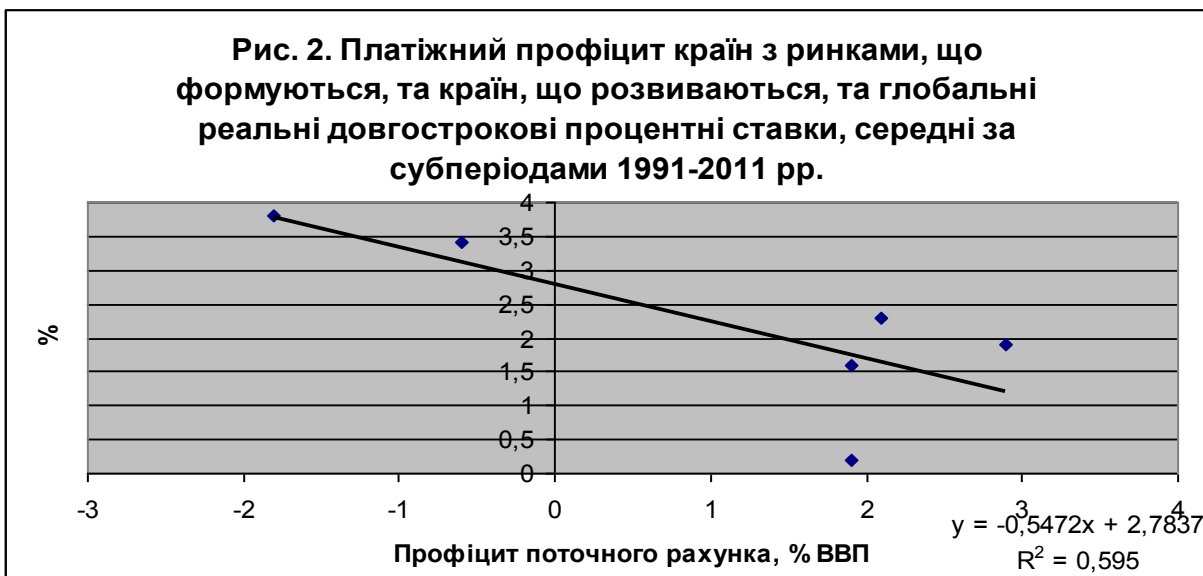
Наголос на платіжній позиції країн з ринками, що формуються, а не, наприклад, розвинутих країн, не є випадковий. Саме дані країни, як група в цілому, після Азійської кризи суттєво змінили макроекономічну політику в напрямку суміщення цінової стабільності із нагромадженням значних зовнішніх активів, джерелом чого є підтримання платіжних профіцитів (табл. 8) та ухилення від руху курсу вгору.

⁹⁰ Warnock F., Warnock V. International Capital Flows and US Interest Rates // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2005. – №840. – P. 1-42.; Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. - №911. – P. 5-25.; Schnabl G., Freitag S. Reverse Causality in Global Current Accounts // ECB Working Paper. – 2010. - №1208. – P. 1-34.

Окремі дослідники вказують, що приплив капіталів на ринок США набагато більше зумовлює падіння глобальних процентних ставок, ніж монетарні змінні національного та глобального рівня. Див.: Sa F., Wieladek T. Monetary Policy, Capital Inflows and the Housing Boom // Bank of England Working Paper. – 2010. - №405. – P. 1-39.

Якщо прийняти до уваги, що приплив капіталів на ринок США відбувається, зокрема, внаслідок нагромадження значних резервів, які розміщуються в інструментах з фіксованим доходом, то не буде істотної різниці між тим, що зумовлює глобальне падіння процентних ставок: монетарна експансія, чи приплив капіталів. Ці два явища структурно пов'язані між собою.

⁹¹ Borio C., Disyatat P. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link // BIS Working Paper. – 2011. - №346. – P. 1-37.



Примітка 1. Побудовано на основі даних IMF World Economic Outlook за відповідні роки (www.imf.org).

Таблиця 8. Платіжні дисбаланси як частка національного ВВП (% випадків)

	Усі країни	Розвинуті країни	Країни з ринками, що формуються	Азія	Східна Європа	Латинська Америка	Інші
1980-1998							
Дисбаланси	35	28	41	42	37	38	100
Дефіцит	22	16	27	22	32	28	74
Профіцит	13	12	14	20	5	10	26
1999-2011							
Дисбаланси	50	52	48	55	61	22	44
Дефіцит	21	25	16	1	48	4	10
Профіцит	30	27	32	55	12	18	33
1980-2011							
Дисбаланси	41	38	44	47	50	31	48
Дефіцит	21	20	22	13	41	18	26
Профіцит	20	18	22	34	9	13	22
2012-2017 (прогноз)							
Дисбаланси	34	38	30	38	23	8	67
Дефіцит	13	16	10	0	21	0	33
Профіцит	21	22	20	38	1	8	33

Джерело: Truman E. John Williamson and the Evolution of the International Monetary System // Institute for International Economics Working Paper. – 2012 – WP 12-13. - P. 46.

Таргетування платіжного профіциту виконує складну місію із підтримки експорторієнтованого зростання, завбачливого самострахування від валютно-фінансових криз та компенсації ендогенного вивозу капіталу⁹². Зміна вектору руху глобальних капіталів внаслідок таргетування платіжних профіцитів і є важливою структурною складовою зв'язку між платіжними дисбалансами та фінансовою нестабільністю. Обернений зв'язок між надлишком поточного рахунка даної групи країн та реальними довгостроковими ставками (рис. 2) підкреслює, що у випадку, коли нагромадження фінансових активів та ризикова поведінка стають чутливими до зтяжного підтримання низьких ставок, глобальні монетарні взаємини та їх складова – нагромадження резервів, деномінованих в обмежений набір резервних валют – та похідна цих взаємин – фінансові дисбаланси – не можуть ігноруватись в світлі проблеми нестабільності.

1.4. Валютні резерви: від індивідуальної стабільності до вразливості системи резервних валют

Нагромадження валютних резервів відіграє ключову роль у визначенні профілю глобальних монетарних взаємин, підкреслюючи фундаментальну вразливість Ямайської моделі. В світлі того, що резервні валюти стають такими в рамках формування попиту на резерви, а не навпаки, будь-які фундаментальні проблеми у функціонуванні резервних валют, як системи, коріняться не тільки в площині пропозиції, але й в площині попиту. Тобто нестабільність системи резервних валют та екстерналії її функціонування на сьогодні неможливо обмежувати можливостями дискреційної поведінки центробанку-емітента, як це традиційно розглядається в дусі аналізу «надмірної привілеї». Дискреція на боці попиту, агрегуючись на глобальному рівні, також є джерелом нестабільності, незважаючи на те, що вона мотивується

⁹² Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.

цілком раціональним вибором (аналіз проблеми колективної неефективності раціонального індивідуального вибору на користь збільшення резервів представлено у додатку А).

Глобальна фінансова криза продемонструвала ряд нових явищ у сфері поведінки валютних резервів, тим самим ще більше актуалізуючи аналіз системи резервних валют з позиції аналізу попиту на резерви. Наприклад, теоретично, нагромадження резервів з метою запобігання валютно-фінансовим потрясінням мало би передбачати злам тренду в момент глобального шоку. Нагромаджені резерви мали би бути функціонально використані для запобігання різкому обвалу курсів, що і перетворило би докризовий експоненціальний тренд їх зростання на посткризовий логістичний. Реакція країн на глобальну кризу та хвилю вивозу капіталу на її початках, втім, не відповідала такій логіці. Скоріше, спостерігалась певна сегментація країн. Одні з них продовжували нагромаджувати резерви. Другі віддавали перевагу збереженню резервів і допускали майже вільне падіння курсу. Треті поєднували втрату резервів із падінням курсу.

Несподіваною така закономірність виглядала би у випадку, коли самі країни з ринками, що виникають, були би епіцентром кризи. Оскільки різке стиснення доларової ліквідності (колапс ринку активів в США та втрата якості активів багатьох глобальних фінансових компаній, деномінованих у долари США) призвело до раптового і неочікуваного зменшення доларової пропозиції у всьому світі, то різкий стрибок курсу долара в другій половині 2008 р. був глобально-центричним шоком, який передавався решті світу по різних трансмісійних каналах. Парадоксальне поєднання запобігання втраті резервів із падінням курсів щодо долара, з одного боку, та обумовленість величини девальвації масштабом нагромадження резервів, з іншого, ще більше загостило проблему співвідношення між зовнішніми активами центробанків в країнах з ринками, що формуються, та макрофінансовою стабільністю у них⁹³. Оскільки з рівнем резервів під час кризи стабільність таки

⁹³ Obstfeld M. Lenders of Last Resort in a Globalized World // Keynote address prepared for the 2009 International Conference, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, May 27-28, 2009. – P. 1-30.; Obstfeld M. The Immoderate World Economy // 3rd Annual Journal of International Money and Finance Conference, UC Santa Cruz, May 2009. – P. 1-23.; Козюк В.В. Валютні резерви в умовах глобальної фінансової кризи та у посткризовій перспективі // Вісник НБУ. – 2010. - №10. –

ув'язувалась, то це стало відправною точкою для збереження докризового розуміння, що національно-центрична орієнтація на збільшення зовнішніх активів разом із конкурентним уникненням підвищення валютного курсу є найпростішим способом пристосування до флуктуацій глобальної економіки.

Зростання глобальних валютних резервів

Довгострокова динаміка глобальних валютних резервів породила явне переосмислення теоретичних пояснень того, чому вони можуть зростати так довго і так стабільно. Як зображено на рис. 3, довгостроковий тренд є чітко експоненціальний. При цьому, феномен надмірного нагромадження резервів має відносно недавню історію теоретизування, яка засвідчує аналіз не просто потреб в резервах окремої країни, а пристосування країн до якісно нових обставин глобального макрофінансового середовища на колективному рівні. Табл. 9 дає гносеологічні орієнтири стосовно того, як змінюється мотивація нагромаджувати резерви в залежності від того, як досягнутий їх рівень формує профіль структурних тенденцій в глобальній економіці.

Таблиця 9. Мотиви нагромадження резервів та їх характеристика

Мотив	Характеристика
Відкладання структурних реформ	Нагромадження резервів на основі заниженого валютного курсу виступає найпростішою формою створення стимулів для зростання експорту та збільшення внутрішньої ліквідності. Завдяки цьому, не потрібно прикладати сумнівних з точки зору політичної привабливості зусиль для структурних реформ в середині країни. Іншим варіантом цього погляду є те, що в умовах інституціональної неспроможності уряду збирати податки, заниження курсу і нагромадження резервів забезпечує найпростіший доступ до збільшення податкової бази.

С. 59-65.; Козюк В.В. Фінансовий сектор, валютні резерви та глибина шоку під час глобальної кризи // Світ фінансів. – 2010. - №1. – С. 111-125.; Aizenman J., Hutchinson M. Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Markets and Fear of Reserve Loss During the 2008-09 Crisis // NBER Working Paper. – 2010. - №16260. – P. 1-21.; Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis // ECB Working Paper. – 2009. - №1060. – P. 1-42.

Продовження таблиці 9

Запобігання ревальвації в умовах припливу капіталів	Значні масштаби припливу капіталів в країні з ринками, що виникають, (як ПІІ, так і портфельні інвестиції) стають реально значимим фактором впливу на валютний курс, рівноважне утворення якого може стати несумісним із зовнішньою конкурентоспроможністю економіки, в якій повільно реалізуються інновації та спостерігається брак забезпеченості фактором капітал. Валютні резерви згладжують вплив припливу капіталів на валютний курс в умовах припливу, але й дозволяють сформувати базу для фінансування відпливу капіталів, тим самим нейтралізуючи впливи на валютний курс.
Монетарний (новий) меркантилізм	Гіпертрофія резервів стає наслідком свідомого заниження валютного курсу для стимулювання експортоорієнтованого зростання. Утворення значних перманентних профіцитів платіжного балансу стає каналом формування резервних активів. При цьому, з нагромадженням резервів пов'язуються можливості виживання в умовах посилення глобальної конкуренції, внаслідок чого країни схильні допускати їх навіть наднормативне збільшення, але не зменшення в умовах, коли для цього є підстави. Завдяки цьому формується довгострокова схильність обмежувати номінальний рух курсу вгору, а рух курсу вниз завжди стає бажаним.
Фінансовий меркантилізм	Швидка акумуляція резервів є прихованою формою субсидування фінансово-банківського сектора. Для нього створюються м'які умови з метою запобігання посилення його вразливості в умовах високої мобільності капіталів.
Бретон Вудс 2	Нагромадження резервів є продуктом імпліцитних домовленостей між США та азійськими експортерами (перш за все Китаєм) з приводу поведінки валютних курсів та отримання взаємних вигод у сфері платіжних балансів. Перші отримують вигоди у вигляді нових можливостей для вивозу капіталу в країни з низьким рівнем оплати праці і, тим самим, покращують прибутковість корпорацій, а дефіцит платіжного балансу фінансується за допомоги зовнішнього попиту на активи других, які, прив'язуючи курс до долара, отримують можливості залучення капіталу та прискореного експортоорієнтованого зростання.
Самострахування	Мотив самострахування відображає, що резерви стають наріжним каменем усієї системи валютно-фінансової стабільності в світі з високою мобільністю капіталів, блукаючими валютними кризами та спонтанними реверсами в потоках капіталів. Поява криз по типу «раптова зупинка» (припливу капіталів) стає визначальним фактором, що схиляє країни орієнтуватись на збільшення резервів. Окрім цього, посилення інтеграції з глобальною економікою та розвиток останньої неухильно пов'язуються із збільшенням фінансової відкритості та потоків капіталу, що робить попит на резерви ендогенним.

Продовження таблиці 9

Згладжування зовнішніх шоків	Країни, що розвиваються, та країни з ринками, що виникають, особливо чутливі до шоків продуктивності праці, які здебільшого мають зовнішнє походження. Оскільки фінансовий сектор не достатньо розвинутий, а зовнішні запозичення для пристосування до шоків дуже часто є ризиковими чи обмеженими, то валютні резерви є найпростішим джерелом згладжування шоків.
Конкурентне нагромадження резервів	Незважаючи на потенційну вірогідність багатьох мотивів щодо зростаючого суверенного попиту на резерви на початку, як тільки цей процес розпочався, то в подальшому вступають в дію мотиви конкурентного нагромадження. Це пов'язано з тим, що відхід від стратегії нагромадження одного з учасників погіршує його можливості у сфері глобальної конкуренції, внаслідок чого проблема стає колективною. Виграш у конкурентній боротьбі за нагромадження резервів отримує той, хто спроможний мінімізувати негативні зовнішні наслідки та стерилізувати резерви з найменшими втратами. Наразі це Китай.

Джерело: Згруповано за: 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; Aizenman J., Marion N. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection // Economic Journal. – 2004. – vol. 17. – P. 370-400.; 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.; Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/198. – P. 1-17.; 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.; Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System // NBER Working Paper. – 2003. – N°9971. // www.nber.org; 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.; Aizenman J., Riera-Crichton D. Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration // // NBER Working Paper. – 2006. - N°12363. // www.nber.org; Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working Paper. – 2007. - N°13277. – P. 1-19.

Рис. 3 достатньо красномовно ілюструє зміни в мотивах нагромадження резервів. Саме конкурентне нагромадження фігурує як найбільш виразна риса виходу за межі своєрідного утилітарного підходу до володіння зовнішніми активами з міркувань виконання ними монетарних функцій. За останній час фактична динаміка резервів випереджає експоненціальний тренд, що вказує на вразливість глобальних монетарних процесів до будь-яких суттєвих зрушень в мотивах та інструментах управління центробанками своїми зовнішніми активами. Прискорене нагромадження абсолютних обсягів резервів співпадає в часі із початком глобальної фінансової кризи, що є підставою вважати її причиною інерційності в мотивах володіння значними резервами в подальшому.



Примітка 1. Побудовано на основі даних IMF Annual Report за відповідні роки (www.imf.org).

З точки зору глобальної монетарної стабільності наведена на рис. 3 тенденція до нагромадження валютних резервів вказує на ряд принципових проблем. А) В глобальній економіці формується масштабне грошове нависання, яке, як вже було сказано, проявляється в динаміці цін на активи та первинні ресурси. Б) Нагромадження резервів в таких масштабах і такими темпами повністю несумісне із принципами Ямайського устрою, в рамках якого не передбачалось, що цілі регіони світу зіштовхуватимуться з потребами в засобах міжнародної ліквідності в масштабах, еквівалентних відсоткам глобального ВВП на рівні окремих країн.

В) Система пристосування платіжного балансу до нових рівноважних умов повністю змінюється під впливом конкурентного нагромадження резервів. Г) Самострахування та новий монетарний меркантилізм через процес нагромадження резервів роблять глобальні монетарні взаємини асиметричними та вразливими як до поведінки країн-емітентів резервних валют, так і країн, що нагромадили значні резерви. Д) У випадку, якщо експоненціальний тренд зростання резервів не перетвориться на логістичний, глобальна економіка стикнеться з явною нестабільністю макрофінансового характеру.

Аналіз темпів зростання резервів (рис. 4) демонструє неоднорідність в часі цього процесу.



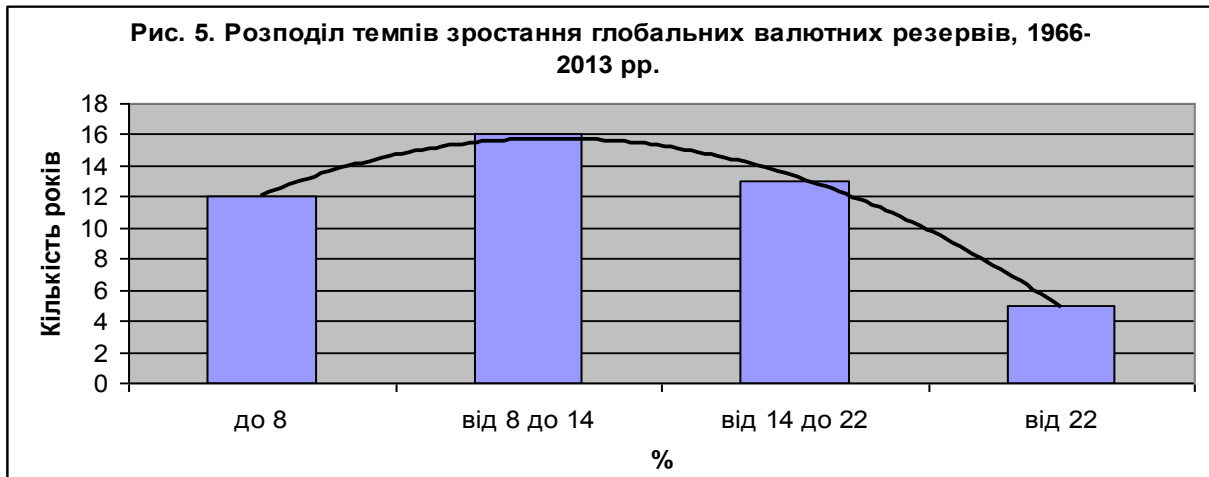
Примітка 1. Побудовано на основі даних IMF Annual Report за відповідні роки (www.imf.org).

Довгостроковий тренд щорічного зростання глобальних валютних резервів має чітку дугоподібну форму. Відповідно, можна виділити період 1966-1991 рр. та 1992-2013 рр. Впродовж першого періоду базовий тренд щорічного темпу зростання резервів був спадаючий, а впродовж другого – зростаючий. У першому випадку волатильність темпів зростання значно вища, ніж у другому. Вона є вкрай високою на початку періоду. Пік волатильності темпів зростання валютних резервів у світі повністю співпадає в часі з процесом розвалу Бреттон-вудської системи, коли в окремі роки

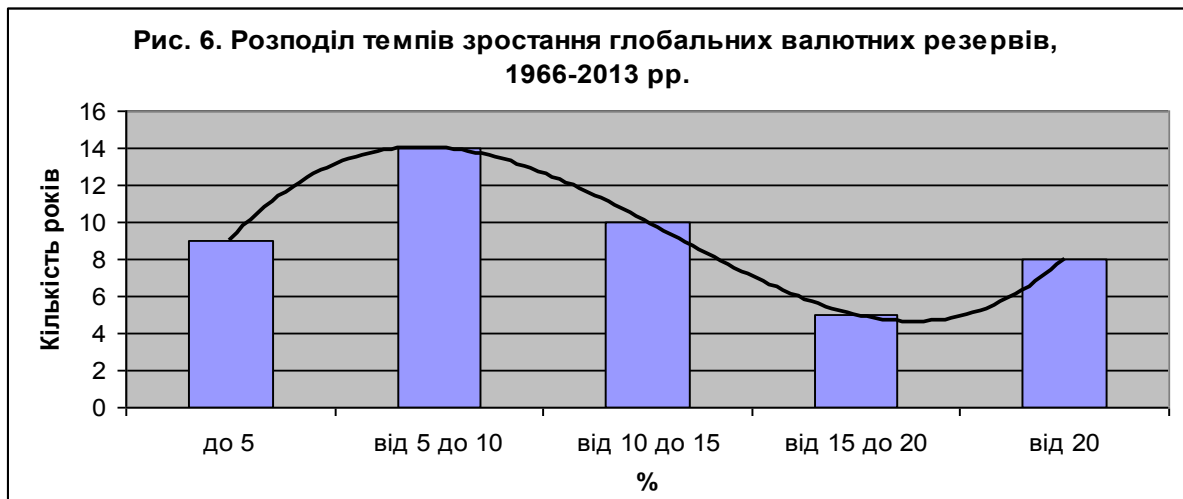
глобальні резерви збільшувались на 50%, а в інші – взагалі не зростали. Таку ситуацію можна пояснити радикальним переглядом структури глобальних резервів. Втрата еластичності в процесі розмінності долара на золото вимагала субституції останнього на більш ліквідні доларові фінансові інструменти. У цей же період грошова пропозиція США також була достатньо нестабільною. Фактичний розпад Бреттон-вудської системи різко скоротив попит на резерви з боку розвинутих країн, що можна вважати проявом переходу на зовсім іншу модель адаптації до нових рівноважних умов. Плаваючі курси перейняли на себе частину відповідальності за корекцію балансів платежів. Водночас, саме після розвалу даної системи попит на резерви стає достатньо стабільним завдяки країнам з ринками, що формуються. Підвищення волатильності в щорічних темпах зростання відновлюється у 1980-х, засвідчуючи як боргову кризу третього світу, так і більш жорстку монетарну політику ФРС. З цього можна зробити висновок про те, що на ранніх етапах можливості нагромадження резервів визначаються не тільки попитом на них, але і їх доступністю. Це повністю підтверджує виявлену раніше закономірність: резерви (особливо країн, що розвиваються) зростали мірою погіршення платіжного балансу США; тільки впродовж періоду жорсткого монетарного курсу ФРС у 1980-х така залежність переривалась⁹⁴. У 1990-х ситуація міняється. Зростання резервів відновлює стабільність і поступово прискорюється, що повністю наслідуює перетворення платіжного балансу США у перманентно профіцитний та кореспондує із відновленням глобальної мобільності капіталів. Після 2002 р. аж до 2008 р. темпи зростання резервів різко підвищуються, відображаючи розкручування докризової спіралі глобальних фінансових дисбалансів, і тільки після кризи сповільнюються.

Аналіз розподілу темпів зростання резервів (рис. 5-6) вказує на те, що в довгостроковому періоді цей процес тяжіє до стабільного, але статистичне підтвердження цього зміщене у бік вибору діапазонів, на основі яких визначається форма розподілу.

⁹⁴ Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – С. 270-278.



Джерело: Дані рис. 4.



Джерело: Дані рис. 4.

Більш грубі діапазони вказують на те, що розподіл темпів зростання резервів впритул наближається до зміщеного вліво згладженого нормального розподілу із медіанним значенням на рівні 11% (рис. 5). Зміна діапазонів (рис. 6) повністю змінює картину. З'являється два локальних максимуми розподілених темпів зростання зовнішніх активів центробанків. Це вказує на те, що в згладженому вигляді базова тенденція до зростання резервів у довгостроковому періоді є стабільною. Періодичні зміни в умовах нагромадження резервів, або, іншими словами, зміни рівноваги на ринках резервних активів задають поточну волатильність. Її рівні можуть суттєво варіювати в часі. При цьому, періоди із найшвидшим зростанням резервів (період розвалу Бретон-вудської системи та період формування так званої системи Бретон Вудс II)

супроводжуються полярними рівнями волатильності щорічних темпів зростання. Це вказує на фундаментальні зміни умов нагромадження резервів. Їх доступність в першому випадку продовжувала бути обмеженою і жорстко прив'язаною до монетарного курсу ФРС, стану поточного рахунка країни, що пред'являла попит на резерви, ступеня привабливості ринку капіталів розвинутих країн. Їх доступність в другому випадку є відображенням можливостей тривалий час підтримувати платіжний профіцит, приваблювати приплив капіталів на ринок активів та, водночас, фінансувати платіжний дефіцит США без еластичних змін в рівнях інфляції споживчих цін. Іншими словами, успішність національно-центричної політики підтримання цінової стабільності зруйнувала контроль за поведінкою глобальної ліквідності, вираженою зростанням валютних резервів у світі.

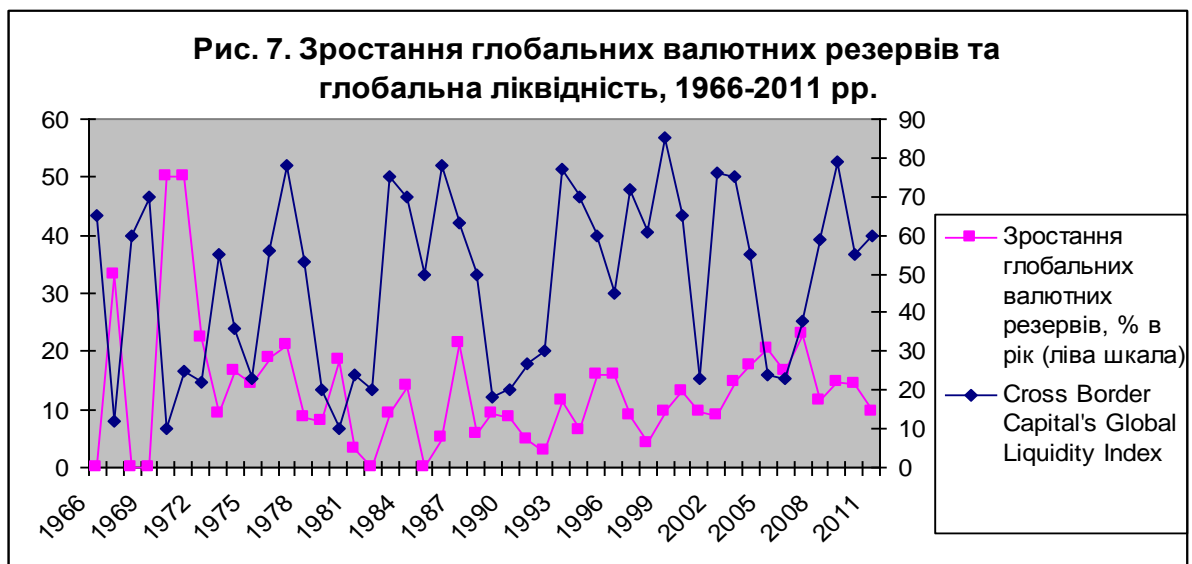
Зростання резервів і проблема глобальної ліквідності

Втім, відхід від монетарного, кількісного, погляду на ліквідність в напрямку аналізу ринкової ліквідності, або ліквідності фондів⁹⁵, дозволяє побачити, що поведінка глобальних валютних резервів далеко не автоматично трансформується у ринкову ліквідність і навпаки (рис. 7). Можна однозначно стверджувати, що попит на валютні резерви в сукупності із можливостями його задовольняти викривлюють глобальну грошову пропозицію та глобальний грошовий мультиплікатор. Як відомо, грошова пропозиція на агрегованому рівні задається взаємодією приватних фінансово-банківських структур у певному рамковому середовищі із центральним банком. Оскільки в глобальній економіці не існує центрального банку, який би здійснював контроль за відповідністю ринкових умов ліквідності більш довгостроковим цілям, чи навіть

⁹⁵ Методологічні передумови трансформації ліквідності та концепції ліквідності див.: Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications // Committee on the Global Financial System Papers. – 2011. - №45. – Р. 1-39.

В даній праці чітко розмежовується кількісна концепція ліквідності і ринкова концепція ліквідності. Також вона поділяється на офіційну (валютні резерви) та приватну. Приватна ліквідність поділяється на власне ринкову (можливість торгувати активами у короткостроковому періоді без суттєвого зниження їх ціни) та ліквідність фондування (можливість збільшити запас готівки через продаж активів, або через запозичення).

короткостроковим прогнозам очікуваної інфляції, то грошова пропозиція провідних центральних банків, поведінка глобальних банківських структур, потоки капіталу, політика щодо управління резервами на агрегованому рівні та рецикліція потоків капіталу створюють набагато більш складну конфігурацію поведінки глобальної ринкової ліквідності, ніж це впливає з її кількісного тлумачення, достатньо адекватного для аналізу цінових змін чи навіть змін вартості активів в дусі глобального монетаризму. Оскільки цикли ринку активів та банківські кризи достатньо жорстко прив'язані до умов ринкової ліквідності, то будь-які зрушення в попиті на валютні резерви автоматично передаються процесам створення і підтримання ліквідності в глобальному фінансовому просторі, який, при цьому, може справляти зовсім відмінний вплив на фінансовий стан окремих юрисдикцій. Тобто управління резервами на агрегованому рівні не просто створює монетарне нависання, а привносить додаткові коливання в процеси глобальної грошової пропозиції та циркулювання ринкової ліквідності.



Примітка 1. Побудовано на основі даних рис. 4 та Cross Border Capital Implementing Insight // www.liquidity.com

Рис. 7 дає можливість побачити, що зростання валютних резервів в світі на окремих відтинках прямо корелює з поведінкою індексу глобальної ліквідності (визначеної як ліквідність

фондування, або потік готівки та кредитів по 80 країнах світу). Наприклад, під час кризи Бретон-вудської системи спостерігається обернений зв'язок між указаними показниками. Це ж повторюється на початку 1980-х, коли ФРС змінила модель монетарної політики і перейшла в жорсткий антиінфляційний режим. Аналогічно це відбулось на початку 1990-х, коли мала місце криза Європейської валютної системи, у 1997-1999 під час Азійської, російської та бразильської криз, та у період після 2008 р., коли спостерігалось значне монетарне пом'якшення посткризового періоду. При цьому, у період з середини і до кінця 1970-х, впродовж 1980-х, та після краху ринку фірм нової економіки резерви поводити себе достатньо симетрично із динамікою ринкової ліквідності. Можна стверджувати, що в ранні періоди, обернена кореляція між резервами та ринковою ліквідністю відображала ситуацію, коли різке підвищення попиту на зовнішні активи з боку центробанків призводило до «відсмоктування» ліквідності з ринку. Таке пояснення є достатньо природнім з огляду на те, що мобільність капіталів в світі не була достатньо високою (до кінця 1980-х). Також це опосередковано підтверджується застереженнями Р. МакКіннона з приводу того, що непередбачуваний екзогенний попит на долари (резерви) ускладнював досягнення ФРС поставлених монетарних цілей, привносячи додаткові коливання процентних ставок⁹⁶. У періоди глобальної фінансової інтеграції асинхронна поведінка резервів та ринкової ліквідності скоріше вказує на те, що в моменти нестабільності, які супроводжуються більш жорсткими фінансовими умовами, одні центробанки втрачають резерви, а інші різко пом'якшують грошову пропозицію з метою підтримки фінансового сектора, внаслідок чого обсяги ринкової ліквідності можуть швидко зростати слідом за фінансовим шоком. Прямая кореляція між резервами та ліквідністю опосередковується потоками капіталу, які не відсікаються з допомогою гнучкого валютного курсу. Якщо в першому випадку зростання резервів привносило викривлення в рівноважні процеси на глобальних

⁹⁶ McKinnon R., An International Standard for Monetary Stabilization. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.

ринках, то в другому – вони виступали ампліфікаторами глобальної монетарної експансії.

Також рис. 7 дає можливість побачити, що практично усі випадки стиснення глобальної ліквідності (падіння відповідного індексу) супроводжувались фінансовими, банківськими кризами чи іншими потрясіннями, тоді як протилежний тренд породжував бум на ринку активів. Зростання глобальних валютних резервів дещо у інший спосіб співвідноситься з шокowymi випадками. Як правило, резерви знижуються під час ризи, але зростають в умовах нестабільності, або після кризи.

Період 2000-х продемонстрував фундаментальні зміни в попиті на резерви (див. табл. 9). Мотиви самострахування, нового меркантилізму та конкурентного нагромадження реалізуються безвідносно до стану глобальної економіки, засвідчуючи тим самим, що в світі не існує впорядкованої централізованої системи розподілу міжнародної ліквідності.

Зміни в розподілі нагромадження резервів: передумови для активного портфельного підходу та ризиків нестабільності

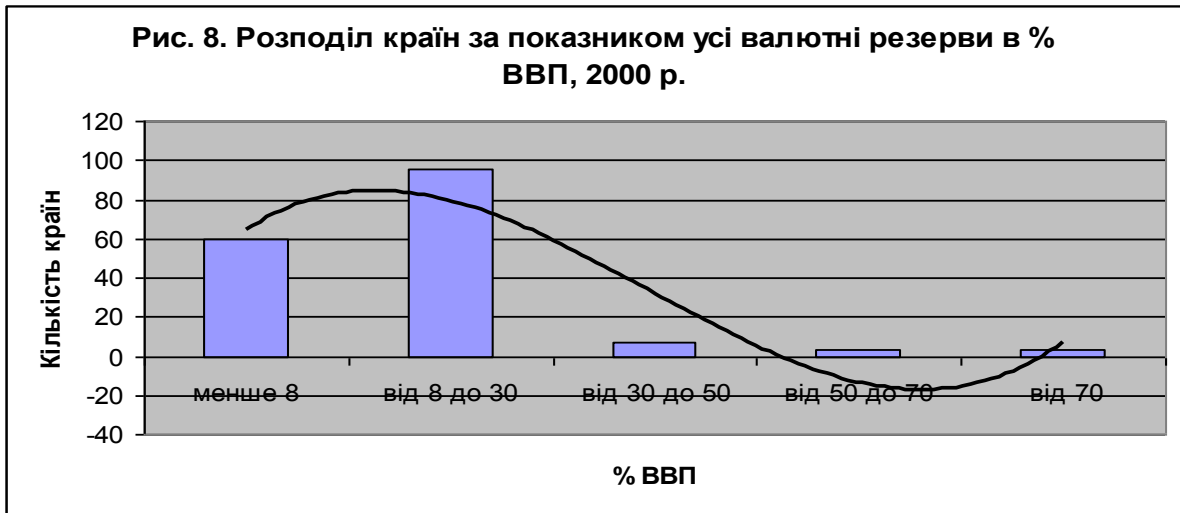
Аналіз змін в розподілі резервів щодо ВВП країн також демонструє формування тенденції до поєднання процесів концентрованого володіння із зміщенням у бік груп з вищим співвідношенням резервних активів до валового внутрішнього продукту. Зміни в процесах розподілу є важливим критерієм ідентифікації декількох принципових тенденцій: відносної доступності зовнішніх активів; прогнозованості змін в підходах до управління ними, які є значимими для конфігурації ринку резервних валют / активів і, відповідно, глобальних потоків капіталу; посилення залежності між обсягом резервів, характером управління ними та глобальною фінансовою стабільністю.

Для оцінки змін в розподілі резервів за період в 10 р. були використані дані по 171 країні світу та 143 країнах з ринками, що формуються, та країн, що розвиваються (див. рис. 8-11). Вибір показника співвідношення резервів до ВВП обрано з міркувань

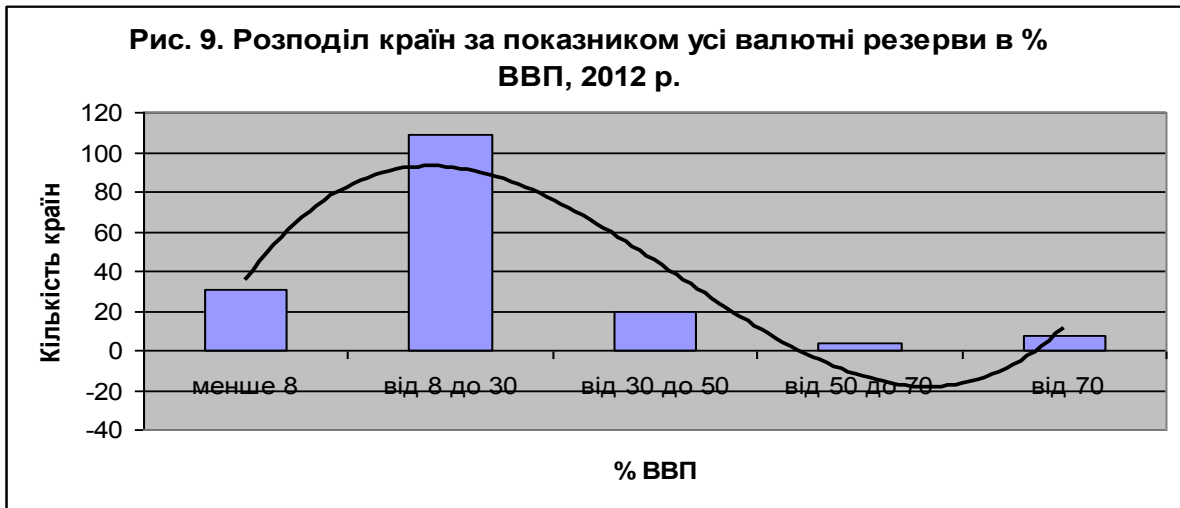
його найбільш загального значення, яке не прив'язане до змінної, співвідношення із якою можна було би тлумачити з позиції конкретних преференцій політики. Також такі співвідношення можуть бути зміщені під впливом структурних особливостей країн, натомість співвідношення до ВВП є нейтральним в даному плані. Співвідношення резервів до ВВП також на пряму буде свідчити, наскільки формуватимуться передумови для «глобалізації» активного портфельного підходу до управління резервами (останні дві тенденції, див. вище). Обрані діапазони – до 8%, від 8% до 30%, від 30% до 50%, від 50% до 70%, понад 70%, - покликані продемонструвати спадний характер функціональності резервів у монетарній політиці, приймаючи до уваги, що згідно ряду досліджень оптимальне значення резервів з поправкою на ступінь ризиковості глобального фінансового оточення сягає діапазону 8-22%⁹⁷.

Іншими словами, перший діапазон – це випадок, коли резерви не є відносно значними в світлі досвіду їх гіпертрофії і, відповідно, покликані забезпечувати традиційні монетарні потреби у забезпеченні безперебійності імпорту та валютно-курсової (певною мірою фінансової) стабільності; другий – випадок, коли резерви нагромаджені з міркувань спроможності протистояти масштабним шокам потоків капіталу і їхнє основне призначення – мінімізація вразливості фінансової системи до реверсів останніх; наступні діапазони вказують на те, що обсяги резервів суттєво перевищують оптимальний рівень навіть з поправкою на ризики глобального фінансового середовища і, швидше за все, не можуть бути використані ні для потреб забезпечення монетарної, ні макрофінансової стабільності. З огляду на те, що навіть другий діапазон вказує на значний обсяг резервів в фізичному розумінні, теоретичною гіпотезою є наступне: при зміщенні розподілу показника резервів до ВВП у бік вищих діапазонів в глобальній економіці формується тенденція посилення вірогідності більш активного управління ними як портфелем активів. Рис. 8-11 є однозначним емпіричним підтвердженням цієї гіпотези.

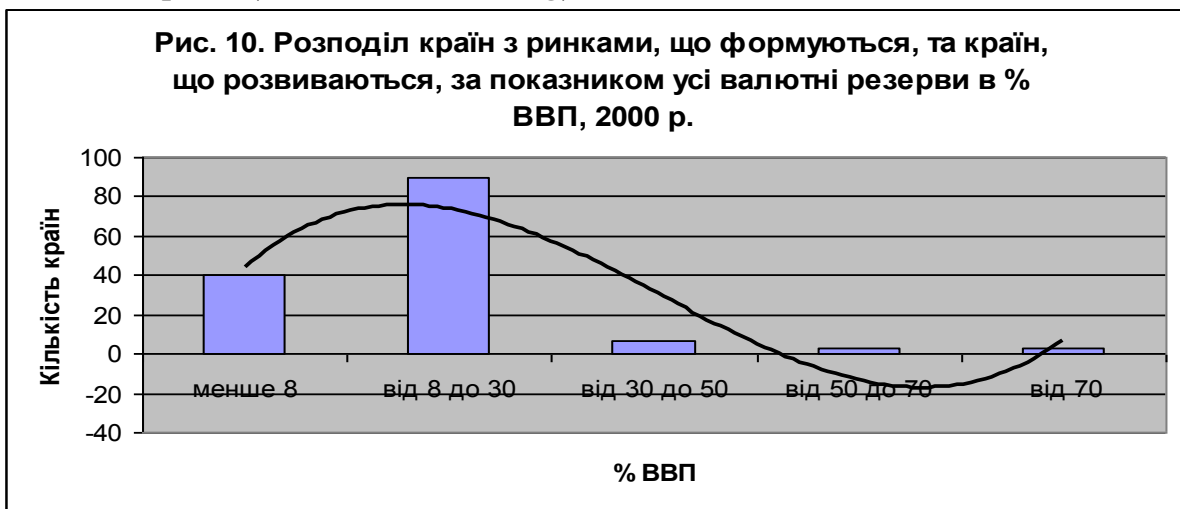
⁹⁷ Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1-35.



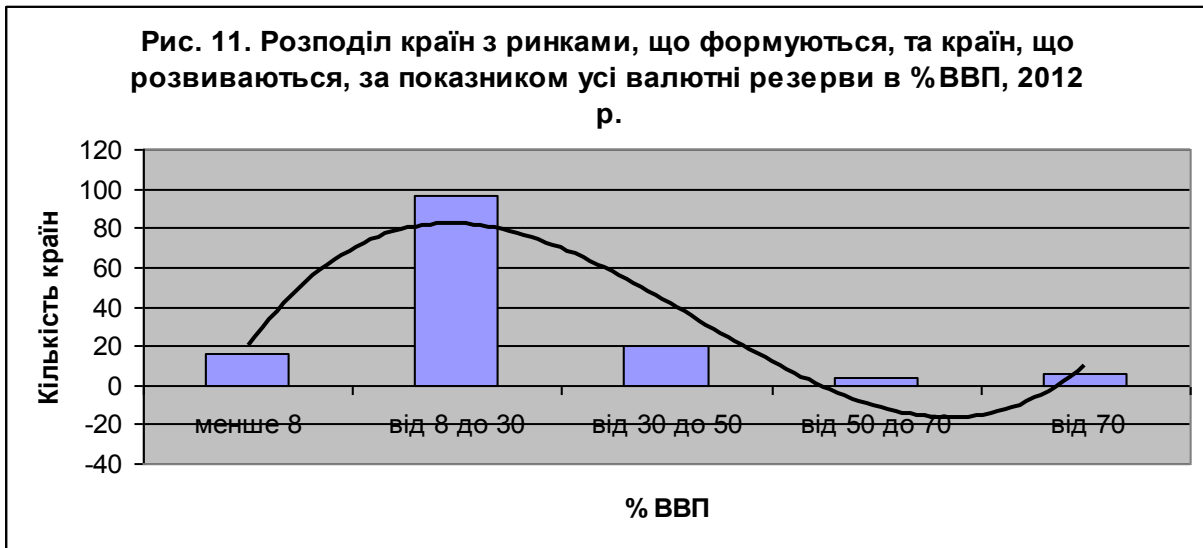
Джерело: Побудовано на основі даних статистики Світового банку за відповідні роки (www.worldbank.org).



Джерело: Побудовано на основі даних статистики Світового банку за відповідні роки (www.worldbank.org).



Джерело: Побудовано на основі даних статистики Світового банку за відповідні роки (www.worldbank.org).



Джерело: Побудовано на основі даних статистики Світового банку за відповідні роки (www.worldbank.org).

Так, рис. 8-9 вказують на те, що для 171 країни світу є характерним зміщення медіанного значення у вищій бік саме завдяки тому, що кількість країн у першому діапазоні зменшується, а в другому та третьому зростає суттєво. Збільшення кількості країн, що відповідають останнім двом діапазонам, також є красномовним, хоча воно має місце в значно менших масштабах, порівняно з другим та третім діапазонами. Рис. 10-11 ілюструють, що для 143 країн з ринками, що формуються, та країн, що розвиваються, вищеприсана тенденція є ще більш виразною. Особливо значимим є те, що, порівняно з випадком «усіх країн», кількість країн, де співвідношення резервів до ВВП є нижчим 8%, зменшилась істотніше. Однакове збільшення кількості країн в трьох останніх діапазонах значень в першому випадку (рис. 8-9) та в другому (рис. 10-11) вказує на те, що найбільш вагомими зміни в процесі розподілу нагромаджених резервів відбулися саме завдяки другій групі країн. Тобто в глобальній економіці не просто підвищилась доступність резервів. Вона стала атрибутивною рисою розвитку країн з середніми доходами. Структурний характер цієї тенденції є найбільшою загрозою стабільності системи резервних валют, оскільки попит на них стає персистентним. Багатократне зростання кількості країн, на які припадає володіння резервами у понад 8% ВВП, вказує на те, що питання управління ними дуже швидко вийде за рамки нейтральності щодо алокаційних процесів

на ринках активів, тим самим стаючи серйозним фактором глобальної макрофінансової стабільності. Чим більшою мірою нагромадження резервів відхилятиметься від традиційних монетарних потреб, тим більшою мірою система резервних валют зазнаватиме викривлень. Монетарні трансмісійні зв'язки між політикою емітента резервних валют і нагромаджувачами резервів вже не можуть сприйматись виключно як елементи глобальної грошової пропозиції. Підвищення мотивів активного управління резервами як портфелем активів робить межу між глобальною грошовою пропозицією та її макрофінансовими ефектами дуже хиткою.

Втім, оскільки попит на резерви відображає національно-центричну адаптивну реакцію на неспроможність чинного монетарного устрою світу гарантувати еластичну пропозицію засобів міжнародної ліквідності, а потреби у ній тільки підвищуються мірою глобальної інтеграції і зовсім не знижуються, як це мало би мати місце за системи плаваючих курсів, резервні валюти ризикують стати каналом утворення квазі-бульбашки на ринку резервних активів. Звідси монетарний устрій світу із необмеженими можливостями односторонніх дій призвів не стільки до коливань валютних курсів, які мали би привносити автоматизм та симетрію в процеси пристосування до нових рівноважних умов, скільки – до деградації автоматизму та поглиблення асиметрій у глобальних монетарних взаєминах через гіпертрофію валютних резервів, за якою слідує вразливість глобальної економіки як до підтримання статусу кво, так і до змін у цій сфері.

РОЗДІЛ 2. РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ ТА КОНФЛІКТИ ГЛОБАЛЬНОГО МОНЕТАРНОГО КВАЗІ-МОНОЦЕНТРИЗМУ

2.1. Резервні валюти та резервні активи: питання глобального монетарного лідерства та конкуренції

Із нагромадженням валютних резервів в масштабах, що межують із прямими соціальними втратами та повною мутацією ризиків глобальної монетарної нестабільності, пов'язані тенденції до спотворення конкуренції між резервними валютами, посилення асиметричності у монетарних взаєминах у світі і, що найбільш важливо, активізації ендогенних деструктивних механізмів в середовищі моноцентричної моделі монетарного устрою світу. Зміни в розподілі гео економічних потенціалів не є тотожними автоматичному забезпеченню окремих валют якостями резервних, внаслідок чого відхід від моноцентризму ще не є гарантією відновлення симетричності. Аналогічно формування поліцентричного монетарного світу буде виправданим тільки в рамках підвищення гнучкості валютних курсів та зменшення ролі валютних резервів в глобальних монетарних стратегіях, внаслідок чого виникне вже традиційна проблема прийнятної амплітуди курсових коливань між ключовими валютами та їх сателітами.

Асиметричний моноцентризм системи резервних валют: витоки та вразливість

Проблема асиметричного моноцентризму в глобальних монетарних взаєминах сформувалась під впливом ряду структурних тенденцій. В довгостроковому періоді відбулася

фундаментальна зміна базової моделі резервних активів. Табл. 10 демонструє, що однією з причин втрати симетричності у глобальних монетарних взаєминах є відхід від зовнішніх активів центробанків, заснованих на металі.

Таблиця 10. Структура глобальних валютних резервів в довгостроковому періоді, %

	Золотий стандарт		Система фіксованих курсів з централізованою корекцією		Гнучкі курси та ринкові ціни на золото		
	1880	1913	1950	1970	1988	2006	2011/2013
Золото	90,7	81,1	70,2	40,1	48,6	9,8	11,42 / 8,40
Валюти	9,3	18,9	26,4	48,3	44,2	89,26	84,85 / 88,24
Позиція в МВФ	-	-	3,4	7,6	4,2	0,46	1,26 / 1,13
СДР	-	-	-	4,0	3,0	0,48	2,47 / 2,22

Джерело: Lindert P. The World Money Climate and the Ultimate Exchange-Rate Choices // International Economics. 9th ed. – Homewood: Irwin, 1991. – P. 505. та IMF Annual Report за відповідні роки.

Відхід від металу, як основи міжнародного монетарного устрою, змінив механізм внутрішньої грошової пропозиції, процес пристосування платіжних балансів та симетричність тягаря цього процесу в розрізі країн. Намагання обійти ультимативні обмеження монетарної політики, що спираються на запас металу, можна тлумачити по різному. Еволюція самої моделі центрального банку та макроекономічних засад монетарної політики засвідчили цілковиту спроможність інституціонального забезпечення цінової стабільності. Ступінь конфлікту цього із іншими цілями – перш за все у сфері платіжного балансу та валютного курсу – може суттєво варіювати в залежності від ролі останніх в детермінантах цінової стабільності, але не навпаки. Зростання значення валют в структурі зовнішніх активів не просто поставило питання про те, які це валюти. Грошова пропозиція одних країн стала залежною від доступності валют інших країн. Втрата автоматизму утворення інфляційних наслідків експансії резервів призвела до того, що попит на резерви вийшов за межі, власне, механіки монетарної політики. Поруч із цим утворилися широкі можливості для

некооперативної односторонньої поведінки у сфері нагромадження резервів. Іншим боком цього стало те, що затримка із інфляційними наслідками монетарної експансії уможливила реалізацію неортодоксальних монетарних програм типу кількісного пом'якшення, як це видно з досвіду антикризової політики. Одностороння некооперативна поведінка стала властива також і центрам емісії резервної валюти. Проте, така поведінка уможливорюється потенціалом конкуренції на ринку резервних валют.

Структурні рамки конкуренції між резервними валютами залишаються достатньо розмитими. Теорія світової (ключової), або резервної валюти вказує на те, що масштаби транзакційної зони, глибина та ліквідність фінансового ринку, відсутність обмежень щодо конвертованості валюти, а також ефективна, в розумінні забезпечення цінової стабільності, монетарна політика є основними критеріями інтернаціоналізації національних грошей (див. 1.1.). Поряд з цим, теорія міжнародної монетарної економіки стверджує, що резервній валюті властиві переваги природної монополії⁹⁸. В сукупності із відходом від металевих основ організації монетарних взаємин у світі вищевказані теоретичні погляди майже експліцитно закріпили за певною валютою статус глобального лідера, і такою валютою став долар США. Кристалізація долара як глобального монетарного гегемона (табл. 11) справді відобразила унікальний збіг в економіці США усіх перелічених критеріїв резервної валюти.

Дані табл. 11 засвідчують, що незважаючи на явне лідерство долара США в структурі глобальних валютних резервів, максимальне значення цієї частки ні разу не сягнуло 70%, а медіанне значення за указаний період коливається на рівні 57-62%. В сукупності із рівноважним підвищенням попиту на валютні резерви в глобальній економіці відсутність яскраво вираженої тенденції до утвердження цілковитієї гегемонії лише однієї резервної валюти вимагає більш обережного тлумачення не стільки

⁹⁸ Eichengreen B. Hegemonic Stability Theories of International Monetary System // NBER Working Paper. – 1987. - №2193.

Таблиця 11. Валютна структура глобальних резервних активів, %

	1987	1990	1993	1996	1999	2002	2005	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Долар США	56,0	50,3	56,2	60,2	67,9	64,8	66,9	64,1	62,0	61,8	62,2	61,3	61,2
Євро	-	-	-	-	12,6	23,8	24,1	26,4	27,7	26,0	25,0	24,2	24,4
Фунт стерлінгів	2,2	3,2	3,1	3,4	4,0	2,8	3,6	4,0	4,2	3,9	3,8	4,0	4,0
Єна	7,0	8,2	8,0	6,0	5,5	4,4	3,6	3,1	2,9	3,7	3,5	4,1	3,9
Швейцарський франк	1,8	1,3	1,2	0,8	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Німецька марка	13,4	17,4	14,1	13,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Французький франк	0,8	2,3	2,2	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Голландський гульден	1,2	1,0	0,6	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕКЮ	14,2	9,6	8,3	5,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Джерело: IMF Annual Report за відповідні роки.

ефекту природної монополії в системі глобальних монетарних взаємин, скільки монополізму конкретної валюти в розумінні того, що природна монополія не виключає наявності певної ринкової структури, тим більше, що це пов'язано із фрустрацією контролю за глобальною грошовою пропозицією. Функціональний вимір глобальних фінансових операцій також передбачає наявність ряду асиметрій в ролі та значенні ключових світових валют (табл. 12).

**Таблиця 12. Валютна структура
глобальних фінансових трансакцій**

	Євро	Долар США	Єна	Інші валюти
Міжнародні боргові папери				
2000	24,7	40,8	22,1	12,4
2003	25,2	40,0	21,5	13,4
2005	24,9	39,9	20,6	14,7
2007	25,3	40,1	17,3	17,3
2009	26,2	39,0	16,1	18,6
2011	25,7	38,6	16,0	19,8
Міжнародні позики				
2000	18,8	48,7	5,9	26,6
2003	20,2	53,2	5,9	20,8
2005	20,4	52,6	5,0	21,9
2007	20,7	56,2	4,7	18,4
2009	19,5	58,3	2,6	19,6
2011	21,8	56,6	2,6	19,0
Міжнародні депозити				
2000	24,0	55,1	5,4	15,5
2003	24,7	53,5	3,3	18,5
2005	23,7	53,2	4,0	19,0
2007	19,6	60,1	3,2	17,1
2009	20,3	59,1	1,9	18,7
2011	22,4	61,1	1,4	15,0

Джерело: International Role of the Euro. – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. – P. 58., P. 69., P. 70.

Порівняння даних табл. 11-12 не залишає сумніву у тому, що глобальні макрофінансові процеси стають дедалі більш асиметричні.

Три валюти, які повністю відповідають критеріям набуття резервного статусу (долар США, євро та єна) в цілому втрачають свої позиції у валютній структурі фінансових трансакцій порівняно із відносно сталою позицією у валютній структурі зовнішніх активів центробанків. Значення решти валют поступово підвищується, флюктуючи в окремі роки. Звідси валютна структура механізмів глобальної грошової пропозиції дедалі більшою мірою не співпадатиме із посиленням тенденції до валютного поліцентризму глобальних фінансових трансакцій. З одного боку, таке неспівпадіння є природним внаслідок того, що центробанки висувають до валютної структури своїх зовнішніх активів специфічні вимоги відповідно до цілей управління резервами. Ліквідність, збереження вартості та інвеститабельність активів із резервним статусом є більш консервативними критеріями, ніж репрезентативні критерії вибору фінансових інструментів для транскордонних операцій приватними гравцями. З іншого боку, в довгостроковому періоді мультивалютна структура фінансових трансакцій не може співіснувати із валютною структурою резервних активів, усталеною в рамках конкуренції між декількома ключовими валютами.

Між питомою вагою ключових валют в структурі глобальних валютних резервів та в структурі глобальних фінансових трансакцій не існує однозначної кореляції. Можна лише сказати, що значення єни падає в усіх випадках, але не однаково. Роль єни у фінансових операціях ще тривалий час перевищуватиме її значення в деномінації валютних резервів. Роль долара у фінансових операціях в загальному є нижчою, порівняно із його питомою вагою в структурі валютних резервів. Частка усіх трьох валют в структурі активних і пасивних операцій відрізняється. Євро і єна більшою мірою зміщені в спектр деномінації пасивів, тоді як долар – активів. Такий функціональний поділ не може виступати наслідком виключно відмінностей у фінансових системах. Він повинен відображати брак спільності в принципах поведінки

провідних центральних банків. Більш агресивна політика ФРС в реакції на шоки в сукупності з більш відкритою фінансовою системою призводить до того, що долар більшою мірою є валютою інвестицій і, відповідно, надання кредитів. ЄЦБ є більш консервативний, внаслідок чого євро більшою мірою використовується для деномінації зобов'язань⁹⁹. Єна, у свою чергу, є валютою із найнижчими ставками, щодо якої діють фактори виштовхування капіталів, зумовлені політикою кількісного пом'якшення Банку Японії. Неспівпадіння валютної структури резервів та фінансових трансакцій допускати наявність короткострокової волатильності курсів, обумовленої пристосуванням валютної структури ринкових портфелів до умов, що змінюються. У свою чергу попит на резерви в одних валютах відносно занижуватиме ставки по резервних активах, що генеруються на внутрішніх ринках, порівняно із ставками інвестиційних можливостей по цих же і інших валютах на інших ринках. Такий розрив однозначно впливає на потоки капіталу і пошук доходності. Потенційно фінансова нестабільність може зумовлюватись такою невідповідністю, хоча виміряти її кількісно достатньо важко.

Окрім значення євро як валюти формування пасивів, його питома вага в структурі валютних резервів та активних операцій на глобальних ринках приблизно однакова і часто навіть менша, ніж частка у валютній структурі зовнішніх активів центробанків. Останнє зумовлюється тим, що євро є валютою диверсифікації валютних резервів. Попри ряд оптимістичних публікацій про потенційне глобальне лідерство спільної європейської валюти, що виправдовується більш здоровим інституціональним підґрунтям монетарної стратегії ЄЦБ, порівняно з ФРС¹⁰⁰, євро вкрай важко вийти за межі статусу нішевої валюти, що обслуговує певний сегмент потреб в процесі управління валютними резервами в цілому. Обмеженням цього виступає ряд факторів. Ризики фіскальної дивергенції ЄВС та фрагментація боргових ринків

⁹⁹ Див. детальніше: Козюк В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – 192 с.

¹⁰⁰ The Euro at Ten: The Next Global Currency? / Ed. By J. Pisani-Ferry and A. Posen. – 2009. – 252 p.

Європи найбільш часто згадуються як причини відсутності передумов для симетричної конкуренції із долларом США.

Події 2009-2011 рр. підтвердили це, додаючись до нового феномена: у фінансовій економіці активів, а не монетарній економіці обміну, переваги валюти можуть визначатись тим, наскільки центробанк, її емітент, спроможний виконувати місію кредитора останньої інстанції і запобігати обвалу вартості активів навіть всупереч довгостроковим можливостям підтримання вартості своєї валюти. Масштаби переливу капіталів в євро внаслідок диверсифікації також обмежені. Прив'язка азійських експортерів до долара робить підвищення курсу євро вкрай болісним¹⁰¹. Тобто сила ефекту диверсифікації на користь євро обмежена лімітом конкурентоспроможності ЄВС в цілому. З огляду на вищу відкритість Європи, ніж США, відсутність курсової корекції конкурентоспроможності всередині ЄВС призводить до того, що глобальний конкурентний тиск посилює дивергенцією всередині ЄВС через канал асиметричних фіскальних просторів. А це підриває фіскальні основи якості резервних активів і в сукупності із фрагментаризованим ринком суверенних боргових інструментів обмежує потенціал євро як резервної валюти.

Валютні блоки як консерватори резервного статусу та проблема зміни монетарних лідерів в історичному контексті

Проте, найбільшою проблемою в даному випадку є те, що поділ світу на валютні блоки віддзеркалює разючу гравітаційну перевагу блоку долара (практично уся Латинська Америка, Азійсько-

¹⁰¹ Дискусії про ризики євро в системі глобальних фінансових дисбалансів показали, що характер трансмісії шоків, оригінованих за межами ЄВС, на пряму залежать від монетарної політики в Азії. Див.: 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.; 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.

Вразливість до вибору валюти в якості резервної повністю заміщує традиційну «надмірну привілею». В світі, де не існує симетричного плавання, а багато країн здійснюють політику нагромадження резервів і ухиляються від підвищення курсу, набуття окремою валютою резервного статусу одразу вдаряє по її конкурентоспроможності і загрожує перегрівом окремих сегментів її внутрішнього ринку активів.

Тихоокеанський регіон, експортери нафти, а також частково Індія та Південно-Східна Азія, тоді як в блок євро входять лише країни Центрально-Східної Європи без України, Росії і частково Туреччини, а також частково входять країни Північної Африки)¹⁰², за якою слідує асиметрична чутливість США та ЄВС до монетарних шоків один одного та значно більша чутливість світу до змін в політиці ФРС, порівняно з ЄЦБ¹⁰³. Більша кількість країн, що прив'язана до долара США, порівняно з євро підвищує значення процентної ставки по долару в характері реакції глобальної економіки в цілому на шоки грошового ринку в Сполучених Штатах.

Поділ світу на валютні блоки закладає рамкові умови асиметричної конкуренції між резервними валютами, але при цьому відбиває складну архітектоніку глобальних монетарних взаємин, які не можуть бути зведені лише до лінійних сил дії критеріїв перетворення валют на резервні та конкуренції за даний статус. Валютні блоки змінюють значення критеріїв резервної валюти, що діють в чистому вигляді, у порівнянні з ситуацією, коли валютний блок уже утворено і, особливо, коли в його рамках має місце перманентно зростаючий попит на резервні активи. Тобто, окрім традиційних критеріїв резервної валюти, утворення валютних блоків, в яких домінує та чи інша резервна валюта, суттєво підвищує значення тих критеріїв, які акцентують увагу на ефектах мережі, інерції в підтриманні резервної валюти центробанками, що проводять політику збереження вартості своїх зовнішніх активів тощо. Це означає, що масштаби валютного блоку не стільки визначають трансакційну зону та поле макрофінансової гравітації вже обраної резервної валюти, скільки окреслюють зону найбільш інтенсивного використання саме цієї валюти, зокрема як номінального якоря.

¹⁰² 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.

¹⁰³ Goldberg L., Tille C. Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar // NBER Working Paper. – 2008. - №13820.; Ehrmen M., Fratzscher M. Global Financial Transmissions of Monetary Policy Shocks // ECB Working Papers. – 2006. – №616. – P. 5-53.; 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.

Утворення блоків засвідчує, що монетарна сегментація світу є відображенням більш складних макрофінансових гравітаційних ефектів, які діють за принципом ковзного окреслення периметру неявної оптимальної валютної зони із геоекономічним центром – емітентом резервної валюти. Глобальному монетарному простору властиві ефекти притягування, які визначають домінування тієї чи іншої резервної валюти в тих чи інших географічних юрисдикціях, завдяки чому макрофінансова гравітація стає еквівалентною транспортним витратам в новій теорії торгівлі, а ефект мережі – ефекту масштабу. Екзогенні зміни в попиті на валютні резерви нелінійно відбивають масштаби валютних блоків внаслідок того, що чим більшою мірою обсяг резервів віддаляється від утилітарних потреб забезпечення монетарної стабільності, тим більшою мірою центральні банки перетворюватимуться на портфельних менеджерів, преференції яких не є наперед заданими, а є тим більш гнучкими, чим менш стабільним є глобальне монетарне середовище. Відповідно, чим більш концентрованими стають валютні резерви, тим більшою мірою посилюється протилежна тенденція, яка відображає наявність утворення локальних агломерацій в рамках гравітаційного поля резервної валюти.

Незважаючи на явне домінування доларового блоку, що консервує позиції американської валюти в силу актуалізації ефекту мережі (на цьому, наприклад, наголошує Р. МакКіннон)¹⁰⁴, поділ на валютні блоки за гравітаційним принципом породжує протилежні сили. Роль конкретної резервної валюти в глобальній економіці визначається не стільки самою країною її емітентом, скільки масштабами блоку, що із нею афілійований. Така ситуація рано чи пізно почне призводити до виникнення питання про те, що насправді більшою мірою забезпечує виключний статус такої валюти: макрофінансові якості самої країни-емітента, чи макрофінансові якості блоку в цілому, чи його окремих лідерів, окрім країни-емісії резервної валюти. Оскільки країна-емітент і решта країн мають відмінні можливості коректувати валютний курс, то за цим рано чи пізно актуалізується проблема зниження

¹⁰⁴ McKinnon R. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? // www.stanford.edu.

питомої ваги першої у глобальному ВВП за рахунок того, що інші учасники валютного блоку одержують додаткові вигоди від стимулювання розширення власних трансакційних зон. Формування таких агломерацій в межах певної гравітаційної зони однієї резервної валюти відбиватиме наявність напружень макрофінансового та політичного характеру.

Відсутність кореспонденції між природним монополізмом резервної валюти та фактичним монополізмом на ринку резервних валют стає ще більш очевидна завдяки розширенню історичних рамок аналізу, на основі якого формується так званий «новий» погляд на процеси функціонування резервних валют¹⁰⁵. Долучення до аналізу досліджень, що спеціалізуються на питаннях зміни монетарних лідерів у світі, показує, що в будь-якому вигляді природній монополізм резервної валюти не означає виключність єдиної валюти в якості резервної, а допускає утворення певної галузевої структури ринку резервних валют. Конкуренція між кількома ключовими резервними валютами краще відбиває ранні етапи функціонування міжнародного монетарного устрою. Це простежується у тому, що, як тільки виключна роль золота у формуванні резервних активів центробанків в світі почала послаблюватись (табл. 10), деномінація резервів, що підтримувались у формі, альтернативній металу, не була монополізована однією валютою. Так, у 1899 р. частка неметалевих резервів у британських фунтах складала 43%, а у французьких франках – 11%; у 1913 р., відповідно, 38% та 25%. Після Першої світової війни Франція втратила явне слідування за лідером, поступившись цією роллю на користь Великої Британії, яка, у свою чергу, поступилась лідерством Сполученим Штатам. Так, у 1929 р. частка неметалевих резервів у британських фунтах склала 42%, а у доларах США – 58%. У 1958 р. ситуація суттєво не змінилась, демонструючи майже ті самі співвідношення (43% проти 57%)¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Під «новим» поглядом з подачі Дж. Франкеля розуміється ряд теоретичних узагальнень з приводу монетарного лідерства, його набуття, підтримання та втрати, що здійснені на основі ряду емпіричних розвідок, які засвідчили явну недооцінку більш раннього початку ери долара США, ніж це раніше припускалось.

¹⁰⁶ Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 30.

Відповідно до «нового» підходу монетарне лідерство США не сформувалось в рамках виникнення Бреттон-вудської системи, ключова роль Сполученим Штатам в якій відводилась з огляду на концентрацію запасів монетарного золота після Другої світової війни. США стали глобальним монетарним лідером ще всередині 1920-х. Причому, долар США став ключовою валютою в структурі валютних резервів, деномінації позик на міжнародних ринках та здійснення міжнародних торговельних операцій. Відставання набуття монетарного лідерства (фактично у 1920-ті, а не після 1944 р.) порівняно із здобуттям лідерства в обсягах ВВП (США стали світовими лідерами у 1890 р.) розглядалось як важливий аргумент на користь наявності вмонтованої резистентності резервного статусу валюти-лідера, яка не може похитнутись ще тривалий час після того, як фактор величини транзакційної зони починає послаблюватись.

Згідно «нового» погляду світ не демонструє жорсткої резистентності щодо втримання вже досягнутого валютою резервного статусу, внаслідок чого монетарне лідерство може набагато легше втрачатись, але і відновлюватись також, навіть у більш жорстких конкурентних рамках¹⁰⁷. Одним з найважливіших принципів «нового» підходу є заперечення неможливості досить швидкого переходу в стан валютної багатополюсності, апологетикою чого виступають традиційні теорії резервної валюти, що наголошують на ефектах мережі, переваг вже набутого лідерства, інерції в управлінні резервами¹⁰⁸. Відповідно, фактор величини економіки, її частки в глобальних транзакціях є більш вагомий, ніж виключно номінальні переваги резервної валюти. Рух

¹⁰⁷ Eichengreen B. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/131. – P. 1-34.; Eichengreen B., Flandreau 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. – P. 1-48.; Chitu L., Eichengreen B., Mehl A. When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets // ECB Working Paper. – 2012. - №1433. – P. 1-43.; Eichengreen B., Flandreau M. The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency // BIS Working Paper. – 2010. - №328. – P. 1-34.; Flandreau M., Jobst C The Empirics of International Currencies: Network Externalities, History and Persistence // Economic Journal. – 2009. – 119(537). – P. 643-664.

¹⁰⁸ When Did the Dollar Overtake the Pound Sterling as the Leading International Currency? The “Old View” Versus the “New View” // International Role of the Euro. – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. - P. 39-45.; Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 1-33.

до багатополюсного світу через посилення конкуренції між резервними валютами та новими лідерами у цій царині забезпечуватиметься змінами в структурі «економічної сили». Остання не ґрунтується виключно на фізичних обсягах ВВП, а є більш синтетичним поняттям, що включає частку ВВП в глобальному виробництві, частку торгівлі країни в глобальних торговельних потоках, частку позиції нетто-кредитора в глобальних потоках капіталу¹⁰⁹.

Зміни в розподілі «економічної сили» в глобальній економіці, водночас, не до кінця еквівалентні детермінуючим силам формування валютних блоків, в рамках яких генеруються як тенденції до резистентності набутого статусу резервної валюти-лідера, так і тенденції до виникнення нових лідерів. Наприклад, тріадний поділ світу (США, Європа, Японія), що сформувався з кінця 1970-х рр., не кореспондував із відповідним тріадним принципом утворення валютних блоків. Незважаючи на швидку інтернаціоналізацію єни у 1980-х, як такого блоку єни не існувало. Жодна країна не розглядала єну як валюту прив'язки навіть в часи найбільш динамічної експансії японської економіки та її грошової одиниці в світі. Одна з причин цього – унікальна асиметричність шоків умов торгівлі Японії з рештою світу. Розпад тріади завдяки відносному звуженню ВВП Японії та швидкому зростанню Китаю, втім, супроводжується іншими закономірностями.

Попри відсутність конвертованості юаня по операціях руху капіталу, прямого доступу до внутрішнього ринку активів у Китаї, певна кількість країн знаходить інтерес в стабілізації свого валютного курсу до курсу «народних грошей». Поява синхронізації курсів валют таких країн із курсом юаня засвідчує, що блок юаня формується безвідносно до того, що сам юань не є резервною валютою, а рівень його інтернаціоналізації є вкрай мізерний. Специфічні азійські виробничі мережі та конкурентне нагромадження резервів (намагання слідувати політиці уникнення втрати конкурентоспроможності щодо Китаю) спонукають до того, щоб обмеження на курсові коливання відповідно до поведінки

¹⁰⁹ Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 1-33.

«народних грошей» трансформувались у валютний блок¹¹⁰, в рамках якого сам Китай заохочує нагромадження значних залишків по торговельних операціях у своїй валюті. Цілком природно, що блок юаня буде стартовим майданчиком для більш успішної конкуренції з традиційними резервними валютами з боку КНР. Порівняння так і несформованого блоку єни із вже сформованим блоком юаня демонструє, що сам по собі рівень «економічної сили» в сукупності із процесом інтернаціоналізації валюти є недостатніми умовами. Стимули до прив'язки валюти і виконання функції номінального якоря є не менш важливими.

Відновлення конкуренції резервних валют, сегментація мотивів управління резервами та проблема диверсифікації

Незважаючи на наявність конкурентних принципів організації ринку резервних валют, актуалізації самої конкуренції потребує виникнення достатньо чітко окреслених нових лідерів, центральні банки яких спроможні реалізовувати складніші стратегії, ніж це передбачає традиційний підхід, що апелює до важливості цінової стабільності в країні-емітенті резервної валюти. Тобто рух до поліцентричної глобальної економіки ставить питання про поліцентричні глобальні монетарні взаємини, необхідною умовою яких є, власне, конкуренція між чинними валютами-лідерами і рядом інших валют. Однак, така конкуренція не є втіленням впорядкованості глобальних монетарних взаємин, а, скоріше, підтримання рамкових умов широкої дискреції односторонніх дій та некооперативних ігор. Такі ігри, як не дивно, набагато більшою мірою сприяють конкуренції між резервними валютами, завдяки чому мали би привносити ряд стабілізуючих механізмів в глобальні

¹¹⁰ Subramanian A., Kessler M. The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go? // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-19. – P. 1-36.; Fratzscher M., Mehl A. China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System // CEPR Discussion Paper. – 2011. - №8671.; The Chinese Dominance Hypothesis and the Potential Emergence of a Tri-polar Global Currency System // International Role of the Euro. – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. - P. 33-38.; Fratzcher M., Mehl A. China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System // ECB Working Paper. – 2011. - №1392. – P. 1-29.

монетарні процеси. Втім, при відході від першого наближення стає очевидним, що:

нагромадження та концентрація валютних резервів змінюють модель поведінки відповідних центральних банків, перетворення яких на портфельних менеджерів не гарантує підштовхування глобального фінансового ринку до рівноважного стану;

посилюється розрив між підтриманням резервного статусу валюти у короткостроковому періоді та фундаментальними тенденціями збереження такого статусу в довгостроковому періоді (у монетарному та фіскальному контексті);

резервні валюти, незважаючи на ефекти природного монополізму, підпорядковуються обмеженням життєвого циклу, завдяки чому рух у бік вищого рівня впорядкованості глобальних монетарних взаємин, чи у бік вищого рівня хаосу та нестабільності, не зводиться до протиставлення моно- та поліцентризму, а є наслідком більш складних конфігурацій позиціонування сил в координатах глобальних монетарних процесів.

Так, вихід обсягом валютних резервів в окремих країнах за межі конвенціональних критеріїв достатності датується ще початком 2000-х¹¹¹. Після того, як ідентифікація такої політики в категоріях нового монетарного меркантилізму, завбачливого нагромадження з метою самострахування від шоків потоків капіталу та конкурентного нагромадження (конкурентного уникнення ревальвації в разі, якщо певна країна-лідер здійснює таку політику регулярно) стала конвенціональною основою аналізу глобальних монетарних взаємин, а внесок такої практики в глобальні макрофінансові дестабілізації, хоч і залишається предметом дискусій, але не розглядається поза проявами системних провалів в моделі таких взаємин, на порядок денний вийшло питання логіки самого процесу управління резервами, обсяг яких вимірюється в процентах глобального ВВП (див. табл. 13).

¹¹¹ Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. — 2004. — P. 1-31.

**Таблиця 13. Зміна відносного значення
глобальних валютних резервів, %**

	2001	2009	2011	2013
Глобальні валютні резерви / глобальний ВВП	6,9	14,8	15,2	16,2
Глобальні валютні резерви / ВВП США	21,2	60,5	70,7	72,3
Глобальні валютні резерви / ВВП зони євро	34,9	68,5	81,2	94,2
Глобальні валютні резерви / ВВП країн з ринками, що формується	29,6	47,6	41,9	41,95
Валютні резерви країн з ринками, що формується / ВВП країн з ринками, що формується	17,7	30,7	27,3	27,7

Джерело: обраховано автором згідно IMF Global Financial Report за відповідні роки.

Факт сегментації мотивів, окреслений емпірично¹¹², доводить, що нагромадження активів і їх концентрація так чи інакше перетворюються на об'єкти портфельного менеджменту. Дебати довкола проблеми транспарентності поведінки фондів суверенного багатства і впливу їх портфельних стратегій на глобальні фінансові ринки¹¹³ демонструють, що інституціональний статус структури, що здійснює управління портфелем активів, обсяги яких є глобально значимі, не є нейтральний щодо логіки інвестиційної поведінки.

Сегментація мотивів не може не розглядатись ключовою рисою впливу окремих центробанків на глобальні фінансові ринки, фіскальну вразливість та ефективність боргової політики окремих груп країн не стільки через сам обсяг резервів скільки через те, що:

¹¹² Beck R., Weber S. Should Larger reserve Holding Be More Diversified? // ECB Working Paper. – 2010. - №1193. – P. 1-48. В даному дослідженні показано, що чим більшою мірою обсяг валютних резервів відхиляється за межі, продиктовані мотивом завбачливого самострахування, тим більшою мірою центробанки тяжіють до диверсифікації, управляючи ними.

¹¹³ Truman E. Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability // Institute for International Economics Policy Brief. – 2007. – PB07-6. - P. 1-8.

А) від обсягу резервів залежить портфельна модель управління ними; Б) зміни в щільності розподілу кількості центробанків з ідентичними портфельними мотивами автоматично означає зміни в умовах попиту та пропозиції на фінансових ринках, завдяки чому відносні доходності в розрізі класу активів наражатимуться на потужний імпульс підвищення волатильності. Це впливає з того, що логіка вибору структури зовнішніх активів центробанків залежить як від цілей, так і обсягів, причому, між обсягами та цілями простежуються відмінні каузальні зв'язки в розрізі країн. Табл. 14 ілюструє дану закономірність в екстраполяції на глобальну макрофінансову стабільність.

Таблиця 14. Стадії зміни цілей управління валютними резервами в макрофінансовому контексті

	Стадія 1	Стадія 2	Стадія 3	Стадія 4
Зміст стадії та управлінські мотиви	Країна нагромаджує валютні резерви, оскільки вони є невід'ємним елементом забезпечення елементарної макроекономічної стабільності, покриття критичного імпорту і гарантією обслуговування зовнішнього боргу	Із зростанням обсягів резервів і подальшою інтеграцією країни із глобальною економікою зростає вірогідність підвищення вразливості до шоків на ринках капіталу, що штовхає до створення резервів з метою самострахування. Завбачливе нагромадження резервів передбачає, що країна могла би обійтись і нижчим обсягом зовнішніх активів центробанків, однак додатково страхує себе від глобально-центричних шоків	Із зростанням обсягів резервів понад рівень, обумовлений мотивом завбачливого самострахування, вимоги до структурного складу зовнішніх активів змінюються. Окрім традиційних вимог ліквідності, зростає значення збереження вартості, або пошук прийнятної доходності	Подальше зростання резервів допускати не буде використання їх частки для альтернативного інвестування, яке може мати ризиковий характер, обумовлений стратегічними, а не ринковими міркуваннями

Продовження таблиці 14

Ключова вимога до резервів	Ліквідність	Ліквідність	Ліквідність, збереження вартості, доходність	Формування неринкових портфельів в залежності від поточних чи стратегічних преференцій
Орієнтація на клас активів	Готівка та високоліквідні міжнародні активи	Готівка, високоліквідні міжнародні активи, високодохідні активи, активи з потенціалом зростання ринкової вартості	Як на стадії 2 + активи, що генерують доходи та капітальні різниці	Нетрадиційні інструменти, ризикові інструменти (боргові папери кризових країн), неринкові активи, реальні активи
Значення диверсифікації резервів	Незначне	Суттєве	Дуже суттєве	Диверсифікація є одним з аспектів портфельного менеджменту
Значення для конкуренції між резервними валютами	Незначне	Суттєве	Дуже суттєве + пошук альтернативних резервних валют	Центробанк може вийти за межі конкуренції між традиційними і нетрадиційними резервними валютами, просуваючи власну валюту як резервну
Глобальна макро-фінансова стабільність	Може похитнутись завдяки регіоналізації валютних криз, коли окрема країна не має достатніх обсягів резервів для протидії валютній дестабілізації	Вразлива до глобально-центричних шоків потоків капіталу, коли окремі країни неспроможні запобігти втечі капіталів з перегрітих ринків активів	Стає більш залежною від портфельних рішень групи центробанків, а також є більш чутливою до змін у виборі «резерв-валютний курс» в разі глобально-центричних шоків капіталу	Вкрай чутлива до портфельних рішень групи центробанків, оскільки останні спроможні глибоко впливати на відносні доходності в розрізі класу активів відповідно до неринкових мотивів поведінки

Зміни в щільності розподілу мотивів управління резервами генерують додаткову волатильність на глобальних ринках капіталу. Концентрація ж величезних резервів розширює діапазон волатильності завдяки появі елементів стратегічної поведінки в управлінні резервами, орієнтації на неринкові портфелі і, що саме головне, виникненню так званих «портфелів на один день», моделі яких добре відомі з аналізу фінансової глобалізації на основі інформаційного підходу¹¹⁴. В цьому розумінні з'являється певна дилема.

Відхід від традиційних резервних валют у нетрадиційні резервні валюти та неринкові портфелі теоретично повинен підвищити монетарну стабільність, оскільки центробанки-емітенти резервних валют стикаються з більш жорсткими умовами попиту на їхні грошові одиниці, завдяки чому підтримання занижених процентних ставок стає більш складним, або потребує значних розширень балансів. Глобальна грошова пропозиція повинна у такий спосіб гальмуватись через зміни у валютних курсах, які з'являються внаслідок переорієнтації попиту на альтернативні традиційним резервні активи.

У цей же час, чим більша кількість валют та фінансових інструментів втягуватиметься в поле портфельного підходу до управління значними резервами, тим більшою мірою світ стикатиметься із тим, що проблема «портфелів на один день» генеруватиметься не тільки приватними глобальними інвесторами, але й центральними банками. Посилення мультивалютності, яке на сьогодні фактично визнається завдяки зростанню попиту на

¹¹⁴ Даний підхід можна пояснити наступним чином. Фінансова глобалізація сприймається не як фізичне збільшення оборотів та транскордонної торгівлі, а як перманентне підвищення кількості доступних інструментів для інвестицій. Зростання значення кількості доступних інструментів призводить до зростання обсягу інформації, необхідної для оптимального портфельного рішення. Оскільки інформація не є безкоштовною, інвестори починають тяжити до економії на інформаційних витратах, формуючи портфелі без повного аналізу ризик-факторів. Також зростання кількості інструментів призводить до того, що ринки стають мультирівноважними. Умовам оптимальності, що задаються певним інвестором, може відповідати значна кількість портфелів. Перехід від одного портфеля до іншого є рухом в межах однієї і тієї ж рівноважної точки вибору, але такі переходи підвищують волатильність фінансових ринків в цілому. Особливо ризиковими такі переходи є там, де інформація з аналізу граничного інструмента в портфелі є обмеженою. 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.

інструменти в таких валютах як шведська крона, швейцарський франк, турецька ліра, бразильський реал тощо¹¹⁵, обмежуючи монополію вузького кола чинних резервних валют, справді має запуснути в дію механізми автоматичної корекції глобальної монетарної експансії. Але проблема полягає в тому, що це не відбувається на основі зниження попиту на резерви, а в рамках зміни моделі управління резервами, що продовжують зростати. Завдяки цьому мультивалютність не виконує стабілізуючої ролі на рівні глобальних монетарних взаємин, а підвищує хаотичність потоків капіталу і, як не дивно, загострює проблеми вільної торгівлі. Деномінація резервів в нетрадиційних валютах ставить питання про те, наскільки зміна факторів впливу на валютний курс буде співвідносити конкурентоспроможність країни-емітента таких валют з конкурентоспроможністю країн, що уникають підвищення курсів своїх валют щодо решти світу.

Зростаюче значення внутрішніх ринкових інструментів з фіксованим доходом в розрізі країн з середніми доходами також вказує на наявність розширення можливостей диверсифікації резервів у нетрадиційний спосіб. Підвищення значення локальних факторів впливу на процентні ставки вказуватиме на послаблення ролі детермінант, асоційованих із монетарними умовами провідних країн. Це знижує корельованість ринків, граючи на користь диверсифікації. Однак, такі країни досить сильно залежать від власної спроможності нагромаджувати резерви та уникати ревальвації. Звідси, диверсифікація резервів одними країнами посилюватиме тиск на резерви інших країн через приплив капіталу на їхні внутрішні боргові ринки. Такий механізм знижуватиме попит на традиційні резервні активи, внаслідок чого корекція глобальної грошової пропозиції мала би суттєво покращитись. Мультивалютність запроваджуватиме ряд автоматичних спонук до обмеження монетарної експансії глобального рівня.

Проте, диверсифікація резервів, що індукує збільшення резервів тих, на користь кого вона здійснюється, не гарантує підвищення макрофінансової стабільності. Більшість центробанків не мають можливості застосувати щодо внутрішніх ринків

¹¹⁵ Truman E. John Williamson and the Evolution of the International Monetary System // Institute for International Economics Working paper. – 2012. – WP 12-13. – P. 1-59.

кредитування останньої інстанції в масштабах, щоб гарантувати підтримку вартості активів. Вихід з таких ринків розширюватиме волатильність в цілому по глобальній економіці, тим більше, що вплив капіталів може відбуватись по каналах операцій центробанків з управління резервами. Зрушення у протилежний від мультивалютності бік аналогічно розхитуватиме ринки активів. Приклад ринку золота є найбільш показовим. Падіння попиту на метал з боку офіційних монетарних органів та його продаж рядом центробанків у 1990-х обернулось на цілковиту протилежність у 2000-х. Спочатку інтерес до золота зріс в світлі потреб диверсифікації резервів. Після глобальної фінансової кризи так звані неконвенціональні монетарні режими в сукупності із борговою кризою розвинутих країн спровокували злет попиту на золото, яке почало розглядатись «безпечним активом» для збереження вартості резервів із потенціалом її зростання. Сегментація мотивів управління резервами відіграла не останню роль в нарощуванні частки металу в резервах багатьох країн. На початку 2013 р. свідчення, що ринок золота потенційно генерує нову бульбашку, почали гальмувати ціни. В таких умовах обвал ринку може позбавити ефективності ті портфельні стратегії, які передбачали формування «стабільної вартості» валютних резервів.

Нестабільна мультивалютність в світлі моделі немонетарних лімітів експансії резервів

Мультивалютність за зростаючого попиту на резерви та ускладнення мотивів управління ними не привносить у світ більше стабільності, а, навпаки, засвідчує широкі можливості для односторонніх некооперативних ігор. Такі ігри ще не означають хаос напряду, але є явним рухом в протилежний бік навіть щодо тієї моделі глобального монетарного порядку, в якій автоматизм корекції односторонніх дій простежувався принаймні на теоретичному рівні. Оскільки в рамках експансії глобалізації не існує обмежень на визначення достатнього обсягу резервів¹¹⁶,

¹¹⁶ Це пов'язано із проблемою ендогенності. В самій простій формі достатність резервів вимірюється чи в тижнях імпорту, чи у співвідношенні до величини короткострокового зовнішнього боргу. Оскільки глобалізація передбачає нарощування фінансової відкритості, то база прив'язки обсягів

триваючий попит на них не гарантує, що світ буде ізольований від криз, природа яких є іншою у порівнянні з тією, яка є спонукальним мотивом до гіпертрофії зовнішніх активів центробанків.

Фрустрація екзогенних критеріїв визначення достатності резервів, стаючи гносеологічною основою обґрунтування їх перманентного зростання, а також втрата зв'язків між приростом резервів, внутрішньою грошовою пропозицією та інфляцією призводить до того, що на глобальному рівні вірогідна межа нагромадження зовнішніх активів не є монетарною в розумінні механіки функціонування міжнародної валютної системи та навіть логіки макроекономічних рішень центральних банків. Така межа стає дедалі більше залежною від того, як центральний банк, що проводить політику нагромадження резервів, спроможний компенсувати свої фінансові втрати і тим самим зняти фіскальний тягар гіпертрофії зовнішніх активів¹¹⁷. Проблема тут полягає в тому, що запобігання фінансовим втратам напряду впирається в обмеження руху курсу вгору, а також у витрати стерилізації. Дослідження конкурентного нагромадження резервів підтверджують, що попит на резерви підтримуватиметься доти, доки країна-лідер опортуністичної максимізації зовнішніх активів матиме найнижчі втрати від стерилізації¹¹⁸. Це не означає, що всі інші припиняють нагромадження резервів. Процес триватиме, але із вищими втратами, що може обмежувати попит, але не ліквідує його повністю. З цього випливає, що значення портфельних підходів до збереження вартості резервів та підвищення їх доходності зростає, підштовхуючи до мультивалютності, яка, як

достатності резервів завжди рухатиметься вгору. У більш складній інтерпретації ситуація буде передбачати прив'язку резервів до валових потоків капіталу, характеру ризиковості та ступеня невизначеності у глобальному фінансовому просторі тощо. Але зміст від цього не міняється. Рівноважний обсяг резервів при застосуванні більш складних підходів визначається на ще вищому рівні. А оскільки між самими резервами та невизначеністю у глобальному фінансовому просторі існує зв'язок, то ендогенність в нагромадженні резервів передбачатиме, що за збереження принципу обґрунтування попиту на резерви його зростання наперед буде прив'язане до траєкторії розвитку глобальної економіки.

¹¹⁷ Зростання ролі фінансових критеріїв управління резервами порівняно з монетарними безпосередньо впливає з виявлених масштабів втрат. Втрати від гіпертрофії резервами ще до кризи сягали відсотків ВВП. Див.: Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // NBER Working Paper. – 2006. – №11952. – P. 1-26.

¹¹⁸ Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. - №13277. – P. 3-19.

показано вище, не гарантує макрофінансової стабільності. Також з цього випливає, що запобігання ревальвації закладається в логіку поведінки певного центробанку, відштовхуючись від спроможності країни-лідера конкурентного нагромадження продовжувати цю політику. На колективному рівні це загострює проблему багатосторонньої курсової гнучкості, або, іншими словами, консервує глобальні фінансові дисбаланси.

Встановлення орієнтирів нагромадження резервів не на основі монетарних чи макрофінансових міркувань, а на основі збереження їх вартості, допускатиме наявність певної точки рівноваги в обсягах зовнішніх активів, позиція якої визначатиметься іншими факторами, ніж у випадку функціонального попиту на них¹¹⁹. Рис. 12 демонструє рівноважну модель, що ув'язує вигоди і втрати від володіння резервами відповідно до масштабів інтеграції країни з глобальною економікою та ступеня наближення обмінного курсу до паритету купівельної спроможності.

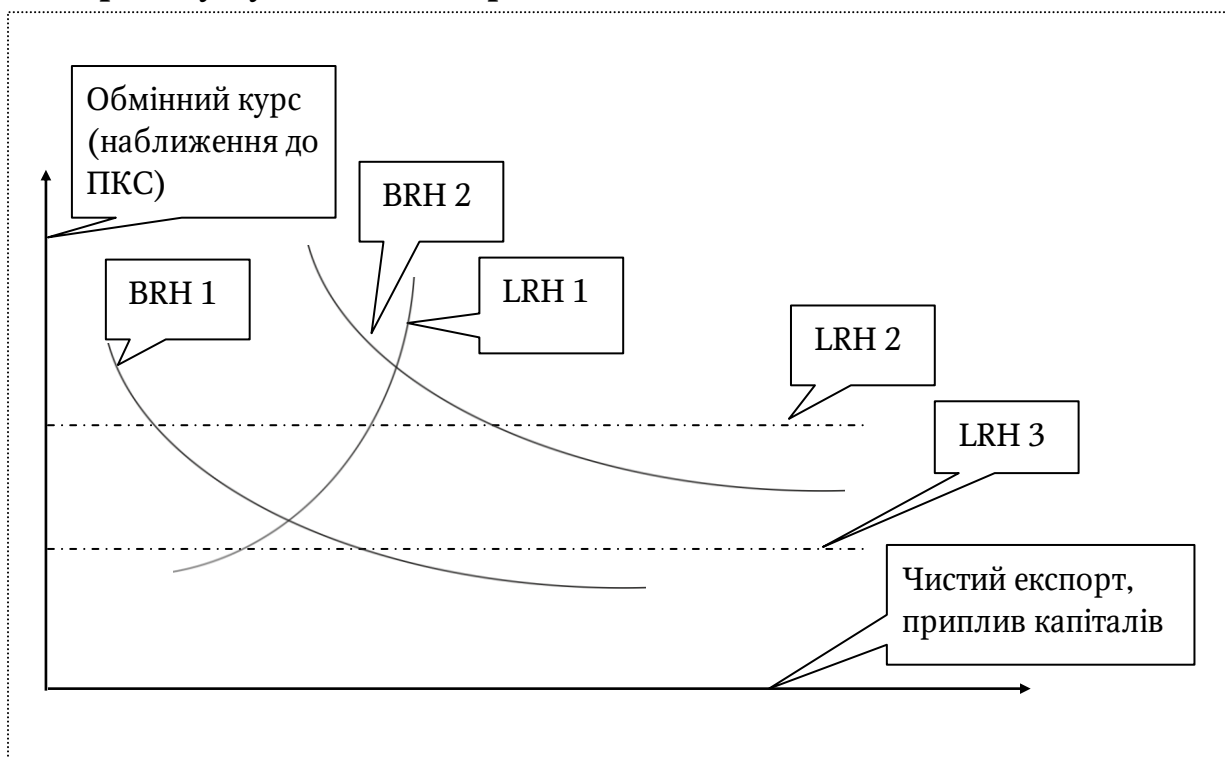


Рис. 12. Рівноважні обсяги резервів в залежності від втрат і вигод від володіння ними

¹¹⁹ Наприклад, авторська модель попиту на резерви (GCM-RA) показує, що їх рівноважне значення диктується ризиками валютних криз та імперфекціями глобальних ринків капіталу. Див.: Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – С. 412-414.

На рис. 12 рівноважна модель складається з наступних складових:

вісь OX – обсяги чистого експорту країни та акумульована величина чистого припливу капіталів. Разом вони відображають ступінь відкритості економіки впливу глобальним процесам, а поруч з цим – можливості для нагромадження резервів;

вісь OY – обмінний курс. Рух курсу в гору еквівалентний зміцненню обмінного курсу. Припускається, що рух курсу вгору є наближенням до ПКС, оскільки для більшості країн, що активно нагромаджують резерви, номінальне курсове співвідношення є значно нижчим, ніж паритет купівельної спроможності. Також саме із швидкістю наближення курсу до ПКС асоціюються різке погіршення конкурентоспроможності й підвищення ризику валютних криз для країн з ринками, що формуються, в силу чого валютні резерви нагромаджуються з метою самострахування;

крива BRH (*benefits of reserve holdings*) – вигоди від володіння резервами. Вона є спадною, оскільки допускається, що чим більш заниженим є курс до ПКС, тим більшою мірою країна може розраховувати на підтримання значного чистого експорту. Приплив капіталу у таку країну також може бути значним як по каналах ПІІ (дешеве виробництво), так і по каналах портфельних інвестицій (достатній запас міцності платіжного балансу, що зменшує валютний ризик припливу капіталу). З іншого боку, чим більш відкритою стає країна, тим більшою мірою вона пред'являє попит на валютні резерви з метою самострахування. Тобто спадний характер кривої (по фактору валютного курсу) відображає можливості нагромаджувати резерви, а рух вздовж вісі OX засвідчує вигоди від них, що приростають внаслідок підвищення відкритості;

крива LRH (*losses of reserve holdings*) – втрати від володіння резервами. Вона є зростаючою, оскільки відображає, що чим вищі нагромаджені обсяги резервів, тим більшою мірою підвищення валютного курсу призводить до зниження їх вартості, вираженої у внутрішній валюті. Це еквівалентно чистим втратам капіталу внаслідок переоцінки їх вартості. Для спрощення моделі передбачається, що зміцнення курсу є єдиним фактором втрат від володіння резервами. Втрати, пов'язані із стерилізацією резервів не

розглядаються. Тобто, чим міцнішає курс, тим вищі втрати. Аналогічно, чим вищі обсяги резервів, тим вищі втрати від зміцнення курсу.

Рівновага у моделі передбачає, що існує такий рівень валютного курсу та відкритості економіки, за яких вигоди та втрати від володіння резервами будуть еквівалентними. В точці рівноваги додатковий попит на резерви теоретично повинен припинитись.

Оскільки країна водночас прагне продовжувати експансію (її попит на резерви повинен зсуватися вправо (рух від лінії *BRH 1* до лінії *BRH 2*)) та запобігати втратам від володіння зовнішніми активами, то вибір сталого номінального курсу, заниженого щодо ПКС, дозволить суттєво підвищити можливості нагромаджувати резерви без втрат. Зміщення кривої *LRH 1* у горизонтальний стан демонструє виникнення переваги монетарної політики, що запобігає руху курсу вгору. Так, лінія *LRH 2*, хоч і розташована горизонтально, але є вищою за точку рівноваги. За даного рівня валютного курсу можливості нагромаджувати резерви різко обмежуються. Зміщення цієї лінії вниз змінює ситуацію. Лінія *LRH 3* розташована нижче за точку рівноваги зі змінним курсом. Завдяки цьому країна може мати значно вищі обсяги резервів. Рух вниз по кривій *BRH 1* підтверджує це. У той же час зміщення попиту на резерви вправо (крива *BRH 2*) вказує на те, що можливості нагромаджувати резерви зростають радикально саме завдяки тому, що втрати від володіння ними є фіксованими.

Екстраполяція даної моделі на чинні глобальні монетарні взаємини дозволяє зробити декілька невітшних висновків:

якщо фінансові втрати від володіння значним обсягом резервів є критерієм управління ними, а уникнення граничного попиту на них не є резонним з макрофінансової чи конкурентної точки зору, то країна тяжітиме до підтримання такого номінального курсу, який був би нижчим від того, за якого досягається рівновага між втратами та вигодами від володіння ними;

оптимальний курс згідно даної моделі не буде курсом рівноваги, а співвідношенням, яке дозволить продовжувати процес нагромадження резервів. Тобто країна завжди буде схильна уникати ревальвації не тільки з макроекономічних, але і з

фінансових міркувань. І чим більшими будуть резерви, тим більшою мірою фінансові міркування ставатимуть вагомим аргументом в логіці здійснення монетарної політики в координатах чинних глобальних монетарних взаємин;

підтримання оптимального курсу є простішим, аніж пошук варіантів портфельного управління резервами, яке би дозволило компенсувати втрати від гнучкого курсового режиму. Тобто рух до мультивалютності буде стримуватись рядом інерційних моментів, пов'язаних із поширенням практик активного портфельного менеджменту;

колективне уникнення підвищення курсу та його встановлення на рівні, що є нижчим за рівноважне значення при гнучкому курсоутворенні, призводить до консервації глобальних фінансових дисбалансів та відсутності контролю за кількісними змінами в обсягах глобальної грошової пропозиції;

оптимальна національно-центрична політика призводить до погіршення колективного результату, оскільки усі країни не можуть водночас утримувати курс, занижений до ПКС, та збільшувати попит на резерви без змін в платіжному балансі та стані зовнішніх зобов'язань країн-емітентів резервних валют;

як і модель конкурентного нагромадження резервів даний підхід передбачає певний кінцевий стан цього процесу, виражений досягненням стану рівноваги. Але як тільки прагнення відтермінувати досягнення цього стану стає колективним, приріст резервів починатиме породжувати глобально-центричні негативні зовнішні ефекти, які можуть активізувати пошуки варіантів зміни даної моделі поведінки в цілому.

Вихід за рамки колективної проблеми гонитви за резервами перш за все ставить питання про перспективи резервних валют в глобальній економіці. Попри те, що тенденція до послаблення провідних резервних валют вказує на відкриття вікна можливостей для просування валют-конкурентів, глобальна фінансова криза загострила проблему розриву зв'язку між можливостями підтримання резервного статусу валют в коротко- та довгостроковому періоді.

2.2. Резервний статус валюти: «специфічні сервіси», темпоральні обмеження та відкладені ризики

В короткостроковому періоді підтримання резервного статусу спирається на ряд відомих факторів. Інерція в підтриманні резервної валюти з боку центробанків, що прагнуть уникнути фінансових втрат, підвищення глобальних макрофінансових втрат внаслідок раптового виходу з резервної валюти, ефект мережі та доступність прийнятних альтернативних резервних активів вказують на те, що різкі зміни в глобальних монетарних взаєминах не є високо вірогідними. Більш формальне розуміння цього явища передбачає, що в умовах, коли вже значні обсяги резервів нагромаджені, а збереження їх ліквідності та ринкової вартості є важливим критерієм управління зовнішніми активами центробанків і конкуренції між резервними валютами (не стільки з міркувань втілення належності до валютного блоку, скільки з міркувань пропозиції набору характеристик резервних валют / активів, що є прийнятними для центробанків, які сегментують мотиви управління своїми резервами), традиційні критерії резервної валюти не спрацьовують.

Підтримання резервного статусу в короткостроковому періоді

Резервна валюта, що конкурує з іншими, повинна аналізуватись з точки зору інших критеріїв, ніж ті, які висунуті як базові для ідентифікації передумов віднесення валют до резервних. З огляду на розвиток посткризової ситуації резервний статус валюти найкраще описуватиметься чотирма складовими¹²⁰:

можливості центрального банку-емітента «надавати послуги» глобального кредитування останньої інстанції;

¹²⁰ Запропонований нами підхід до аналізу позицій резервних валют спирався на припущення, що підтримання резервного статусу задається двома факторами: вигоди резервної валюти, пов'язані з ефектом масштабу, ефектом мережі; втрати від «виходу» з резервної валюти. У такий спосіб демонструється, що за вже нагромаджених значних зовнішніх активів підтримання резервного статусу не пов'язано виключно з характеристиками економіки країни-емітента. Див.: Козюк В.В. Позиції резервних валют: теоретичний вимір та посткризові зрушення // Економіка України. – 2012. - №7. – С. 55-69.

глибина фінансового ринку / доступність та ліквідність резервних активів;

фіскальний простір як фактор забезпечення інвеститабельності резервних активів та як фактор спроможності надання підтримки фінансовому сектору без ризику погіршення боргової стійкості, що позитивно позначатиметься на якості резервних активів;

втрати «виходу» з резервної валюти.

З огляду на те, що вартість активів та їх ліквідність є ключовими факторами ефективної роботи фінансової системи, попит на інвеститабельні фінансові інструменти буде визначатись саме тим, наскільки вони вміщують указані характеристики. Оскільки фінансові шоки перш за все погіршують ліквідність фінансових установ, інструментів та обвалюють ринок активів, то саме від того, наскільки центральний банк буде спроможний вдатись до кредитування останньої інстанції залежатимуть конкурентні переваги ринку та валют, у яких деномінуються такі активи. Для управління масштабними валютними резервами це має принципове значення, адже, як показано вище, із граничним приростом резервів потреба у забезпеченні збереження їх вартості тільки підвищується. Звідси випливає, що резервна валюта, у якій деномінуються активи, є тим більше приваблива, чим більшою мірою щодо таких активів можна розраховувати на кредитування останньої інстанції. При цьому, таке кредитування має мати глобальний характер. Завдяки значному закордонному обігу резервної валюти стиснення ліквідності у ній на окремому ринку автоматично тягне за собою реакцію усіх інших ринків, на яких торгуються активи, деноміновані у даній валюті. Впевненість у спроможності центрального банку надавати екстрений доступ до ліквідності в усьому світі є опосередкованою гарантією, що фінансові інструменти, які оригінуються на внутрішньому ринку країни-емітента резервної валюти, матимуть характеристики, які влаштують монетарні органи, які пошукують надійності та ліквідності для нагромаджених зовнішніх активів.

Контрастуючий приклад ФРС та ЄЦБ є яскравим свідченням цього. ФРС ще до кризи зарекомендувала себе як центральний банк, що активно реагує на бульбашку після того, як вона лопає.

Масштабні акції із підтримки доларової ліквідності (свопові лінії із провідними центробанками 2008-2009 рр.) переросли в програми кількісного пом'якшення, які зорієнтовані на викуп активів. Таку модель поведінки емітента резервної валюти можна вважати свідченням його готовності в необмежених масштабах здійснювати кредитування останньої інстанції, що посилює конкурентні переваги долара та активів, деномінованих у них. При цьому, ємність американського ринку дозволяє, щоб інфляція не відреагувала достатньо швидко на подібні кроки, створюючи передумови для того, щоб уся кількісна експансія не призводила виключно до номінальних змін вартості активів, а підтримувала їх у реальному вимірі. Більш консервативна стратегія ЄЦБ, навпаки, позначилась на тому, що активи в євро виявились вразливими до втрати ліквідності, а фінансові інституції зони євро – до втрати платоспроможності. У 2009 р. ЄЦБ розпочав програму довгострокового рефінансування, чого виявилось недостатньо для підтримки ринку активів. Зміна стратегії ЄЦБ у 2011 р. в напрямку активації програм викупу активів та підтримки їх ліквідності дещо заспокоїла інвесторів. Але ряд інституціональних та поведінкових обмежень не дозволяє Європейському центральному банку продемонструвати готовність до радикальних змін в балансовій політиці і втілити підхід глобального кредитування останньої інстанції.

Глибина фінансового ринку та доступність інвеститабельних активів хоч і не належить до новітніх складових підтвердження резервного статусу, проте залишається однією з принципових. Масштаби глобального попиту на резерви передбачають, що в разі, коли ринок резервних активів буде занадто мілкий, попит на них просто не зможе бути задоволений фізично¹²¹. Криза суверенного боргу в ЄВС та дискусії з приводу запровадження централізованих схем емісії облігацій інтеграційного об'єднання чітко показали, що спроможність євро нарівні конкурувати з долларом підривається саме фактором сегментації боргових ринків в Європі¹²². Чутливість

¹²¹ Cooper R. The Future of the Dollar // Institute for International Economics Policy Brief. – 2009. – PB09-21. – P. 1-6.

¹²² Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. - №444. – P. 1-

інвесторів, а особливо репрезентативної більшості центральних банків, до суверенних ризиків позначаються на зовнішньому попиті на активи у євро, що ще до кризи розглядались як резервні. Також розширення діапазону коливань спредів всередині ЄВС допускає, що окремі центробанки із специфічними мотивами портфельного підходу до управління резервами можуть спонтанно входити і виходити на борговий ринок тих країн, інструменти яких в чистому вигляді не відповідають конвенціональним критеріям розміщення зовнішніх активів. Подібні рішення суттєво викривлюють цінові сигнали і привносять елементи нестабільного зовнішнього оточення боргової політики, яка, насправді, підвищує ризики управління державним боргом: у випадках превалювання ризикової поведінки з орієнтацією на високу доходність навіть слабка фіскальна позиція не виключатиме можливості підвищення рівня державного боргу; у випадках превалювання несприйняття ризику і орієнтації на ліквідність інструментів та їх вартість навіть прийнятна фіскальна позиція може підірватись через труднощі у сфері рефінансування. Розгляд можливих резервних валют не знімає актуальності даної проблеми.

Фіскальний простір, як критерій підтримання резервного статусу валюти, не вважався важливим в теорії міжнародної монетарної економіки. Абстрактного визначення макроекономічної стабільності було достатньо для пояснення того, чому велика країна із здоровою макрополітикою може претендувати на роль емітента резервної валюти. Ситуація суттєво змінилась саме в світлі істотних структурних змін в середовищі фіскальної політики, а також з огляду на те, що зростаючий попит на резервні активи в умовах нагромадження фіскальних ризиків практично в усіх центрах емісії резервних валют засвідчує, що «дилема Триффіна» набуває фіскального виміру. Серед основних причин зростаючого значення фіскального простору в підтриманні глобального монетарного лідерства варто виділити наступне:

рівні державного боргу в більшості розвинутих країн вийшли далеко за межі довгострокових медіанних значень, наблизившись

якщо не до історичних максимумів, то – до діапазону 90-120% ВВП, в рамках якого макрофіскальні закономірності істотно змінюються, підвищуючи вразливість країни до боргової кризи та пригнічуючи економічне зростання¹²³;

масштаби фінансового сектора засвідчили, що в разі настання періоду нестабільності потенційні обсяги допомоги, а також фіскальні розриви справляють настільки потужний вплив на позицію нетто-позичальника, що країна повинна завжди мати певний запас боргової стабільності для підвищення рівня боргового навантаження з метою додання наслідків фінансових шоків. Практично більшість фінансових, а особливо банківських криз, закінчувались різким підвищенням рівня державного боргу¹²⁴, що повинно враховуватись в рамках підтримання боргової позиції, консистентної з довірою до суверенної платоспроможності з боку центральних банків, що розміщують в боргових інструментах свої зовнішні активи;

фіскальний простір повинен бути достатнім також для того, щоб кредитування останньої інстанції не виглядало як примітивна монетизація бюджетного дефіциту, необхідна в умовах неспроможності виходу на ринок капіталів за існуючих процентних ставок та надбавок за ризик;

фінансовий сектор із значною валовою зовнішньою позицією є вразливим до зміни платоспроможності закордоном, завдяки чому неспівпадіння валютної структури активів і пасивів не завжди може бути компенсовано кредитуванням останньої інстанції, яке, в чистому вигляді, можливе тільки в національній валюті¹²⁵ (за

¹²³ The Good, The Bad, And the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Chapter 3. // IMF World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2012. – Oct. – P. 1-29.; Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Debt Overhangs: Past and Present // NBER Working Paper. – 2012. - №18015. – P. 1-29.

¹²⁴ Frydl E. The Length and Costs of Banking Crises // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/30. – P. 1-36.; Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises: a New Database // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/224. – P. 1-46.; Rogoff K., Reinhart C. The Aftermath of Financial Crisis // NBER Working Paper. – 2009. - №14587. – P. 1-38.; Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Debt Overhangs: Past and Present // NBER Working Paper. – 2012. - №18015. – P. 1-29.; Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. How Effective is Fiscal Policy Response in Systematic Banking Crisis // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160. – P. 1-39.; Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. Restoring Debt Sustainability After Crisis: Implications for the Fiscal Mix // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/232. – P. 1-36.

¹²⁵ Так, британський економіст В. Б'ютер зазначає, що у випадку, коли фінансовий сектор країни має дуже високе значення валової зовнішньої позиції, то спроможність національного центрального банку ефективно виконати роль кредитування останньої інстанції є обмеженою. Значний закордонний обіг валюти може допомогти в цьому плані, зокрема через те, що політика заохочення

виключенням випадків, коли центральний банк володіє значними зовнішніми активами, які може спрямувати на рефінансування зобов'язань в іноземній валюті з боку резидентів). Можливості збільшення суверенного зовнішнього боргу дозволятимуть компенсувати структурні обмеження балансової політики центрального банку. Але такі можливості з'являються тільки в разі достатнього фіскального простору та довіри ринків до боргової політики;

агресивні операції центрального банку із підтримання ринку активів (наприклад, внаслідок реалізації неконвенціональних монетарних режимів) можуть призводити до суттєвого погіршення його фінансового стану, компенсація чого напряму впливає на стан публічних фінансів.

З вищесказаного випливає, що в світі, де приватна ліквідність є більш значущим фактором визначення глобальних фінансових кондицій, боргова стабільність є не менш важливою умовою ефективного функціонування системи резервних валют¹²⁶. Без достатнього фіскального простору емітентів резервних валют глобальна ліквідність стає вкрай вразливою до раптових стиснень в шоківі періоди, а проциклічна сила такого стиснення зростатиме мірою розвитку процесів фінансової глобалізації.

«Втрати» виходу з резервної валюти також не розглядались як критерій підтримання її поточного статусу. Втім, чим більшою мірою зростає попит на валютні резерви а самі вони концентруються, тим більшою мірою глибокі зміни в політиці управління ними матимуть зовнішні наслідки. Раптовий обвал попиту на резервні активи чи їх гарячковий розпродаж, навіть за погіршення фіскальної стабільності їх емітентів, швидше за все

припливу капіталу у власній валюті може суттєво полегшити кредитування останньої інстанції. Без резервного статусу валюти і центробанку, що може ефективно реалізувати масштабні акції із підтримки фінансового сектора, активи чи пасиви якого деноміновані в іноземну валюту, фінансові шоки потребують значних фіскальних вливань, які можуть бути явно не сумісними із поточною борговою ситуацією. Через це чим більш розвинутий є фінансовий сектор країни, тим більшою мірою він повинен ховатись під захисну парасольку центрального банку-емітента резервної валюти. Див.: Buiters W., Sibert A. New Theories of Optimum Currency Areas and Their Application to Poland's Adoption the Euro: the Asymmetric-shocks-on-its-head and the Lender-of-last-resort Theories of Optimal Currency Areas // London School of Economics and Political Science Brief. – 2008. – Oct. – P. 1-16.

¹²⁶ Obstfeld M. International Liquidity: The Fiscal Dimension // Monetary and Economic Studies. – 2011. – Nov. – P. 33-48.

погіршить колективний результат. Стрибок ставок та колапс ліквідності в країні емісії резервних валют передаватиметься глобальній економіці по цілому ряду каналів. Стиснення споживання та інвестицій через мультиплікатор імпорту звужить випуск в решті світу. Труднощі у фінансовій системі обмежать приплив капіталу на решту ринків і спровокують їх вплив. Втрата добробуту (ефект вартості активів) погіршить очікування та виступить стримуючим фактором витрат на середньострокову перспективу. Невизначеність на ринках посилить нестабільність, амплітуда якої розхитуватиметься з огляду на те, що актуалізація прямих збитків від втрати ліквідності по класу активів, що класифікуються як резервні, матиме каскадний характер.

Можна зробити висновок, що в умовах гіпертрофії валютних резервів резервні валюти одержують додатковий захисний механізм. Він не гарантує імунітету від зміни попиту на них в довгостроковому періоді, але в короткостроковому періоді взаємозалежність центробанків-власників масштабних резервів та центробанків-емітентів резервних валют включно з урядами-емітентами резервних активів суттєво звужуватиме виграш від односторонніх некооперативних ігор. Водночас, це є наслідком не стільки того чи іншого неявного порядку (в даному випадку мова не може йти про експліцитний порядок, що врегульовує з тим чи іншим рівнем автоматизму відносини між указаними сторонами у певний погоджений спосіб), скільки продуктом конкурентних протистоянь, силовий потенціал яких спирається на відмінні функціональні властивості.

Графічна модель підтримання резервного статусу валюти спирається на: визначення площини, розширення якої означатиме посилення даного статусу, а звуження – його послаблення (рис. 13).

На діаграмі, представлений на рис. 13, кожна з чотирьох площин означає певний набір можливостей підтримання резервного статусу валюти. Розширення площини – рух від центру діаграми, тобто зростання кількісного виміру фактора – означатиме підвищення стабільності статусу резервної валюти. Звуження площини – навпаки.

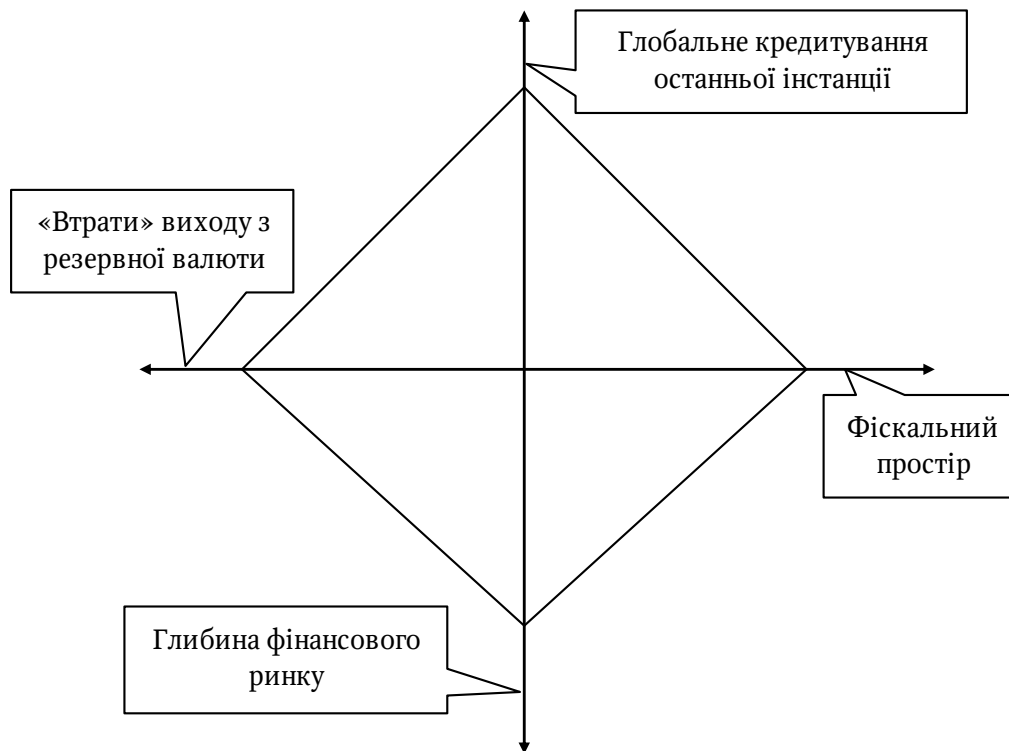


Рис. 13. Діаграма підтримання резервного статусу валюти в короткостроковому періоді

Розміщення на діаграмі позицій декількох валют дозволить побачити конкурентні переваги кожної з них в розумінні імпліцитного вміщення у таких перевагах «додаткових сервісів», або, іншими словами – додаткових гарантій реалізації можливостей задоволення попиту на резерви та збереження їх ліквідності та ринкової вартості. Також указана діаграма дозволить ідентифікувати зони ризику підтримання резервного статусу та оцінити варіанти економічної політики, зорієнтованої на підтримку такого статусу (в разі, якщо це є складовою доктрини участі країни в глобальних монетарних взаєминах), або ж визначити вразливість країни-емітента до потенційних змін в політиці нагромадження резервів третіми центробанками. Позиціонування на діаграмі долара США, євро, британського фунта, швейцарського франка, єни та юаня вказує на наявність значних асиметрій між потенціалами конкуренції за підтримання резервного статусу, що, однак, не виключає активізації інших ефектів, наприклад диверсифікації, на триваліших часових горизонтах (див. рис. 14).

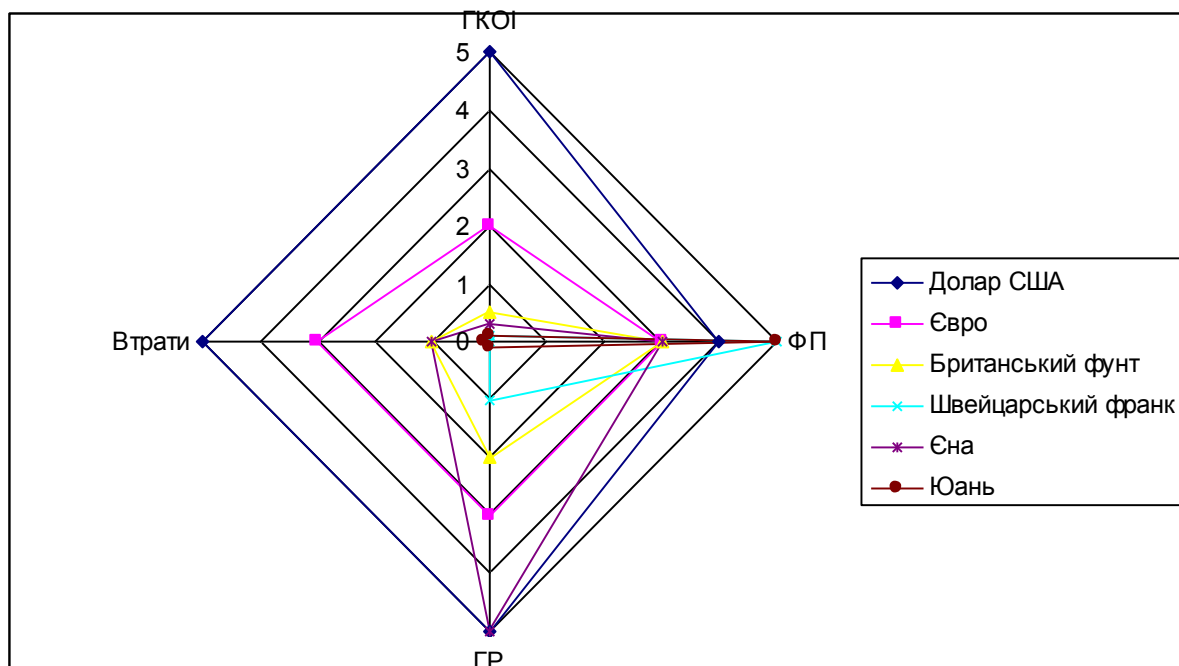


Рис. 14. Позиції резервних валют

У короткостроковому періоді, як видно з позицій резервних валют, можна спостерігати збереження асиметричного лідерства за доларом та євро, тоді як решта валют (за виключенням юаня) можуть розглядатись як вузько нішеві валюти з обмеженим ефектом диверсифікації. Долучення до цього переліку ще ряду валют передбачатиме посилення тенденції до мультивалютності. Втім, з огляду на брак глибини ринку розширення переліку валют, у яких розміщуються резерви, скоріше буде компенсувати вразливість долара та євро за певними критеріями, наприклад, фіскальної нестабільності. При збереженні мотивів до нагромадження резервів мультивалютність не гарантуватиме повернення до автоматизму корекції грошової пропозиції. Посилення орієнтації на портфельний підхід в управлінні резервами навряд чи привнесе вигоди від неї. Такі вигоди не матимуть фундаментальних монетарних наслідків (контроль за глобальною грошовою пропозицією, її корекція з допомогою валютних курсів тощо) і не виключатимуть самопідтримання глобальних дисбалансів.

Резервний статус в довгостроковому періоді: роль змінних масштабу та природа темпорального конфлікту

У довгостроковому періоді підтримання статусу резервних валют найвірогідніше описуватиметься зовсім іншими закономірностями. Як показує А. Субраманіан, резервний статус валюти визначається виключно економічним домінуванням. Під ним розуміється відносна частка такої країни в глобальному ВВП, торгівлі та потоках капіталу. Інерційне підтримання статусу резервної валюти доповнює економічне домінування. Формально це подається у вигляді індексу економічного домінування (від англ. – *economic dominance index*), обрахунок якого спирається на частку ВВП країни, торгівлі та її ролі в потоках капіталу у відповідних глобальних показниках (див. табл. 15).

Таблиця 15. Індекс економічного домінування для трьох країн лідерів, 1870-2010 рр.

Роки	Країни та значення індексу		
1870	Велика Британія	Німеччина	Франція
	20,5	11,5	8,5
1913	Велика Британія	Німеччина	США
	16,5	14,75	12,5
1929	США	Велика Британія	Німеччина
	16,5	12,5	11
1950	США	Велика Британія	СРСР
	20	7,5	4,9
1973	США	Німеччина	Японія
	16	9,5	7,5
2000	США	Японія	Німеччина
	16	9,5	6
2010	Китай	США	Німеччина
	11,5	10,5	6

Примітка: Індекс (змінюється від 0 до 100) враховує частку країни у глобальному ВВП (вагове значення 0,35), торгівлі (відповідно, 0,6), чистому експорту капіталу (0,05).

Джерело: Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 32.

Кожен з цих трьох індикаторів та індекс, що їх поєднує, засвідчують однозначний зв'язок із часткою валюти в структурі глобальних валютних резервів у довгостроковому періоді. На відміну від більшості інших досліджень, що звертали увагу на період плаваючих курсів, підхід Субраманіана враховує так званий «новий» погляд на резервні валюти і охоплює період 1900-2011 рр.¹²⁷. Зважаючи на «новий» підхід в екстраполяції на перспективи юаня, Субраманіан робить висновок, що досягнення співмірності в економічному домінуванні США та Китаю означатиме близьке в часі переформатування монетарної моделі світу. Причому, з огляду на більш швидкий сучасний розвиток, порівняно з міжвоєнним періодом, лаг між досягненням економічного домінування та досягненням резервною валютою статусу лідера буде коротший, порівняно з випадком США та Великої Британії.

Незважаючи на те, що в довгостроковому періоді виключне значення мають критерії економічного домінування (розширена інтерпретація поняття величини трансакційної зони), як це показують не тільки емпіричні розвідки Субраманіана¹²⁸, конфлікт між такими критеріями та критеріями, що діють у короткостроковому періоді посилюватиметься. Наприклад, в рамках «нового» підходу до теорії резервних валют Б. Ейченгрін наголошує: тенденція до домінування однієї резервної валюти, що спирається на ефект мережі і переваги «того, хто робить перший крок» (від англ. – *first step mover*), є переоціненою; критерії масштабу економіки можуть швидко переважувати дану тенденцію,

¹²⁷ Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 1-33.

¹²⁸ Chinn M., Frankel J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency // G7 Current Account Imbalances Sustainability and Adjustment. – Chicago: University of Chicago Press, 2007.

У даному дослідженні, на відміну від розвідки А. Субраманіана, пояснювальні критерії не зводяться виключно до індикаторів економічного домінування. Зокрема, беруться до уваги інфляційні диференціали, рівень девальвацій та оборот валютних ринків. Втім, їхнє дослідження охоплює період 1973-2007 рр. Специфіка періоду полягає у тому, що він охоплює практично весь постбретонвудський час, коли вибір резервної валюти не зводився до масштабів трансакційної зони виключно з огляду на проблеми із підтриманням монетарної стабільності навіть в країнах-лідерах. Але також слід визнати, що показники економічного домінування, аналогічно як і в роботі Субраманіана, вказують на вагомість відносного значення масштабів економіки країни-емітента резервної валюти.

і в рамках даного критерію глибина фінансового ринку відіграє вирішальне значення (на відміну від значення торгівлі в роботі Субраманіана); монетарне лідерство не є виключним, воно може і втрачатись, і відновлюватись¹²⁹. Також слід відзначити, що ступінь конфліктності суттєво визначатиметься траєкторією попиту на резерви. Іншими словами, якщо якийсь окремих учасник конкурентної гіпертрофії резервів змінює стратегію поведінки, наприклад шляхом просування власної валюти як резервної, то це неминуче позначиться на тому, як критерії підтримання резервного статусу у короткостроковому періоді послаблюватимуться на користь нового лідера у довгостроковому періоді. З іншого боку, критерій глибини фінансового ринку також не усуває конфлікту між тенденцією до підтримання резервного статусу валюти у коротко- та довгостроковому періоді. Кредитування останньої інстанції підтримує ринок активів, створюючи конкурентну перевагу, значення якої неможливо переоцінити в умовах панування орієнтації на ліквідність та вартість резервних активів. Але при цьому конкурентне поглиблення фінансових систем в інших частинах світу допускатиме зміну рамкових умов функціонування ринку резервних валют в довгостроковому періоді.

Наявність темпорального конфлікту та чутливість його інтенсивності до цілого ряду структурних рис лідерів і суб-лідерів глобальних монетарних взаємин вимагає уточнення будь-яких підходів, що апелюють виключно до критеріїв економічного домінування.

Перше. Швидкі структурні зміни в глобальній економіці суттєво послаблюють прогностичну ефективність апріорних теоретичних підходів. Виключна орієнтація в передбаченні та очікуванні змін в структурі глобальних монетарних взаємин на теоретично навантажений критерій здобуття та підтримання статусу резервних валют стає дедалі вразливішою до непередбачуваних змін в глобальній економіці. Найбільш вразливою така орієнтація стає до невизначеності з приводу того,

¹²⁹ Eichengreen B., Flandreau 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. – P. 1-48.; Chitu L., Eichengreen B., Mehl A. When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets // ECB Working Paper. – 2012. - №1433. – P. 1-43.

яку стратегічну позицію займуть лідери і суб-лідери ринку резервних валют (завоювання лідерства, втримання лідерства, вихід за межі нішевої стратегії тощо) і як країни, що формують попит на резерви, пристосовуватимуться до цього. Невипадково, що в ряді окремих праць з приводу майбутнього глобального монетарного устрою спостерігається зміщення у бік атеоретичних сценарних підходів, в межах яких допускаються варіації результатів¹³⁰. Позбавляючи себе відповідальності за розрив між теоретичним припущенням та емпіричним результатом, сценарні підходи мають суттєву перевагу. Вони враховують ефект зворотного зв'язку. Врахування сильних і слабких сторін поточної позиції і чітке розуміння стратегічної орієнтації дозволяє усім учасникам конкурентної гри вживати структурних реформ, спрямованих на підтримку власної грошової одиниці як міжнародної, що, скоріше, підкреслюватиме валідність «нового» погляду, запропонованого Ейченгріном, щодо двостороннього руху по траєкторії глобального монетарного лідерства.

Друге. Зростаюче значення вартості активів в портфельному менеджменті та визначенні базових макроекономічних траєкторій мало би підвищувати значення кредитування останньої інстанції в критеріях підтримання статусу резервної валюти. Орієнтація центробанку-емітента резервної валюти на агресивне згладжування шоків ринку активів виконує подвійну місію. Активи, деноміновані в резервну валюту, торгуються з імпліцитними монетарними гарантіями і якщо вони не мають прямого конфлікту з інфляційною нестабільністю, то їх відносно конкурентна перевага є очевидною. Вона тим більше очевидна, чим більше саме на якість фінансових інструментів сфокусований інтерес в країнах, що нагромаджують зовнішні активи по каналах і суверенного, і приватного попиту. Також згладжування шоків ринку активів виконує стабілізаційну функцію щодо внутрішнього ВВП. Оскільки

¹³⁰ Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. - №444. – P. 1-75.; Angeloni I., Sapir A. The International Monetary System is Changing: What Opportunities and Risks for the Euro? // Bruegel Working Paper. – 2011/11. – P. 1-19.; Euro, Dollar, Yuan Uncertainties. Scenarios on the Future of the International Monetary System // World Economic Forum World Scenario Series. – 2012. – June. – P. 1-36.

між фінансовими стресами та економічними спадами існує переконливий зв'язок¹³¹, то монетарна політика розширення ліквідності у постстресові періоди опосередковано є політикою підтримання масштабів трансакційної зони, особливо якщо кредитування останньої інстанції починає поширюватись на інші юрисдикції.

Водночас, політика згладжування фінансових шоків не означає, що це є найкращий монетарний спосіб підтримання макрофінансової стабільності. Триваючі дебати з приводу того, що краще – гальмувати роздмухування бульбашки на ринку активів, чи запобігати макроекономічним наслідкам колапсу ліквідності після того як бульбашка лопає – оголяють нові і нові моменти, які вказують на те, що політика нехтування фінансовими дисбалансами може призводити до суттєвих алокаційних спотворень¹³². Макрофінансова нестабільність може посилюватись тільки тому, що центробанк вчасно не зупинив фінансову бульбашку. За такою нестабільністю приховується невпевненість у якості активів, яка може швидко перерости у недовіру до агресивної стабілізаційної політики.

Іншою важливою проблемою є те, що центробанк-емітент резервної валюти, здійснюючи монетарну експансію з метою реанімації ринку активів і, на цій основі, стимулюючи економіку, перебуває в структурних обмеженнях глобальних фінансових дисбалансів. А) Підтримка ринку активів перш за все згладжує споживання. Б) Відсутність курсової корекції та зовнішній попит на

¹³¹ Mendoza E., Terrones M. An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/226. – P. 1-50.; Aykut D., Francis J. L., Tereanu E. The Cost of Private Debt Over the Credit Cycle // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/283. – P. 1-30.; Schularick M., Taylor A. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008 // NBER Working Paper. – 2009. - №15512. – P. 1-41.; Jorda O., Schularick M., Taylor A. Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances. – 2010. – Oct. – P. 1-43.; Jorda O., Schularick M., Taylor A. Leverage, Business Cycles, and Crises // NBER Working Paper. – 2011. - №17621. – P. 1-37.; Schularick M. 140 Years of Financial Crises: Old Dog, New Tricks // Free University of Berlin. – 2010. – Aug. – P. 1-26.

¹³² Borio C. Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters? // BIS Working Paper. – 2011. - №353. – P. 1-17.; Borio C. Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward // BIS Working Paper. – 2011. - №354. – P. 1-37.; White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – №205. – P. 1-20.; White W. Credit Crises and the Shortcomings of Traditional Policy Responses // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. - №48. – P. 1-34.; White W. Should Monetary Policy “Lean or Clean”? // Fed of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper. – 2009. - №34. – P. 1-24.

резерви, як це вже було показано, одразу призводить до перерозподілу ліквідності, створюваної емітентом резервної валюти, на користь країн, що нагромаджують зовнішні активи у ній. Звідси асиметрична монетарна реакція на фінансові шоки скоріше призводитиме до підтримання платіжної нерівноваги, яка толерує стисненню частки ВВП країни-емітента резервної валюти в глобальному виробництві.

Нова модель банківської діяльності стає ампліфікатором даного процесу¹³³. Підвищення чутливості пропозиції кредитів до вартості активів призводить до того, що обсяги ін'єкцій ліквідності, оцінювані центробанком як необхідні, матимуть тенденцію до зростання і водночас до зростаючого перерозподілу на користь нагромаджувачів резервів. Звідси, стимулювання змін в обсязі внутрішнього кредиту на одиницю вимагає створення ліквідності в масштабах, які би значно перевищували потреби у ній, якби між балансом центробанку і пропозицією позик банківською системою був би більш традиційний зв'язок. Посередництво ринку активів та зовнішній попит на них завищуватимуть потреби в ліквідності центробанку, продиктовані міркуваннями підтримки економіки. Посткризові зміни в характері фінансового посередництва в напрямку більш традиційної банківської діяльності, якщо вони не виявлені монетарними органами, призводять до аналогічного результату. Центробанк спирається на припущення про те, якою повинна бути кон'юнктура ринку активів, щоб зрушити застій в банківському кредитуванні, тоді як останнє може меншою мірою залежати від неї. Надмірна експансія емітента резервної валюти, хоч і підтримує ринок активів, але не гарантує макрофінансової стабільності. Національно-центричне стимулювання виробництва та зайнятості країною емісії резервної валюти швидко обертається зниженням частки її ВВП в глобальному виробництві. Конфлікт між економічним домінуванням і можливостями підтримки ринку активів, деномінованих в резервну валюту, скоріше посилюватиметься тією мірою, якою він не може

¹³³ Козюк В.В. Банківський канал монетарної трансмісії: аналіз з позиції глобальної макрофінансової стабільності // Вісник НБУ. – 2012. - №1. – С. 34-41.

бути однозначно розв'язаний у будь-якому з короткострокових періодів без наявних симетричних конкурентів.

Третє. Порівняння підходу М. Чінна і Дж. Френкеля з довгостроковою орієнтацією дослідження А. Субраманіана висвітлює проблему ролі інфляції та контролю за нею. Підхід Субраманіана наголошує на відносних значеннях торгівлі, ВВП та чистого кредитування, внаслідок чого рівень інфляції в країні-емісії резервної валюти практично випадає з аналізу. Подібною є ситуація в дослідженнях Б. Ейченгріна, де акцент робиться на глибині фінансового сектора. Тобто, для довгострокового періоду реальні та макрофінансові фактори виглядають більш значущими, ніж спроможність національної валюти окремої великої економіки забезпечувати збереження вартості в глобальних масштабах в монетарному розумінні. Постановка питання у такий спосіб дозволяє продовжити спекулятивну дискусію про взаємозв'язок між монетарною та фінансовою стабільністю і, зрештою, прийти до висновку, що спроможність центрального банку підтримувати цінову стабільність є найпростішим способом гарантувати не просто фінансову стабільність, а глобалізацію усіх функцій грошей: засіб обміну; одиниця рахунку; засіб збереження вартості. Тобто валюта стає резервною не просто тому, що велика економіка генерує якісні активи і породжує велику транзакційну зону, а тому, що вона створює номінальний якір для інших країн. Внутрішня цінова стабільність є не просто механічною підтримкою такого номінального якоря. Якість валюти, як грошей, з'єднується з макроекономічними наслідками прояву величини транзакційної зони.

Проте, парадокс полягає в тому, що монетарні якості резервної валюти, виражені внутрішньою ціновою стабільністю, в довгостроковому періоді або відходять на задній план, поступаючись в значимості реальним та макрофінансовим факторам, або просто стають імпліцитними. Більше того, відсутність альтернативних номінальних якорів може призводити до попиту на резервну валюту навіть тоді, коли її емітент явно не проводить політику цінової стабільності. Наприклад, період розвалу Бреттон-вудської системи і макроекономічна нестабільність

в розвинутих країнах 1970-х супроводжувались зростанням попиту на валютні резерви, деноміновані у доларах, при тому, що в самих США рівень інфляції перевищував 10-15%. Повернення до цінової стабільності в розвинутих країнах в подальшому не супроводжувалось зростанням резервів у 1980-х, а майже нульова інфляція після глобальної фінансової кризи, навпаки, спонукає до пошуку альтернатив чинним резервним валютам.

Даний парадокс неможливо пояснити, залишаючись в рамках виключно монетарного аналізу проблеми. Сам факт перманентного розширення попиту на резервні активи за межі золота підказує, що закономірності функціонування монетарної та фінансової економіки відрізняються. Включення в базу зміни грошової пропозиції не металу, а активів (резервні активи) є початковою стадією переходу до зростаючого значення фінансового сектора у функціонуванні механізму монетарної політики та принципів монетарних взаємин у світі. Але коли обсяги нагромаджених резервів сягають відсотків ВВП, і при цьому між їх динамікою та інфляцією руйнуються монетарні зв'язки, проблема стає скоріше макрофінансовою. Це означає, що якість активів, у яких розміщуються резерви, стає більш вагомим критерієм, ніж рівень інфляції в країні-емітенті резервної валюти. Більше того, в умовах, коли інфляційні диференціали між країною емітентом і країнами, що нагромаджують резерви, зменшуються, а суттєвих різниць між середніми значеннями інфляції в групі країни, валюти яких є резервними, не спостерігається, саме якість активів починає відігравати провідну роль. Довіра до монетарної політики робить інфляцію імпліцитним критерієм конкуренції за статус резервної валюти.

Така змінена модальність критеріальних ознак набуття і підтримання резервного статусу може сприйматись як виникнення нових горизонтів у сфері глобальних монетарних взаємин. З боку країни-емітента це можна виразити наступним чином. «Тягар» підтримання цінової стабільності можна перекласти на інших, особливо тоді, коли стиснення національної економіки внаслідок кризи означає також і відносне зниження частки ВВП країни в глобальному ВВП, а підтримка ринку активів може сприйматись як

більш пріоритетна місія центрального банку, ніж довгострокові інфляційні наслідки кредитування останньої інстанції. З боку країни, що нагромаджує резерви – аналогічно. Якщо емітент резервної валюти підтримує ринок активів і при цьому не простежується яскраво виражених інфляційних ризиків всередині країни емітента, які би загрожували підриву номінального якоря, вираженого колективними інфляційними диференціалами, то монетарна експансія центробанку-емітента скоріше створює додаткові можливості з управління резервами, оскільки їхня ліквідність не є під загрозою. Звичайно, може виникнути проблема доходності та збереження вартості резервів, але це не є гранично важливим у порівнянні з ліквідністю. Тобто, якщо не існує прямих інфляційних ризиків знецінення вартості активів, то в процесі нагромадження резервів вибір буде падати на найбільш ліквідні з них.

Однак, така логіка призводить до очевидного конфлікту між національною інфляцією, колективними інфляційними диференціалами, глобальною інфляцією та макроструктурними передумовами підтримання вартості активів. Тобто, якщо не існує реальних передумов підтримання вартості і, зрештою, ліквідності активів, то підтримання вартості і ліквідності виключно на основі кредитування останньої інстанції рано чи пізно призводитиме до конфлікту між очікуваннями щодо факторів впливу на якість активів, які кваліфікуються резервними, та очікуваннями щодо їх знецінення у порівнянні з альтернативними варіантами вкладення коштів. Конфлікт між даними очікуваннями є природним наслідком того, що чиста дискреційна грошова пропозиція центрального банку є нічим не обмежена, тоді як кількість активів, вартість яких вимірюється з допомогою грошей, є обмежена. При цьому, в глобальній економіці з високою мобільністю капіталів кількість грошей, з допомогою яких можна виміряти вартість активів, підвищується. Проблема полягає в тому, що у фінансовій економіці указаний конфлікт очікувань не настільки швидко проявляється, як це передбачають традиційні моделі динамічної інконсистентності монетарної політики. Тривалість періоду також розширюється з огляду на залучення значної кількості країн, які

розміщують резерви в активах, деномінованих у певну валюту, монетарні якості якої можуть підриватись тим, наскільки її емітент підтримує ліквідність активів, деномінованих у ній.

Неконвенціональна монетарна політика: граничний вираз національно-центричної дискреції та дилеми резервного статусу активів

Посткризове захоплення неконвенціональними монетарними режимами ілюструє, що ракурс аналізу визначає відповідь на питання, чи генерує монетарна експансія ризику. Наприклад, фахівці МВФ зазначають, що політика кількісного пом'якшення ряду провідних центробанків є виправданою. Фінансова стабільність в світі суттєво виграла від того, що вони перейшли до нетрадиційного монетарного менеджменту, зорієнтованого на підтримку ринку активів¹³⁴. Розгляд специфіки неконвенціональних монетарних режимів К. Боріо та П. Діс'ятат також вказує на те, що розширення балансів центробанків не повинно позначатись на виникненні інфляційних ризиків напряму допоки не будуть задіяні зміни в зв'язках між процентними ставками та сукупним попитом¹³⁵. Можна припустити, що указані підходи переконують у неможливості виникнення інфляції в ситуації, коли кількісне пом'якшення адресоване не стільки акселерації сукупного попиту, скільки підтримці вартості активів для того, щоб сукупний попит, принаймні, не продовжував стискатись в умовах економічного спаду чи рецесії. Досвід Японії підтверджує, що інфляційні ризики кількісного пом'якшення в стагнуючій економіці не є чітко вираженими. Балансова політика центрального банку адресована реанімації банківських резервів, а не стимулам сукупного попиту напряму¹³⁶.

¹³⁴ Do Central Bank Policies Since the Crisis Carry Risks to Financial Stability? // IMF Global Financial Stability Report. – 2013. – Apr. – Chapter 3. – P. 1-34.

¹³⁵ Borio C., Disyatat P. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal // BIS Working Paper. – 2009. - №292. – P. 1-29.

¹³⁶ Speigel M. Quantitative Easing by the Bank of Japan // Fed of San Francisco Economic Letter. – 2001. - №2001-31. – P. 1-26.; Ugai H. Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses // Bank of Japan Working Paper. – 2006. - №06-E-10. - P. 1-42.

Однак, апологетика посткризового звернення до неконвенціональної монетарної експансії здебільшого є обмеженою національно-центричним підходом. Навіть в його рамках окремі дослідники зауважують, що «розбухання» балансів провідних центробанків не може тривати занадто довго з огляду на те, що це не гарантує покращення ситуації у сфері фінансової стабільності, зокрема внаслідок пошуку доходності та посилення ризикової поведінки на сегментах ринку, явно не пов'язаних із фінансовими операціями, спроможними впливати на сукупний попит¹³⁷. С. Рейnard є більш категоричним і прямо стверджує, що режими кількісного пом'якшення призводять до посилення відкладеної інфляції, яка так чи інакше проявиться у більш високих рівнях інфляції і її варіації в майбутньому¹³⁸. З іншого боку, тлумачення інфляційних аспектів реалізації програм придбання активів в значних обсягах залишається неоднозначним. Прокейнсіанські економісти констатують, що відсутність суттєвих інфляційних змін у відповідь на експансію балансів монетарних органів вказує на те, що насправді істотних зрушень у сфері сукупного попиту не відбувається. Інші дослідники вказують, що інфляційні очікування в загальному реагують на програми придбання активів, але в рамках короткострокової еластичності ставок по процентних свопах. Тобто фактичних змін в інфляції у відповідь на монетарну експансію поки що не спостерігається, навіть якщо ризики цього все одно зберігаються¹³⁹. Вони не повинні бути знехтувані виключно в рамках ствердження про

¹³⁷ Hannoun H. The Expanding Role of Central Banks Since the Crisis: What are the Limits? // BIS Speeches. – 2010. – June. – P. 1-10.; Hannoun H. Monetary Policy in the Crisis: Testing the Limits of Monetary Policy // BIS Speeches. – 2012. – February. – P. 1-23.

¹³⁸ Reynard S. Assessing Potential Inflation Consequences of QE after Crises // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-22. – P. 1-25.

¹³⁹ Огляд емпіричних розвідок про інфляційні наслідки реалізації неконвенціональних монетарних практик наводять Б. Хофманн та Ф. Зху. Див.: Hofmann B., Zhu F. Central Bank Asset Purchases and Inflation Expectations // BIS Quarterly Review. – 2013. – March. – P. 23-36.

Попри те, що вони не виявили однозначного зв'язку між оголошеннями про активацію програм придбання активів монетарними органами та послідовними змінами в доходності процентних свопів, інфляційні очікування в США виявились більш чутливими до монетарних акцій, ніж в Великій Британії. Дані автори роблять висновок про те, що факторами фактичної інфляції не можуть бути напряму програми придбання активів. Але це можна тлумачити і у інший спосіб: в розрізі країн неконвенціональні монетарні заходи можуть мати відмінну силу впливу на інфляційні очікування.

мляву реакцію споживчих цін на придбання активів в екстраординарних обсягах. Небезпека недооцінки інфляційних наслідків відкриває шлях до подальшої експансії балансів провідних центробанків. В глобально-центричній перспективі колективне кількісне пом'якшення не може вважатись настільки бажаним, як це представляється в розвідках з аналізу балансової політики центробанку, особливо якщо прийняти до уваги, що в країнах з ринками, що формуються, так само спостерігається посткризова експансія балансів монетарних органів.

Так, порівняно з 2001 р. станом на 2011 р. баланс ФРС збільшився в 4,2 рази, Банку Англії – в 6,3 рази, ЄЦБ – в 3,7 рази, а Народного банку Китаю – в 6,5 рази. Баланси центробанків азійських країн з ринками, що формуються, за виключенням Китаю у цей же період зросли у 3 рази. При цьому, якщо баланси ФРС, ЄЦБ та Банку Англії стрибкоподібно збільшились наприкінці 2008 р. і з того часу продовжують зростати, то баланси монетарних органів азійських країн зростають поступово, але невпинно. А з 2009 р. темпи зростання їх балансів суттєво прискорюються практично симетрично до монетарної експансії розвинутих країн.

Роздування балансів центробанків країн Азії є природним наслідком того, що у відповідь на глобальну рецесію значення стимулюючої ролі конкурентного утримання від підвищення курсу національних валют суттєво зросло. Якщо в розвинутих країнах посткризова експансія балансів забезпечується за рахунок внутрішніх активів, то у випадку країн-азійських експортерів – за рахунок зовнішніх активів. Збереження такої тенденції не додає макрофінансової стабільності у світі, хоча б тому, що значення останніх в глобальному виробництві та торгівлі постійно зростає, а співвідношення активів центробанків до ВВП в загальному суттєво перевищує аналогічний показник США, Великої Британії та зони євро. Так, в 2001 р. співвідношення активів балансу ЄЦБ до ВВП євроленду склало 10%, а у 2011 р. – 24%, аналогічні показники по США становили 1% та 12,5%, відповідно, по Великій Британії – 3% та 20%. У цей же час за аналогічний період активи балансу центробанку до ВВП зросли: в Індії з 9% до 13%, Філіппінах – з 23% до 30%, Південній Кореї – з 24% до 32%, Таїланді – з 27% до

40%, Малайзії – з 35% до 47%, Китаї – з 20% до 50%, Сінгапурі – з 80% до 90%, а в Гонконзі – з 70% до 120%¹⁴⁰.

Основний глобальний системний ризик перерозподілу офіційної ліквідності на користь азійських країн полягає в тому, що за нагромадженням резервів без суттєвих інфляційних наслідків слідує приплив капіталів, який провокує фінансові бульбашки, що ґрунтуються на очікуваннях подальшого випереджаючого зростання цих економік, порівняно з економіками розвинутих країн. Іншим системним ефектом експансії зовнішніх активів в балансах країн з ринками, що формуються, є вплив на структуру глобальної банківської діяльності з боку елімінування валютного ризику у поєднанні з жорстким контролем за ліквідністю в національній валюті відповідно до стерилізаційних операцій. Так, стерилізація зовнішніх активів призводить до поглиблення розриву між внутрішніми ставками у національній валюті і глобальними ставками, на які впливає стійке розширення таких активів. Витіснення внутрішнього фінансового посередництва призводить до того, що експансія внутрішнього кредиту в країнах, що нагромаджують валютні резерви, дедалі щільніше визначається глобальними ринковими запозиченнями банків, внаслідок чого кредитний бум більше прив'язаний до глобальних умов, на які напяму не може вплинути жоден центробанк окремо.

Завдяки системному значенню ринку активів країн Південно-Східної Азії для глобальної алокації потоків капіталів та портфельних рішень, спостерігається відтворення традиційної проблеми індивідуальної раціональності та колективної неефективності. Індивідуально вмотивована політика гіпертрофії резервів підвищує макрофінансову стабільність у національно-центричному розумінні. Однак, в глобально-центричному – значні стерилізаційні операції, що підвищують залежність внутрішнього кредитного буму кредитів та цін на активи від глобальних умов, призводять до того, що підвищення вразливості глобальної фінансової системи та стану ринку активів в регіоні призводить до продовження політики нагромадження резервів. У цей же час,

¹⁴⁰ Filardo A., Yetman J. The Expansion of Central Bank Balance Sheets in Emerging Asia: What Are the Risks? // BIS Quarterly Review. – 2012. – June. – P. 47-63.

витіснення фінансового посередництва у національній валюті через підвищення значення глобальних запозичень в балансах національних банківських систем означає, що внутрішні макроекономічні процеси стають вкрай чутливими до глобальної фінансової кон'юнктури, яка, фактично, не визначається окремим центробанком. Компенсація ризиків перенесення глобального фінансового стресу на внутрішнє кредитування спонукає до того, що вибір на користь уникнення ревальвації чи не стримування девальвації просто компенсує шок обвалу зовнішніх банківських запозичень. Посткризове ж одужання азійських економік за збереження тенденції до нагромадження резервів запускає в дію той же самий механізм: нагромадження резервів в сукупності із глобальними ринковими запозиченнями банків посилює приплив капіталів та стимулює бульбашку на ринку активів. Звідси монетарна експансія в розвинутих країнах, що провокує симетричну реакцію країн, які нагромаджують валютні резерви, стає відправною точкою додаткових імпульсів глобальної нестабільності.

Зміни у величині балансів провідних центробанків демонструють (табл. 16), що нехтувати ризиками глобальної монетарної нестабільності є недоречно не стільки через підвищення рівнів та волатильності інфляції в провідних країнах, скільки через примноження невизначеності щодо того, у який спосіб розв'яжеться конфлікт між очікуваннями щодо джерел підтримання ліквідності та вартості активів й очікуваннями щодо зміни монетарних якостей резервних валют і у який спосіб це вплине на конфігурацію попиту на активи у глобальній економіці в цілому, а не тільки на ті, що кваліфікуються як резервні.

Як видно з даних табл. 16, відмінності в масштабах монетарної експансії провідних центробанків є достатньо суттєвими. Якщо співвіднести це з поведінкою валютних курсів, то можна побачити, що часто успішність в підтримці ринку активів набагато краще впливає на траєкторію курсу, ніж обсяги грошової пропозиції. Це повністю підтверджує висунуту тезу про те, що в короткостроковому періоді фактор підтримки ринку активів для підтримки резервного статусу валюти є більш важливим. У

дослідженні МВФ, присвяченому проблемам фінансової стабільності в умовах реалізації неконвенціональних монетарних режимів, прямо зазначається, що «кількісні пом'якшення» забезпечують ліквідність боргових інструментів і тим самим створюють передумови для того, щоб в моменти стресу ринок був достатньо наповнений безпечними активами¹⁴¹.

**Таблиця 16. Експансія балансів
провідних центральних банків**

Центральний банк	Вимірник	Стан балансу на 01.2007 р.	Максимальна величина балансу	Дата максимальної величини балансу	Мультиплікатор
Банк Канади	Млрд. канадських доларів	44	80	03.2009	1,8
ЄЦБ	Млрд. євро	1 154	3 100	07.2012	2,7
Банк Японії	Трлн. єн	113	158	12.2012	1,4
Шведський Ріксбанк	Млрд. шведських крон	199	763	07.2012	3,8
Банк Англії	Млрд. британських фунтів	85	415	12.2012	4,9
ФРС	Млрд. дол. США	910	2 979	02.2012	3,3

Джерело: Friedman B. The Simple Analytics of Monetary Policy: A Post-Crisis Approach // NBER Working Paper. – 2013. - №18960. - P. 25.

Табл. 17 вказує, що масштаби підтримки боргових ринків суттєво різняться. Це видно як з частки таких операцій в балансі відповідних монетарних органів, так і щодо ВВП. Аналогічно відрізняються масштаби підтримки ліквідності. При цьому,

¹⁴¹ Do Central Bank Policies Since the Crisis Carry Risks to Financial Stability? // IMF Global Financial Stability Report. – 2013. – Apr. – Chapter 3. – P. 5.

спостерігається закономірність. З певним лагом усі центробанки, представлені у табл. 17, нарощують обсяги підтримки ринку активів і знижують обсяги підтримки короткострокової ліквідності.

Таблиця 17. Відносні обсяги неконвенціональних монетарних акцій провідних центробанків

	2008	2009	2010	2011	2012
Банк Англії					
Підтримка ліквідності, % балансу	0,71	0,10	0,07	0,03	0,03
Підтримка ліквідності, % ВВП	0,12	0,02	0,01	0,01	0,01
Підтримка ринку активів, % балансу	-	0,80	0,81	0,86	0,92
Підтримка ринку активів, % ВВП	-	0,14	0,14	0,17	0,25
Баланс, % ВВП	0,17	0,17	0,17	0,19	0,27
Банк Японії					
Підтримка ліквідності, % балансу	0,32	0,34	0,34	0,28	0,22
Підтримка ліквідності, % ВВП	0,08	0,09	0,09	0,08	0,07
Підтримка ринку активів, % балансу	-	-	0,01	0,07	0,23
Підтримка ринку активів, % ВВП	-	-	0,003	0,02	0,07
Баланс, % ВВП	0,25	0,26	0,27	0,30	0,31
ЄЦБ					
Підтримка ліквідності, % балансу	0,41	0,41	0,27	0,32	0,39
Підтримка ліквідності, % ВВП	0,9	0,08	0,06	0,09	0,12
Підтримка ринку активів, % балансу	-	0,02	0,07	0,1	0,09
Підтримка ринку активів, % ВВП	-	0,003	0,02	0,03	0,03
Баланс, % ВВП	0,22	0,21	0,22	0,29	0,32
ФРС					
Підтримка ліквідності, % балансу	0,37	0,04	0,02	0,4	0,005
Підтримка ліквідності, % ВВП	0,06	0,007	0,003	0,007	0,001
Підтримка ринку активів, % балансу	0,22	0,82	0,89	0,89	0,91
Підтримка ринку активів, % ВВП	0,03	0,13	0,15	0,17	0,17
Баланс, % ВВП	0,16	0,16	0,17	0,19	0,18

Примітка: Обраховано на основі даних: Do Central Bank Policies Since the Crisis Carry Risks to Financial Stability? // IMF Global Financial Stability Report. – 2013. – Apr. – Chapter 3. – P. 4.

Якщо абстрагуватись від кейнсіанської риторики про необхідність виключних заходів у кризові моменти, то з позиції глобальних монетарних взаємин можна побачити неявну конкуренцію за підтримання безпечного статусу боргових інструментів, що, в підсумку, призводить до парадоксальної картини: якість активів підтримується монетарною експансією. Причому, односторонні дії з підтримки якості активів опосередковано перетворюються на початок конкурентної гри, в структурі якої складовими опиняються валютні курси та потоки капіталу в глобальних масштабах. Можна спостерігати поступове втягнення в гру за принципом слідування за лідером. Таким лідером, тобто центробанком, що першим розпочав підтримку ринку активів, переключившись на них з операцій із підтримки короткострокової ліквідності, є ФРС. Останнім до цієї гри приєднався ЄЦБ, який зберігає пріоритет підтримки ліквідності. Такі відмінності можна пояснити як різницею в інституціональній архітектурі фінансових систем, так і тим, що ЄЦБ змушений здійснювати придбання боргових інструментів окремих урядів, а не оперувати через єдиний борговий ринок ЄВС. Власне, саме боргова криза ЄВС підштовхнула ЄЦБ до зміни стратегії і долучення до конкурентної гри щодо підтримки ринку активів, засвідчуючи тим самим вразливість євро як резервної валюти.

Асиметричні в часі включення в гру як за обсягом операцій, так і за сигналізуванням ринкам про їх необмежений характер, з лагом вирівнюють відносну вартість активів, але провокують додаткову волатильність на ринках. Інвестори, включно з центробанками-портфельними менеджерами, опиняються в замкненому колі вибору між надійністю боргових інструментів і диверсифікацією. До програм з підтримки ринку активів можна додати програми з підтримки ліквідності фінансових інституцій (див. табл. 17). З огляду на те, що надійність фінансових інституцій визначає широкий набір спредів у певних валютах, то кредитування останньої інстанції втілює конкурентні принципи підтримки ринку активів з різницею, пов'язаною з інституціональними особливостями фінансового посередництва. Можна з впевненістю

стверджувати, що саме наявність вагомого глобального фактора призводить до сплаву якостей валют з якостями активів, забезпечення яких зміщується у бік досягнення короткострокових цілей, однією з яких є конкуренція за безпечний статус активів, який у розумінні глобальних монетарних взаємин є детермінантою резервного статусу. Однак, це не означає, що в довгостроковому періоді ситуація збережеться такою ж.

Ринки активів, підтримувані з допомогою монетарної експансії, тяжіють до корекції, амплітуди та каскади якої вже не будуть настільки чітко прив'язані до стану балансу центробанку. Перманентний характер підтримки ринку призводитиме до появи перманентних його корекцій, що підвищить фонову волатильність. Не менше ризиків породжує ситуація неспроможності змінити курс пропорційно монетарній експансії, знову таки через зовнішній попит на активи. Як тільки підтримка ринку активів переростає певну стадію, брак симетричної курсової гнучкості починає позначатись на виникненні розриву між грошовою пропозицією та монетарними стимулами відновлення глобальної конкурентоспроможності. Тиск проблем із останньою на ринок активів запускає механізм конкурентних стимулів, які в світі з асиметричною курсовою гнучкістю переростають у більш спотворений варіант конкурентних девальвацій, оскільки на системному рівні запас грошей буде нарощуватись. Конкурентний характер підтримки ринку активів рано чи пізно призведе до виникнення глобального грошового нависання, яке традиційно загострюватиме проблему поведінки цін на первинні ресурси з лаговим тиском на інфляцію споживчих цін. А це вказуватиме на виникнення нової динамічної інконсистентності, коли центральні банки будуть зв'язані вибором між реакцією на стан ринку активів та реакцією на процес переносу сировинних цін на споживчі ціни.

За будь-яких обставин поява такої дилеми не спонукає до зниження розриву в темпах економічного зростання країн-емітентів резервних валют і країн, що їх нагромаджують. Останні дедалі більше будуть шукати шляхи послаблення проявів конфлікту між підтримкою ринку активів і інфляцією в країнах-емісії. Завдяки тому, що монетарна політика емітента резервної

валюти набагато гірше спроможна впливати на темпи економічного зростання, ніж політика нагромадження резервів країни-демандера зовнішніх активів, резервна валюта опиняється в зоні саморуйнування. Ступінь його актуальності на пряму залежить від конкуренції на ринку резервних валют. Але вразливість резервної валюти суттєво підвищується тоді, коли економічне домінування як визначальний фактор попиту на неї, не залежить від рівня інфляції на пряму. Це відкриває шлях до конкурентного підтримання економічного домінування з допомогою інструментів стимулювання попиту, зокрема шляхом підтримки ринку активів. Спроможність поєднати цінову стабільність із нарощуванням економічного домінування з допомогою інструментів стимулювання пропозиції виявлятиметься кращим способом створення і забезпечення попиту на резервну валюту. Проблема полягає в тому, що в країнах емітентах чинних резервних валют перевага інструментів на боці попиту є продовженням ілюзії спроможності невизначено довго експлуатувати розрив між їх внеском в глобальний ВВП і їх внеском в глобальний портфель активів. Саме через це вразливість будь-якої резервної валюти повинна перш за все розглядатись не з міркувань функціональних вад, а з позиції онтологічних обмежень, якими є їх життєвий цикл.

2.3. Модель життєвого циклу резервної валюти: роль глобальних макрофінансів

Життєвий цикл резервної валюти є моделлю, що відображає обмеження її природного монополізму внаслідок дії фундаментальних детермінант.

По-перше, в довгостроковій перспективі значні трансакційні зони тяжіють до ендогенного зростання на основі реальних (включно з інституціональними), а не номінальних факторів. Ендогенне зростання трансакційної зони призводить до генерування ефекту масштабу у сфері грошей, за яким слідує ефект масштабу у сфері монетарних взаємин світового рівня. Якщо прийняти до уваги наявність трансакційних зон, співмірних за масштабами економіки та подібних за інституціональними

якостями монетарних систем, то природна монополія резервної валюти виглядатиме скоріше теоретичною моделлю, породженою рефлексією з приводу неефективності багато-валютного світу, який вже існує, або теоретично існує і функціонує на основі принципів, які допускають таку неефективність. В розподілі геоелекономічних потенціалів, в якому домінуватимуть декілька масштабних транзакційних зон, з якими співіснуюватимуть країни з неглибокими ринками, скоріше утворюватиметься ринкова структура олігополії чи монополістичної конкуренції між валютами, що селекціонуватимуться як резервні для решти світу, враженого проблемою мультивалютної неефективності. Відмінності розвитку в часі даних транзакційних зон, цикли їх експансії, а також формування нових і фрагментація старих створюють реальні передумови для того, щоб резервна валюта нелінійно відбивала зміни в розподілі геоелекономічних потенціалів. Наявність конкуренції на ринку резервних валют є основним механізмом, який підтримує еластичність роботи механізму життєвого циклу, навіть якщо інституціональні, фінансові чи геополітичні фактори можуть впливати на пригнічення такої еластичності.

По-друге, якщо резервна валюта нелінійно відбиває життєвий цикл транзакційної зони, то це ставить питання про те, що концептуально феномен «надмірної привілеї» обмежується певними історичними рамками, коли в окремі періоди конкурентні позиції резервної валюти-лідера є беззаперечними. Як тільки монетарна модель світу починає описуватись в категоріях, несумісних із моновалютністю, а масштаби володіння резервними активами відбивають взаємозалежність між їх емітентами та їх власниками, що є природним обмежувачем радикальних односторонніх дій, «надмірна привілея» перетворюється у специфічну вразливість. Її прояви набагато більше толерують експансії нової транзакційної зони, ніж збереженню фізичних параметрів старої. Перегляд «надмірної привілеї» під впливом зростаючої ролі азійських експортерів демонструє, що зміни в зовнішньому попиті на активи країни-емітента резервної валюти наражають її на шоки споживання, які передаються торговельним

партнерам¹⁴². Тобто поки мав місце відносний монополізм певної резервної валюти, а попит на неї та активи, деноміновані у неї, не набув перманентного характеру, вразливість резервного центру можна було звести до нестабільного зв'язку між грошовою базою та широкими грошовими агрегатами, як це було відзначено у 1980-х Р. МакКінноном. Коли ж попит перетворився на перманентний, траєкторії споживання та інвестицій в країні-емітенті пристосувались до утвореного рівноважного рівня процентних ставок, який є нижчим. Будь-які суттєві зміни в зовнішньому попиті на активи автоматично позначатимуться на поведінці економічних агентів. Емпіричні розвідки ролі припливу капіталів, як відображення закордонного попиту на активи, демонструють, що навіть така велика економіка як США є чутливою до подібних викликів. Приплив капіталів підвищує вартість активів, за чим відбувається прискорення споживання¹⁴³.

Говорячи про «кінець надмірної привілеї» можна було би обмежитись тим, що глобальний монетарний устрій не страхує країну-емітента резервної валюти від бульбашок на ринку активів. Однак, з глобально-центричних позицій трансформація «надмірної привілеї» у специфічну вразливість перетворюється на передумову зміни масштабів трансакційних зон. При цьому, саму вразливість країни-емітента резервної валюти слід сприймати не як самостійний макрофінансовий феномен, а як складову життєвого циклу. «Надмірна привілея» та виникнення специфічної вразливості є не відокремленими проявами дискретних ознак резервної валюти, а складовими її життєвого циклу, навіть якщо в окремі моменти часу вони можуть співіснувати, як підсилюючи, так і нейтралізуючи один одного, що підкреслює драматизм конфлікту

¹⁴² Canzoneri M., Cumby R., Diba B., Lopez-Salido D. The Macroeconomic Implications of Key Currency // NBER Working Paper. – 2008. - №14242. – P. 1-42.

¹⁴³ Наприклад, окремі вчені констатують, що приплив капіталів до США (в розумінні прояву дисбалансів) вплинув більш істотно на динаміку ринку активів, ніж монетарні фактори глобального та національного порядку. Див.: Sa F., Wieladek T. Monetary Policy, Capital Inflows and the Housing Boom // Bank of England Working Paper. – 2010. - №405. – P. 1-39.; Schnabl G., Freitag S. Reverse Causality in Global Current Accounts // ECB Working Paper. – 2010. - №1208. – P. 1-34. В ряді інших праць підкреслюється домінування локальних умов у визначенні поведінки ринку активів. Див.: Darius R., Radde S. Can Global Liquidity Forecast Asset Prices? // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/196. – P. 1-24.; Gattini L., Hiebert P. Forecasting and Assessing Euro Area House Prices Through the Lens of Key Fundamentals // ECB Working Paper. – 2010. - №1249. – P. 1-40.

між підтриманням резервного статусу валюти у коротко- та довгостроковому періоді.

Природа зміни масштабів економіки країн лідерів та країн-челенджерів: модель життєвого циклу резервної валюти

В екстраполяції на розвиток подій в глобальній економіці за останній час можна виділити наступні передумови для зміни масштабів трансакційної зони між валютами-лідерами та валютами-конкурентами.

По-перше, нагромадження резервів тією чи іншою мірою є і наслідком, і причиною відносно швидших темпів зростання країн, що володіють ними та нагромаджують їх, порівняно з країнами-емітентами резервних валют. Це впливає як з мотиву монетарного меркантилізму (занижений валютний курс і підтримання профіциту поточного рахунка), так і з мотиву самострахування від флуктуацій в потоках капіталу. В першому випадку більш швидкі темпи економічного зростання в нагромаджувачів резервів з'являються завдяки прямому монетарному стимулюванню експорту. В другому підтримання швидких темпів зростання дається внаслідок послаблення вразливості до шоків на фінансових ринках. Моделі конкурентного нагромадження резервів показують, що як тільки один великий гравець починає одержувати вигоду від подібної стратегії, його прикладу слідує усі інші. Звідси, нагромадження валютних резервів починає супроводжувати процес перерозподілу глобального ВВП на користь країн з ринками, що формуються, створюючи передумови для розширення трансакційної зони грошових одиниць лідерів серед них.

По-друге, відносна нейтральність стану поточного рахунка щодо макроекономічної стабільності послаблює чутливість до конкурентного тиску та допускає зміщення у бік вищих обсягів споживання, порівняно з рівноважними. Втім, якщо раніше це справді можна було би вважати «надмірною привілеєю» монопольного емітента резервної валюти, то в сучасних умовах ситуація вже такою не виглядає. Це пов'язано з наявністю

асиметричних конкурентів (наприклад, євро можна вважати асиметричним конкурентом долара). Але найбільшою проблемою тут є те, що звуження частки фізичної економіки монополіста-емітента резервної валюти в обсягах глобального ВВП зменшує відносну трансакційну зону та сприяє виникненню нових «монетарних агломерацій». Останні мають довгостроковий потенціал нарощування частки реальної економіки в структурі глобального випуску та поглиблення фінансових систем, завдяки чому ставатимуть дедалі більше зацікавленими у послабленні залежності від монополізму окремої валюти та зниження ризиків коливання вартості зовнішніх активів, нагромаджених у значних обсягах.

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

По-четверте, за умови відсутності кількісного контролю за монетарними змінними брак симетричної курсової реакції світу на макроекономічний курс монопольного емітента резервної валюти призводить до того, що глобальна грошова пропозиція стає залежною не стільки від грошової пропозиції останнього, скільки від поведінки глобальної ліквідності. Причому, нагромадження валютних резервів є складовою механізму поведінки глобальної ліквідності через рух потоків капіталу та попит на фінансові інструменти емітента резервної валюти. А зміна структури глобальної фінансової системи відображає, що поведінка глобальної ліквідності також спирається на динаміку зовнішніх зобов'язань глобальних банків. Фінансова стабільність перетворюється на ключовий складник ефективної роботи механізму

глобальної грошової пропозиції. Звідси механізм грошової мультиплікації в глобальних масштабах стає похідним від рівня левереджу у фінансовому секторі, який набагато більш чутливий до рівня процентних ставок, які, знову таки, є залежними від зміщення у бік володіння значними резервами. Внаслідок цього глобальна економіка стає вразлива або – до інфляції цін на первинні ресурси та вартості активів, або до пастки ліквідності. Фрустрація глобального монетарного контролю напряду не загрожує «виходу» з резервної валюти, але легітимізує політичний пошук альтернативних варіантів.

По-п'яте, рівноважне підвищення глобального попиту на валютні резерви дедалі більше сигналізує про проблему розриву між можливістю нарощувати пропозицію резервної валюти та пропонувати активи, деноміновані у цій же валюті в релевантних обсягах. Якщо класична «дилема Триффіна» демонструє несумісність попиту на міжнародні ліквідні засоби зі спроможністю США виконувати зовнішні зобов'язання щодо підтримання конвертованості долара у золото за фіксованим курсом, то сучасна її інтерпретація дещо змінюється. ФРС ні чим не обмежена у пропозиції доларів, однак спроможність фінансової системи США генерувати активи не є безмежною. Якщо в теперішньому часі її конкурентоспроможність (у категоріях глибини та ємності ринку, ліквідності та професійності) є беззаперечною, то це не означає того ж самого в перспективі. Виникнення нових фінансових систем зі співмірними параметрами є цілком вірогідним (реформи і подальша інтеграція ЄВС, лібералізація і підвищення фінансової надійності ринків Китаю, Індії, Бразилії тощо). Але найбільшою проблемою є те, що значний приплив капіталів на ринок монополіста у сфері емісії резервної валюти не гарантує імунітету від фінансових циклів, буму кредитування чи утворення бульбашок на окремих сегментах фінансового ринку. Дедалі більш очевидна утягнутість уряду у подолання наслідків фінансової нестабільності породжує певний конфлікт. Підтримання певного рівня державного боргу є необхідним для збереження валютою резервного статусу (чим ситуація суттєво відрізняється від монетарного золота, яке не приносило проценти, але само по собі

було складовою механізму монетарної стабільності), тим більше, що внутрішній попит на боргові інструменти також існує. Але при цьому гарантії надійного функціонування фінансової системи зі значним рівнем зовнішніх активів та зобов'язань наближають обсяг державного боргу до межі фіскальної стійкості. Отже, збереження існуючого попиту на резервні активи, що деномінуються в долар, не виключає конфлікт довіри до боргової спроможності Сполучених Штатів як суверенного, так і приватного позичальника. Невипадково, що фіскальний фактор став суттєвою причиною послаблення позицій євро.

По-шосте, виконання центробанком-емітентом резервної валюти ролі глобального кредитора останньої інстанції дозволяє підтримувати ліквідність глобальної фінансової системи навіть у середньостроковому періоді. Внаслідок цього забезпечення фінансової стабільності через відсутність обмежень на грошову пропозицію і її глобальну акцептабельність в моменти фінансових стресів дозволяє втримувати вартість активів, довгостроковим наслідком чого є надмірна пропозиція резервної валюти. Вона здебільшого осідає у зовнішніх активах центробанків, що прагнуть послабити свою залежність від неї та вивести їх з під ризику колапсу довіри до монетарного курсу емітента-монополіста. Розгляд проблеми резервних валют з позиції глобальної макрофінансової стабільності дозволяє побачити наявність динамічної інконсистентності в політиці ФРС. Докризовий варіант можна звести до наступного: реакція на інфляцію вартості первинних ресурсів загрожувала підривом фінансової стабільності, а підтримання останньої через стимулювання ліквідності заохочувала зростання цін на світових ринках. Посткризовий варіант є подібний. Необмежена підтримка ліквідності фінансових інституцій та ринку активів в глобальних масштабах у короткостроковому періоді породжує сумніви у вартості долара в довгостроковому періоді. Оскільки масштабний вихід з доларових активів деструктивний у короткостроковому періоді, то в довгостроковому періоді кращою альтернативою є послабити залежність від нього. Меншою мірою це можна екстраполювати на зону євро. ЄЦБ менш схильний до кредитування останньої

інстанції, чим робить в моменти шоків більш вразливим ринок активів, у яких можуть розміщуватись авуари центробанків, але і меншою мірою наражає спільну європейську валюту на недовіру як на монетарну одиницю. Наближення стратегії ЄЦБ до ФРС не гарантує успіху, якщо прийняти до уваги сегментацію мотивів валютної диверсифікації суверенних зовнішніх активів та наявність асоціювання першого із певною нішею на ринку резервних валют.

По-сьоме, з огляду на зростаюче значення фіскальної участі у врегулюванні фінансових потрясінь надійність резервних активів стає дедалі більш чутливою до того, наскільки їх емітент дистанціонований від вичерпання фіскального простору. У випадку, коли рівень державного боргу перебуває в межах допустимих відхилень від довгострокових медіанних значень, фіскальні виклики резервному статусу валюти є незначні. Так само вони є незначні, коли країна-емітент резервних активів є не просто монополістом у цій царині, а коли її частка в глобальному ВВП є виключно значною і не існує ознак монетарного та фінансового поліцентризму. Однак, як тільки виникає невпевненість у довгостроковій борговій траєкторії країни-монетарного лідера, фіскальні виклики резервному статусу її валюти різко підвищуються. Зниження ринкової вартості боргу такої країни матиме прямий вплив на капітальні втрати центробанків, що нагромадили значні резерви (цей випадок суттєво відрізняється від часів міжвоєнного періоду, коли невпевненість у борговій спроможності Великої Британії допускала переключення на метал в структурі володіння зовнішніми активами; без коливання ринкових цін на золото, вартість валютних резервів залишалась незмінною), завдяки чому значні втрати у вартості зовнішніх активів спонукатимуть до інших варіантів їх алокації чи заміщення на власні грошові одиниці у міжнародних розрахунках.

З проведеного вище аналізу випливає, що резервний статус валюти вже не гарантує однозначність переваг і не є імунітетом від макрофінансових потрясінь. Формування поліцентричної моделі реального сектора глобальної економіки та рух у бік фінансового поліцентризму підвищує вразливість резервної валюти, яка спочатку втрачає свій монопольний статус, а далі наражається на

більш жорстку конкурентну боротьбу з валютою-новим лідером (новими лідерами). Навіть якщо така валюта є «нішевою» (тобто розглядається як валюта диверсифікації) і тим самим утворює разом із валютою-старим лідером ринкову структуру, що має ознаки і олігополії, і монополістичної конкуренції, то це не стільки наділяє останню асиметричними перевагами, скільки робить її вразливою до виникнення альтернатив їм обом, що і відповідає логіці поліцентризму, порівняно із логікою асиметричної біполярності. Можна побачити, що резервним валютам властива траєкторія, яка може бути інтерпретована в категоріях життєвого циклу (рис. 15).

Основні параметри моделі життєвого циклу резервної валюти в теоретичній формі можна звести до наступних основних змінних:

частка решти світу в структурі глобального ВВП. Нагромадження резервів можна розглядати як складовий елемент більш швидкого зростання країн, що їх нагромаджують, порівняно з країною-емітентом. Важливість ролі валютних резервів у цьому не зводиться виключно до відмінностей в монетарних режимах та способах пристосування до шоків, так само як і розрив в величині ВВП на душу населення не є визначальним фактором більш швидкого зростання бідніших країн. В рамках моделі життєвого циклу слід допустити, що значні резерви є відображенням якісно відмінних підходів до забезпечення економічного зростання та компенсації шоків, завдяки чому розрив в темпах зростання у довгостроковому періоді перерозподіляє економічну потужність та масштаби трансакційної зони. Такий процес перерозподілу не є лінійним щодо функції попиту на валютні резерви. Він також нелінійно впливає на ступінь довіри до резервної валюти в залежності від величини зовнішніх вимог до країни її емітента;

величина офіційних зовнішніх вимог до країни-емітента. Поведінка даної змінної засвідчує інтегральний вираз попиту на дану резервну грошову одиницю та її пропозиції, без якої спроможність сформувати зовнішні активи центробанків була би неможлива. По-суті, це є обсяг глобальних валютних резервів в даній валюті незалежно від конкретного способу розміщення у активах. Проблеми на ринку активів країни, що емітує резервну

валюту, через арбітражні операції еластично передаються активам у цій же валюті, але які оригінуються в інших юрисдикціях. Можливості виконання центробанком-емітентом ролі глобального кредитора останньої інстанції є важливими (як це видно з мережі своп-операцій ФРС з провідними центробанками із підтримання доларової ліквідності у 2008-2009 рр.), але вони підпадають під динамічну інконсистентність;

частка резервної валюти в структурі глобальних валютних резервів. З огляду на структурні зрушення в попиті на валютні резерви та актуалізацію ефектів диверсифікації поведінка даної змінної може відрізнитись від поведінки попередньої. Однак, такі відмінності скоріше матимуть місце на ранніх етапах життєвого циклу. У випадку затяжного збереження експоненціального тренду нагромадження резервів та наявності альтернатив монопольній владі окремої резервної валюти відмінні тренди попередньої змінної та даної можуть існувати відносно тривалий період часу. В разі зниження глобального попиту на резерви тренди даних змінних швидко почнуть збігатись.

Вісь ОХ на рис. 15 демонструє часову функцію зростання частки решти світу в глобальному ВВП (тобто, це – глобальний ВВП за мінусом ВВП країни-емітента резервної валюти). Даний параметр є однією з найбільш значимих детермінуючих сил зміни структури глобальної економіки, в якій формується попит на резервні активи. Причому, підвищення частки решти світу передбачає наявність зростаючого попиту на резерви в загальному – з міркувань потреби у міжнародних ліквідних засобах (не враховуючи, специфічні мотиви попиту на зовнішні активи типу самострахування, монетарного меркантилізму, конкурентного нагромадження тощо). Модель передбачає, що ступінь віддалення від точки панівного значення країни-центра емісії резервної валюти співвідноситься з конкретним типом попиту на резерви, які деноміновані у даній валюті. Ефект життєвого циклу з'являється саме тому, що на кожному окремому відтинку значення решти світу в глобальному ВВП функція попиту центробанків решти світу на зовнішні активи, деноміновані у дану резервну валюту, змінюватиме свою конфігурацію. Це матиме наслідки як для поведінки обсягів

зовнішніх офіційних зобов'язань країни, що емітує резервну валюту, так і для її частки в структурі глобальних валютних резервів. Падіння значення фізичного масштабу економіки країни-емітента резервної валюти (рух вздовж прямої ОХ) в структурі глобального ВВП також є ендогенним щодо обсягу нагромаджених резервів, оскільки, як вже зазначалось, саме із спроможністю їх нагромаджувати (а не просто пред'являти попит на них) та функціонально використовувати для згладжування шоків темпи зростання ВВП решти світу перевищують темпи зростання ВВП країни-емісійного центра.

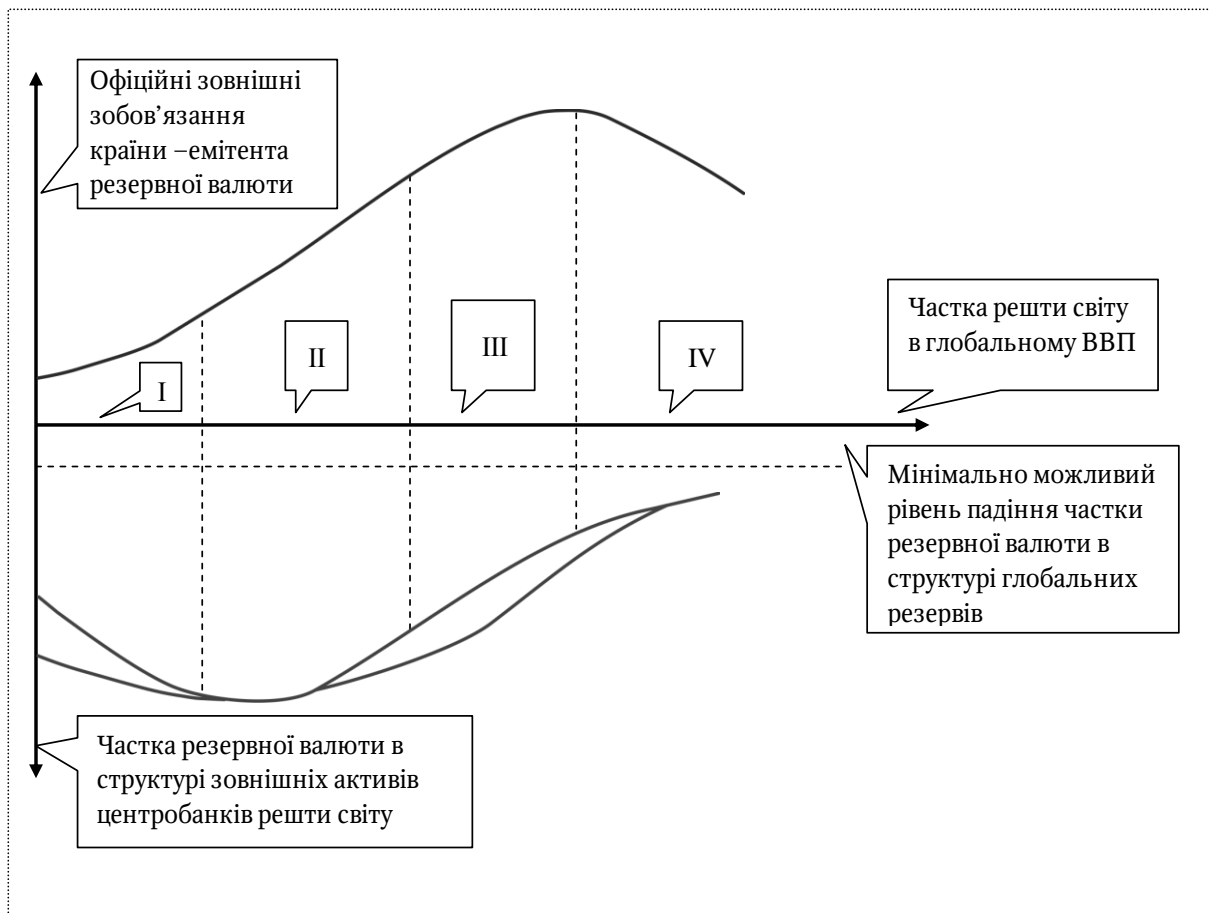


Рис. 15. Модель життєвого циклу резервної валюти

Слід окремо зазначити, що безвідносно до зміни частки ВВП країни-емітента у глобальному ВВП, завжди існуватиме певний поріг, нижче якого питома вага резервної валюти в структурі глобальних валютних резервів не впаде. Це пов'язано із інерційністю в збереженні макрофінансового потенціалу такою

країною, залишковою резистентністю ефектів мережі та тим, що така валюта в певний час може розглядатись як напрям диверсифікації. Стадії життєвого циклу характеризуються таким чином:

стадія виходу на ринок (I). Пред'явники попиту на резерви відчують, що підтримання і забезпечення економічного зростання потребує міжнародно визнаних засобів ліквідності. В даному випадку частка решти світу є незначною, а зростання обсягу офіційних зовнішніх зобов'язань країни-емітента резервної валюти є поступовим. Частка цієї валюти в структурі глобальних валютних резервів є значною (у випадку початкового монопольного становища, яке спирається на традиційний набір критеріїв набуття статусу резервної валюти), або підвищується в міру підвищення частки решти світу та примноження обсягу зовнішніх зобов'язань країни-емітента;

стадія піднесення (II). Швидкий розвиток країн решти світу передбачає виникнення структурних змін в попиті на валютні резерви. Кумулятивне зростання попиту на них передбачає, що фізичні обсяги офіційних зовнішніх зобов'язань країни-емітента починають швидко примножуватись. Втім, це не означає, аналогічну поведінку частки цієї валюти в структурі зовнішніх активів центробанків. Вона може продовжувати зростати, а може уповільнити свій приріст. Це пов'язано із поступовим виникненням інтересу до диверсифікації валютних резервів. Регіоналізація у світі може викликати тенденцію до формування валютних блоків із прив'язкою до інших резервних валют, або із комбінованою прив'язкою до ключової валюти та її асиметричних конкурентів;

стадія зрілості (III). Подальше зростання частки решти світу в глобальному ВВП починає підривати основи стабільних позицій резервної валюти. На цій стадії починає формуватись тенденція до сегментації мотивів управління резервами. Інтерес до диверсифікації поширюється на багатьох учасників глобальних монетарних взаємин. «Дилема Триффіна» починає демонструвати розрив між доступними високоякісними резервними активами та запасом резервної валюти у глобальному портфелі. Зростає інтерес до інтернаціоналізації валют решти світу;

стадія спаду (IV). В міру зниження частки країни-емітента резервної валюти в структурі глобального ВВП невідповідність між цією часткою та величиною офіційних зовнішніх зобов'язань даної країни починає змінювати мотиви володіння резервною валютою та активами, деномінованими у ній. Досягнення часткою решти світу в глобальному ВВП значного значення посилює ефекти диверсифікації, які можуть виходити за межі зміни валютної структури резервів. Нагромадження значних зовнішніх зобов'язань країною-резервним центром підвищує її вразливість до змін у сприйнятті у світі її макроекономічного курсу. Якщо на попередніх етапах життєвого циклу макроекономічна експансія не викликала занепокоєння завдяки ефекту «надмірної привілеї», то на даному ситуація змінюється. Виникнення сильного конкурента, інтернаціоналізація валют окремих країн з решти світу, фінансовий шок тощо призводять до зменшення попиту на дану резервну валюту, що починає проявлятися у падінні величини зовнішніх офіційних зобов'язань її емітента. На даній стадії починає чітко формуватися тенденція до наближення часткою даної валюти у валютній структурі глобальних резервів до свого мінімального можливого значення. В розрізі другої-четвертій стадій тренд зниження частки резервної валюти в структурі зовнішніх активів центробанків може відрізнитись. На рис. 15 представлено варіанти із більш чітко вираженим спадним трендом і менш. Це слід пов'язувати з можливими ситуаціями щодо сили ефекту диверсифікації та наявності альтернативної конкуруючої валюти. Аналогічно, величина втрат «виходу з резервної валюти» та сила ефекту мережі можуть варіюватись, тим самим уповільнюючи зниження частки резервної валюти в структурі глобальних резервів.

Табл. 18 узагальнює характерні риси глобальних монетарних взаємин в розрізі стадій життєвого циклу резервної валюти.

Таблиця 18. Особливості глобальних монетарних взаємин в розрізі стадій життєвого циклу резервної валюти

	Стадія виходу на ринок	Стадія піднесення	Стадія зрілості	Стадія спаду
Кількість країн, що використовують світову валюту як валюту прив'язки	Вагома, що є результатом переваги резервної валюти як природної монополії	Зростає внаслідок посилення ефекту мережі	Уповільнюється. Окреслюються чіткі валютні блоки, які допускають наявність альтернативних валют прив'язки	Знижується внаслідок альтернативних валют прив'язки, інтернаціоналізації третіх валют, зниження попиту на резерви
Ринкова структура ринку резервних валют	Проміжна між олігополією та монополією	Монополія з вірогідним переростанням у асиметричну олігополістичну конкуренцію	Можлива монополія з високим ступенем вразливості до переключення на нових лідерів, які утверджуються в складі олігополістів (інколи нішевого характеру)	Втрата монопольного статусу та формування олігополістичної моделі з варіантами монополістичної конкуренції
Глобальний попит на резерви	Вагомий	Високий	Високий	Може уповільнитись через розвиток країн решти світу та поглиблення їх фінансових систем
Надмірна привілея / ефект резервної валюти	Країна-емітент поступово здобуває переваги резервного статусу своєї грошової одиниці	Можливості підтримувати тривалий дефіцит платіжного балансу посилюються, а макрополітика може повністю ігнорувати його стан	Із зростанням частки решти світу та значними запасами такої валюти в світі зростає вразливість до змін в попиті на неї. Послаблення конкурентоспроможності та важкі стимули до споживання послаблюють адаптивність країни до глобальних шоків	Країна повинна пристосовуватись до змін в глобальному попиті на свою валюту та активи, деноміновані у ній. Надмірна привілея / ефект резервної валюти послаблюються, хоча не зникають повністю

Продовження таблиці 18

Глобальні втрати «виходу з резервної валюти»	Незначні в силу монопольності та зростаючого попиту на резервну валюту	Незначні в силу сильного ефекту мережі та стабільного попиту на резервну валюту	З'являються і прогресують з огляду на глобальний запас резервної валюти в портфелях, реалокатія яких загрожує фінансовими втратами	Послаблюються внаслідок зниження попиту на резервну валюту та спадаючий запас зовнішніх активів, деномінованих у ній
«Дилема Триффіна»	Актуальна для попередньої резервної валюти, або до спроможності виконувати офіційні формальні зобов'язання	Набуває нового змісту через зростаючий попит на резервні активи, який результує у зростанні частки закордонного володіння фінансовими інструментами країни-емісії, порівняно з часткою її ВВП у глобальному випуску	Посилюється невідповідність між запасом резервної валюти в глобальному портфелі та доступністю високоякісних активів, деномінованих у дану валюту	Тривале підтримання занижених ставок може послабити фінансову стабільність та фіскальну стриманість, внаслідок чого посилюється фіскальний вимір «дилеми Триффіна» - очікування нестабільної боргової траєкторії посилює «вихід з резервної валюти»
Сегментація мотивів управління валютними резервами центробанками решти світу	Низька	Посилюється з орієнтацією на диверсифікацію частини резервів	Висока з огляду на значні масштаби резервів, деномінованих у даній валюті	Зберігаються еклетичні мотиви в управлінні резервами в залежності від їх величини
Панівний мотив – підтримання базової макроекономічної стабільності	Властивий більшості країн	Підтримується значною частиною країн	Підтримується країнами, що не змогли нагромадити значні резерви	Так само
Панівний мотив – ліквідність для протистояння коливанням в потоках капіталу	Властивий окремим країнам	Підтримується країнами, що швидко розвиваються	Так само	Кореспонденція між цим мотивом та попитом на резервну валюту опосередковується тим, наскільки зберігається ліквідний та ємний ринок у даній валюті

Продовження таблиці 18

Панівний мотив – збереження вартості резервів та запобігання втрат капіталу центробанку	Актуальний, якщо дана резервна валюта на ранніх стадіях є валютою диверсифікації	Актуальний для країн із значними резервами, що посилює інтерес до диверсифікації та альтернативних зовнішніх активів	Актуальний для зростаючої кількості країн	Так само
Панівний мотив – стратегічні цілі (не ринкові мотиви)	Не простежується, або стратегічну поведінку важко реалізувати	Закладаються передумови для можливостей стратегічної поведінки при концентрації резервів	Концентрація резервів допускає можливість стратегічної поведінки, спрямованої на підтримку статусу валюти (в обмін на політичні рішення), або на пошук альтернативних варіантів алокації резервів, що послаблює попит на активи, деноміновані в даній резервній валюті	Стратегічні міркування щодо альтернатив попиту на дану резервну валюту прискорюються послабленням її статусу
Варіанти вразливості країни емісії резервної валюти	Нестабільність внутрішньої грошової пропозиції в зв'язку із зростанням зовнішнього попиту на дану валюту	Виникнення ознак недовіри до майбутньої спроможності генерувати достатню кількість резервних активів. Посилюється вразливість до перегріву фінансового сектора	Вразливість до змін в попиті на резервну валюту та активи, деноміновані у ній. Фінансування споживання стає чутливим до впливу капіталів. Послаблення конкурентоспроможності робить вразливим реальний сектор та зайнятість	Макрофінансова стабільність може стати залежною від швидкості «виходу з резервної валюти»

Продовження таблиці 18

Варіанти вразливості решти світу	Складності із підтриманням макроекономічної стабільності в зв'язку із обмеженим доступом до резервних активів. Поява чутливості до процентної політики в центрі емісії	Вразливість до реверсів потоків капіталу відносно до змін в макроекономічному курсі країни-емітента резервної валюти	Те саме + посилення значення вразливості до коливання вартості нагромаджених зовнішніх активів та змін курсових і процентних співвідношень між конкуруючими резервними валютами	Те саме з поправкою на ризик втрат від швидкого «виходу з резервної валюти»
---	--	--	---	---

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

Модель циклу ринкової вартості глобального портфеля активів, деномінованого у резервну валюту

Наведена на рис. 15 модель життєвого циклу резервної валюти може бути переформульована в світлі того, що між статусом ключової світової валюти і, власне, резервної є певний зв'язок. Сукупність торговельних та фінансових операцій, деномінованих в ключову валюту, справляє вплив на вибір резервної валюти, а застосування останньої мережею національних центральних банків підвищує ринкову ліквідність активів у даній валюті. Емпіричні розвідки щодо пояснення вибору резервної валюти, як продовження моделювання вибору валюти прив'язки¹⁴⁴, не до кінця враховують той факт, що інвестиційна привабливість інструментів, деномінованих у ключову валюту, не просто

¹⁴⁴ 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. Можна сказати, що вибір на користь валюти прив'язки здебільшого здійснюється з міркувань того, яка валюта домінує в обслуговуванні торговельних трансакцій країни. Це так званий торговельний погляд. Його альтернатива – фінансовий погляд, який показує, що країна не просто обирає валюту прив'язки, а намагається диверсифікувати ризики, пов'язані із володінням активів у ній. Звідси більш гнучкий курс без офіційної валюти інтервенцій є життєспроможною опцією. Втім, емпіричні дослідження вказують на те, що реальні фактори – торгівля – продовжують домінувати у виборі валюти прив'язки, хоча частка трансакційних зон в глобальному ВВП і структура вибору на користь тієї чи іншої валюти прив'язки продовжують суттєво не збігатись. Це означає наявність ефектів мережі, ставлення до ризику тощо, які часто є переоціненими.

селекціонує валюти за резервним статусом, але є кумулятивним поєднанням глибини ринку та масштабу трансакційної зони. Звідси, повнота життєвого циклу такої валюти буде визначатись тим, наскільки приватні і офіційні інституції матимуть інтерес до підтримання відкритих позицій у ній. Іншими словами взаємодія приватної ліквідності, вираженої глобальним обсягом активів, деномінованих у резервну валюту, за ринковою вартістю, та офіційної ліквідності, вираженої обсягом резервних активів у цій же валюті, розвивається за циклічним алгоритмом.

В основі припущень про циклічний характер поведінки ринкової вартості глобальних активів у резервній валюті є наступне. Масштаб трансакційної зони і глибина фінансового ринку емітента резервної валюти мають відносний характер. Зростання частки ВВП решти світу в глобальному ВВП рано чи пізно передаватиметься створенню передумов для розширення альтернативних трансакційних зон. Економічні агенти отримують вигоди від ефекту мережі, використовуючи резервну валюту, до певного моменту, після якого інтерес до більш адекватного представництва активів у глобальному портфелі зростатиме. Існує певний розрив в часі між змінами частки ВВП емітента резервної валюти в глобальному виробництві і змінами в глобальних обсягах активів, деномінованих у цю валюту. Глибина та ліквідність фінансового ринку в процесі вибору валюти, як резервної, більшою мірою співвідносяться з часткою її емітента в глобальному ВВП, ніж в процесі виходу з неї. Вибір валюти, як резервної, сприяє поглибленню ринку усього набору активів у даній валюті (прояв «надмірної привілеї»). Рис. 16 схематично зображає циклічну поведінку глобального попиту на ключову / резервну валюту.

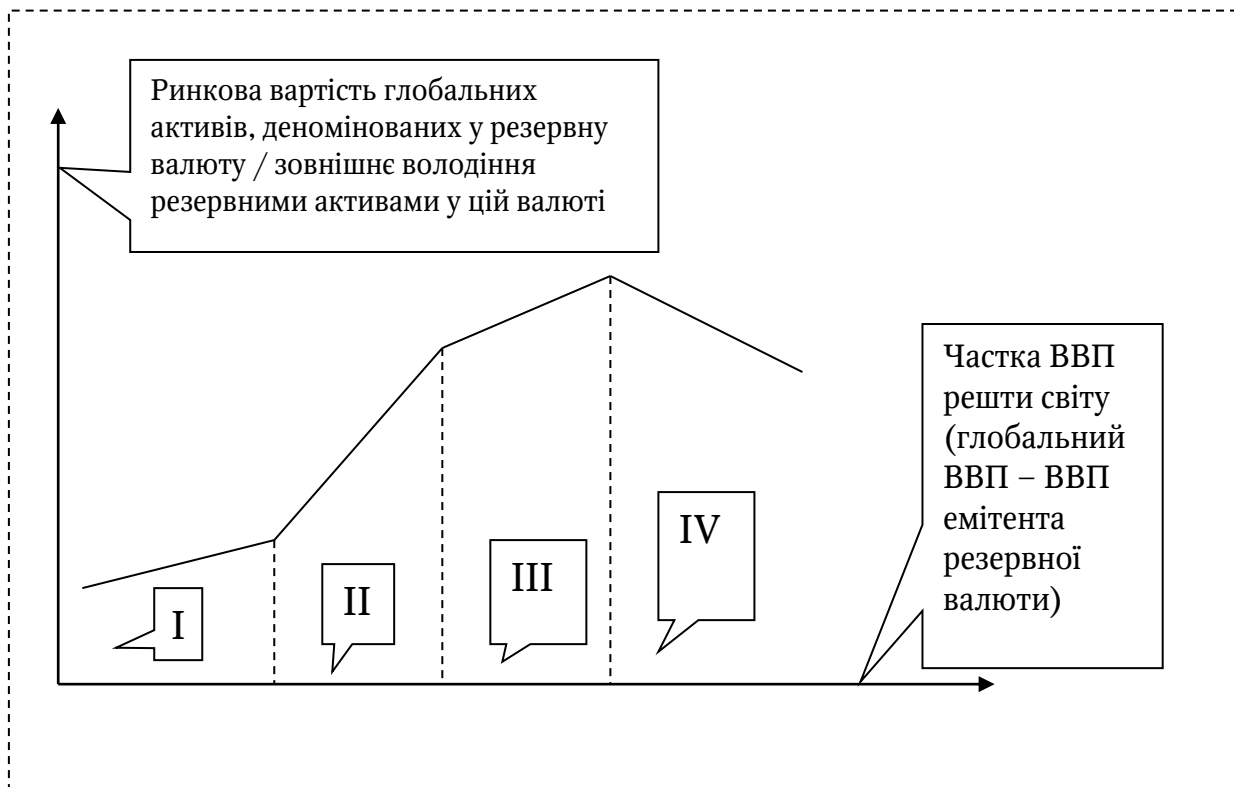


Рис. 16. Життєвий цикл ключової валюти

Більш широкий глобальний попит на ключову валюту, порівняно з попитом на неї як на резервну, передбачає дещо відмінні закономірності, порівняно з тими, які описані з допомогою рис. 15.

Фаза I. Величина трансакційної зони, вимірною часткою ВВП країни нового емітента ключової валюти в глобальному виробництві, перевищує аналогічну частку активів у такій валюті в глобальних активах. Нахил відповідної лінії є нижчим за нахил бісектриси. Впродовж цієї фази посилення конкурентних позицій даної валюти спирається на масштаби трансакційної зони країни її емітента та глибину і ліквідність фінансового ринку. Незважаючи на те, що набуття валютою статусу ключової та резервної супроводжується поступовим зниженням частки ВВП її емітента в глобальному виробництві, ринкова вартість активів у ній, поділена на обсяги зовнішнього володіння резервними активами у цій же валюті, зростає.

Фаза II. Зростаючий попит на резервну валюту призводить до того, що процентні ставки по ній відносно знижуються, що

позитивно впливає на ринкову вартість глобальних активів, виражену у ній. Стартові переваги фінансової системи (глибина та ліквідність ринку) починають забезпечувати переваги ефекту масштабу та професійної сегментації ринку. Зростання приватного попиту на ключову валюту поєднується із зростанням суверенного попиту на неї. Причому, приватний та суверенний попит підсилюють один одного. Ринкова вартість активів у даній валюті зростає, зумовлюючись ефектами припливу капіталів, більш низькими ставками, та підвищенням частки приватного закордонного володіння цими активами. Фінансова система країни-емітента отримує можливості для глобальної фінансової експансії. Також вона починає генерувати активи, які мають широкий набір конкурентних переваг з точки зору сегментованого портфельного володіння. Завдяки цьому ринкова вартість глобальних активів, виражених у цій валюті, починає випереджати вартість закордонного володіння резервними активами, навіть на тлі зростаючого попиту на них.

Фаза III. Оскільки фінансова експансія країни-емітента відбувається на тлі поступового стиснення частки її ВВП в глобальних обсягах виробництва, зростання співвідношення між ринковою вартістю глобальних активів, деномінованих у резервну валюту, та обсягами закордонного володіння резервними активами у цій же валюті починає уповільнюватись. Це відбувається і з огляду на поведінку чисельника, і – знаменника. Стиснення трансакційної зони та поява нових гравців, трансакційні зони яких можуть породжувати «монетарні агломерації», що починають створювати конкуренцію ключовій валюті, створює ситуацію, коли закордонний попит на активи у такій валюті уповільнюється. Уповільнення зростання ринкової вартості певною мірою зумовлюється уповільненням зростання частки активів у цій валюті в глобальних портфелях. Важко уявити собі картину, коли в довгостроковому періоді частка активів та частка ВВП окремої країни у відповідних глобальних показниках можуть рухатись в протилежних напрямках необмежено довго. Збереження зовнішнього попиту на резервні активи може підтримувати глобальний портфель у даній валюті впродовж певного періоду

часу. Але як тільки приватне володіння портфелем активів у даній валюті починає сповільнюватись швидше, ніж суверенне володіння, починає зростати інтерес до пошуку альтернативних валют, які би наближали структуру глобального портфеля активів, і за походженням, і за деномінацією, до структури глобального випуску. З огляду на специфіку поведінки центральних банків, які, як правило, не розхитують маятник, збереження суверенного попиту на резервні активи у цій валюті продовжує підтримувати її статус та роль в глобальних фінансових транзакціях.

Фаза IV. Звуження відносного фізичного ВВП старого лідера навіть на тлі збереження конкурентних переваг його фінансової системи супроводжується появою нових транзакційних зон і «монетарних агломерацій». Посилення диверсифікації глобального портфеля активів як по приватних, так по суверенних напрямках призводить до того, що глобальний попит на ключову валюту починає падати. За диверсифікацією глобального портфеля активів слідує поступове спадаюче значення співвідношення між ринковою вартістю глобальних активів в даній валюті та офіційним володінням резервних активів у ній. Це співвідношення може падати тим швидше, чим більш синхронно виходять з володіння активами у ключовій валюті приватні та офіційні власники. За будь-яких обставин саме із глобальною реструктуризацією приватного портфеля активів відповідно до частки країн в глобальному ВВП пов'язується зменшення значення ключової валюти, за яким слідує поступове звуження інтересу до неї з боку інших центральних банків.

Також слід зазначити, що падіння ролі старої ключової валюти і відповідна поведінка ринкової вартості активів у ній не означає, що фінансова система, яка генерує такі активи, так само втрачає свої переваги. Відбувається зміна валютної структури її активів і пасивів. Навіть на фазі звуження ролі ключової валюти, фінансова система може продовжувати експансію, але на основі зростаючого значення неспівпадіння між валютною структурою зовнішнього володіння активами і зобов'язаннями. Наприклад, втрата британським фунтом ролі ключової валюти призвела до того, що британська фінансова система наростила зовнішні активи,

деноміновані у інші ключові валюти. Азійські фінансові центри мають значні зовнішні активи у ключових валютах, при тому, що їхні власні валюти не виконують ролі ключових чи резервних (Сінгапур, Гонконг). Дане уточнення є досить суттєвим, оскільки воно передбачає, що трансформація монетарної карти світу може не торкнутись набутих конкурентних переваг у сфері фінансової індустрії. А такі конкурентні переваги можуть виступити передумовою більш жорсткої конкуренції між старими і новими лідерами у сфері глобальних монетарних взаємин. Завдяки цьому одноразової і остаточної перемоги нових лідерів над старими може не відбутись, що співвідноситься із «новим» поглядом на монетарну історію світу.

2.4. Фіскальний вимір резервних валют: боргові детонатори глобальної монетарної стабільності

Ризик ключової валюти може посилюватись у випадку, коли її життєвий цикл накладатиметься на фіскальні проблеми країни-емісії. Втім, безпосередні дослідження зв'язків між резервними валютами та фіскальною політикою є достатньо обмежені. Здебільшого наголошується, що ефект резервної валюти сприяє фіскальній політиці її емітента в зв'язку із тим, що зовнішній попит на резерви знижує процентні ставки, роблячи обслуговування державного боргу не таким обтяжливим. Традиційне сприйняття того, що резервний статус валюти дозволяє здійснювати більш гнучку монетарну політику (відсутність тягаря пристосування до дефіциту платіжного балансу) та фіскальну політику (нижчі видатки на обслуговування державного боргу) на сьогодні уточнюється в світлі боргової кризи в країнах-емітентах резервних валют. Так, більшість боргових криз та колапсів валюти відбувається з огляду на очікування економічних агентів щодо майбутньої платоспроможності, а не поточної, внаслідок чого актуальні значення боргового навантаження на рівні 100% ВВП посилюють невизначеність щодо якості резервних активів і, відповідно, спроможність резервних валют підтверджувати свій

статус¹⁴⁵. Подібної думки дотримується М. Обстфельд, який зазначає, що в світі із зростаючим попитом на валютні резерви можуть виникнути проблеми із достатністю активів, інвестиційні якості яких допускають розміщення у них зовнішніх резервів центробанків. Конфлікт між суверенною платоспроможністю емітентів резервних активів та попитом на міжнародну офіційну ліквідність є новою ерою глобальних монетарних взаємин¹⁴⁶. Увесь комплекс проблем у сфері взаємозв'язків між фіскальною політикою емітентів резервних активів та поточним глобальним монетарним режимом потребує більш детального теоретичного аналізу. Умовно його можна поділити на три групи:

взаємозв'язки між попитом на резерви та фіскальною позицією провідних країн;

глобальна макрофінансова стабільність у світі із зростаючим закордонним володінням інструментами державного боргу.

питання адекватності висновків про те, що фіскальний ефект резервної валюти (вигоди від більш низьких ставок) справді є перевагою, якою користується країна її емісії.

«Дилема Триффіна»: фіскальне читання

Так, посткризове зростання державного боргу в розвинутих країнах характеризується тим, що в середньостроковій перспективі їхня фіскальна стійкість може опинитись під питанням, на що вказують дані табл. 19 На основних причинах цього можна робити різні наголоси¹⁴⁷, але слід виділити: високий рівень боргового тягаря перед кризою (в середньому понад 60% для розвинутих

¹⁴⁵ Fratzscher M., Mehl A., Vansteenkiste I. 130 Years of Fiscal Vulnerabilities and Currency Crashes in Advanced Economies // Paper Presented at IMF-EUI "Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability" Conference, Florence, 6-7 June 2011. – P. 1-52.

¹⁴⁶ Obstfeld M. International Liquidity: The Fiscal Dimension // Monetary and Economic Studies. – 2011. – Nov. – P. 33-48.

¹⁴⁷ Cecchetti S., Mohanty M., Zampolli F. The Future of Public Debt: Prospects and Implications // BIS Working Paper. – 2010. - №300. – P. 1-26.; Eichengreen B., Feldman R., Leibman J., Wyplosz Ch. Public Debts: Nuts, Bolts and Worries. – Geneva Reports on the World Economy 13. – 2011. – 164 p.; Gagnon J., Hinterschweiger M. The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy. – Peterson Institute for International Economics: Wash. (D.C.), 2011. – 94 p.; Auerbach A. Long-term Fiscal Sustainability in Major Economies // BIS Working Paper. – 2011. - №361. – P. 1-22.

країн); нагромадження значних посткризових дефіцитів вступає в макроекономічний конфлікт між новими потребами у стимулюванні економіки (затухання кейнсіанських ефектів фіскальної експансії) та необхідністю фіскальної консолідації, продиктованої підвищенням плати за ризик, що робить сценарій останньої невизначеним; примноження неявних зобов'язань, пов'язаних із старінням населення; обмежені можливості зниження процентного тягаря в світлі наближення ставок центробанків до нуля тощо. Тобто суверенна платоспроможність розвинутих країн без вжиття ними радикальних заходів фіскальної стриманості може швидко опинитись під сумнівом і він буде дедалі міцнішати мірою звуження можливостей відновлення конкурентоспроможності, приймаючи до уваги збереження політики уникнення підвищення валютних курсів більшістю країн світу по відношенню до долара та євро.

Таблиця 19. Прогнозна траєкторія чистого державного боргу до ВВП (базовий сценарій) 2010-2035 рр.

	2010	2015	2020	2025	2030	2035
США	65	86	99	120	153	213
Зона євро	67	73	76	85	102	133
Японія	121	153	183	225	286	386
Розвинуті країни	67	81	90	106	132	178
Країни з ринками, що формуються	27	26	24	25	30	40
Світ	54	59	61	67	78	98

Джерело: Gagnon J., Hinterschweiger M. The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy. – Peterson Institute for International Economics: Wash. (D.C.), 2011. – P. 41.

Незважаючи на те, що інструменти суверенного боргу розвинутих країн продовжують залишатись основними резервними активами, боргова експансія в центрах емісії резервної валюти та триваюче експоненціальне нарощування валютних резервів (рис. 3) в світі породжують відмінні глобальні макрофінансові

ефекти в залежності від того, на якому рівні перебувають величини боргових зобов'язань та зовнішніх активів центробанків відповідних учасників глобальних монетарних взаємин. Нарощування державного боргу не може бути нескінченним в світлі платоспроможності уряду, тоді як попит на резерви може суттєво впливати на боргову політику. Але при цьому попит на резерви тільки теоретично обмежується доступністю резервних активів відповідної якості, довірою до макropolітики центру емісії резервної валюти, тоді як політика управління ними може зазнавати змін в силу диференціації мотивів володіння та конкуренцією між резервними валютами/активами тощо. Звідси, чим більшою мірою розширюватиметься доступність резервних активів в силу боргової експансії, тим більшою мірою зростатиме сумнів у надійності резервних активів, а чим більшою мірою зростатимуть резерви, тим більшою мірою загострюватиметься питання про доступність резервних активів. Табл. 20 демонструє суттєві структурні зрушення у формуванні співвідношення між величиною валютних резервів (за мінусом золота) та обсягом боргових паперів публічного сектора в світі, США та зони євро.

Таблиця 20. Співвідношення між валютними резервами та борговими паперами публічного сектора в глобальній економіці

	2001	2007	2011
Глобальні резерви / Глобальний обсяг боргових паперів публічного сектора	0,096	0,23	0,24
Резерви країн з ринками, що формуються / Глобальний обсяг боргових паперів публічного сектора	0,058	0,17	0,16
Глобальні резерви / Обсяг боргових паперів публічного сектора США	0,22	0,98	0,83
Резерви країн з ринками, що формуються / Обсяг боргових паперів публічного сектора США	0,13	0,74	0,54
Глобальні резерви / Обсяг боргових паперів публічного сектора країн зони євро	0,51	0,85	1,2
Резерви країн з ринками, що формуються / Обсяг боргових паперів публічного сектора країн зони євро	0,31	0,64	0,78

Примітка: Обраховано автором на основі IMF Global Financial Stability Report за відповідні роки (див.: www.imf.org).

З даних табл. 20 видно, що з 2001 р. по 2007 р. співвідношення між глобальними валютними резервами та обсягом боргових інструментів публічного сектора світу в цілому, США та країн зони євро зросло в рази. Це саме стосується резервів країн з ринками, що формуються, як групи в цілому. Дана тенденція кореспондує із різким підвищенням частки закордонного володіння інструментами державного боргу розвинутих країн¹⁴⁸. Незважаючи на істотне підвищення боргового навантаження в розвинутих країнах за останній час, співвідношення між резервами та запасом суверенних фінансових зобов'язань країн-емітентів двох основних резервних валют суттєво не змінилось. Якщо для США воно знизилось, то для зони євро, навпаки, зросло. Указану посткризову тенденцію можна було би вважати проявом розширення пропозиції інвеститабельних резервних активів, сумісних із зростанням попиту на резерви. Розвинуті країни та країни з ринками, що формуються, реалізують протилежні моделі пристосування до посткризової рецесії¹⁴⁹: макроекономічна експансія в перших та уникнення підвищення валютного курсу в других мали би розглядатись як сумісні з міркувань синхронного зміщення попиту і пропозиції резервних активів вгору. Проте, синхронність такого зміщення можна допустити тільки в короткостроковому періоді, що засвідчує активізацію ефектів переключення на високоякісні активи та пошуку «тихих гаваней», диференційованих тим, як центральний банк-емітент резервної валюти проводить політику підтримки ринку активів та фінансових установ, перестраховуючи портфельних та суверенних інвесторів через глобалізацію ролі

¹⁴⁸ Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109-156.; Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // ECB Working Paper. – 2010. - №121. – P. 23.

¹⁴⁹ Відмінності в обмеженнях платіжного балансу та у фактичних режимах валютних курсів роблять відмінними базові макроекономічні умови в розвинутих країнах та країнах з ринками, що формуються. Перші (плаваючі курси та емний внутрішній фінансовий ринок) спираються на зниження ставок та кількісну експансію центрального банку в сукупності із значними дефіцитами. Другі змушені робити оптимальний вибір між девальвацією, збереженням резервів та підтриманням ставок на рівні, що не провокував би істотну втечу капіталів. Монетарна експансія в розвинутих країнах призводить до того, що в країнах з ринками, що формуються спостерігається майже дзеркальне збільшення резервів. Це відбувається внаслідок того, що в перших капітал відпливає в пошуках доходності, а в другі капітал припливає з цією ж метою. При прагненні уникнути ревальвації зростання резервів автоматично перерозподіляє глобальну ліквідність, тим самим знижуючи ефективність монетарного стимулювання виходу з посткризової рецесії.

кредитування останньої інстанції. Однак, в довгостроковому періоді глобальна монетарна стабільність дедалі більше наражатиметься на обмеження у вигляді очікувань щодо платоспроможності провідних країн, а борговий фактор ставатиме більш вагомим тригером трансформації монетарного устрою світу. Стосовно цього можна виділити декілька ключових моментів.

З огляду на те, що посткризовий попит на валютні резерви вказує на збереження тенденції попереднього періоду, питання їх оптимальної алокації не знижується, а загострюється. В збереженні попиту на резерви дедалі чіткіше проступає поєднання загостреного мотиву самострахування (в світлі свідчень спроможності резервів виконувати роль буфера ліквідності) із посиленням інтересу до монетарного меркантилізму, викликаного бажанням пристосуватись до глобальної пастки ліквідності та триваючої рецесії¹⁵⁰.

З огляду на збереження попиту на резерви фіскальне зміщення «дилеми Триффіна»¹⁵¹ стає дедалі більше очевидним. Дане явище можна охарактеризувати наступним чином. Триваюча тенденція до нагромадження чистих зовнішніх активів в країнах з ринками, що формуються (та в ряді розвинутих країн із профіцитним платіжним балансом), призводить як до підвищення рівноважного попиту на резервні активи, так і до зростання обсягу акумульованих вимог до їх емітентів. Однак, продовження цієї тенденції надалі буде ставити питання про траєкторію зростання державного боргу розвинутих

¹⁵⁰ Ряд нових досліджень у даній царині підтверджують, що у посткризовий період не варто чекати зниження попиту на резерви. Ghosh A., Ostry J., Tsangarides Ch. Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980 // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/34. – P. 1-39.; Carroll Ch., Jeanne O. A Tractable Model of Precautionary Reserves, Net Foreign Assets, or Sovereign Wealth Funds // IIE Working Paper. – 2009. – WP 09-10. – P. 1-36.; Crispolti V., Tsibouris G. International Reserves in Low Income Countries: Have They Served as Buffers? // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/7. – P. 1-36.; Aizenman J., Chinn M., Ito H. Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma // NBER Working Paper. – 2010. – №15876. – P. 1-54.

На основі висновків з указаних праць можна стверджувати, що макроекономічна нестабільність скоріше посилюватиме невизначеність щодо майбутнього резервних валют, аніж змінюватиме попит на резервні активи.

¹⁵¹ Автентична «Дилема Триффіна» - це ситуація, коли нагромадження зовнішніх зобов'язань США, що викликалось зростаючими потребами світу у засобах міжнародної ліквідності, підривало спроможність підтримання конвертованості долара у золото з огляду на стаціонарні запаси останнього. Див.: Triffin R. Gold and Dollar Crisis. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. – 246 p.

країн, оскільки останні вже перебувають в стані боргової вразливості. Звідси підвищення рівноважного попиту на резервні активи стає несумісним із суверенною платоспроможністю емітентів резервної валюти.

Актуалізація одразу після кризи «ефекту тихої гавані» відобразила швидке переключення на високоякісні і надійні активи. Але з плином часу та зміною очікувань «ефект тихої гавані» не може компенсувати брак фіскальної стабільності та чітких свідчень відновлення глобальної конкурентоспроможності. Досягнення державним боргом гранично високих значень в усіх розвинутих країнах не може розглядатись як розширення зони допустимої алокації зовнішніх активів. Навпаки. Збереження зовнішнього попиту на інструменти з фіксованим доходом не дозволяє курсу резервних валют знизитись по відношенню до валют решти світу. Це ускладнює процес відновлення їхньої конкурентоспроможності та відновлення ключових економік, на що останні реагують бюджетними дефіцитами та монетарним пом'якшенням. Звідси відсутність достатньої курсової гнучкості в світі певною мірою погіршує майбутню боргову траєкторію емітентів резервних активів. А активні програми підтримки ринку суверенних активів (ФРС здійснює з 2008 р., ЄЦБ з 2012 р.) збільшують короткострокову ліквідність у відповідних валютах і тим самим закладають конфлікт між збереженням ринкової вартості активів та їх реальною альтернативною вартістю в світлі перенесення інфляції на інші сегменти ринку.

Це дає можливість переформулювати традиційну «дилему Триффіна» і виразити її наступним чином. Глобальна економіка ще тривалий час функціонуватиме в стані збереження значного попиту на валютні резерви, що покликані забезпечити міжнародну ліквідність країни, її резистентність до шоків умов торгівлі та руху капіталів. Оскільки зовнішні активи центробанків деномінуються у суверенні боргові зобов'язання країн, валюти яких є резервними, то задоволення такого попиту повинно спиратись на паралельне зростання емісії державного боргу, що підриватиме фіскальну спроможність емітентів резервних активів. Завдяки цьому виникатиме питання про співмірність між потребами в надійних

активах та спроможністю урядів, центробанків та ринків підтримувати їх вартість. Значне боргове навантаження та брак курсової гнучкості скоріше виступатимуть чинниками посилення розриву в темпах зростання між резервними центрами та рештою світу, внаслідок чого експансіоністська фіскальна політика у них погіршуватиме довгострокове співвідношення частки боргу країни-емітента резервної валюти в глобальному борзі до частки її ВВП у глобальному ВВП.

Модель фіскальної вразливості резервної валюти

З огляду на те, що зниження частки ВВП країни-емітента резервної валюти в глобальному виробництві послаблює ефект мережі і активізує пошук представництва в резервах активів зростаючих країн, то послаблення попиту на резервну валюту може погіршити спроможність рефінансувати нагромаджені борги її емітента (що еквівалентно підвищенню ставок, зниженню вартості боргу, зростанню тягаря видатків на його обслуговування та загострення проблеми бюджетного балансу) і посилити інтерес до виходу з неї (зниження втрат виходу з неї). Тобто в умовах досягнення рівнем боргового тягаря країнами-емітентами резервних валют маргінальних значень брак курсової гнучкості в світі, посилення глобальної фінансової конкуренції та перерозподіл глобального ВВП на користь нових лідерів може перетворитись на природну тенденцію до трансформації монетарного устрою світу. Зниження ринкової вартості зовнішніх активів центробанків, що володіють їх значними обсягами, підкреслюватиме ключову роль фіскального фактора життєвого циклу резервної валюти. Формально указану закономірність можна зобразити на рис. 17.

Рис. 17 демонструє наступні закономірності. Наявність зовнішнього попиту на боргові зобов'язання країни-емітента резервної валюти призводить до того, що певний період часу її частка в глобальному борзі може перевищувати аналогічну частку ВВП із певними позитивними наслідками для ринкової вартості її боргу. Зовнішній попит знижує процентні ставки, тим самим штовхаючи вгору реальну вартість боргових зобов'язань.

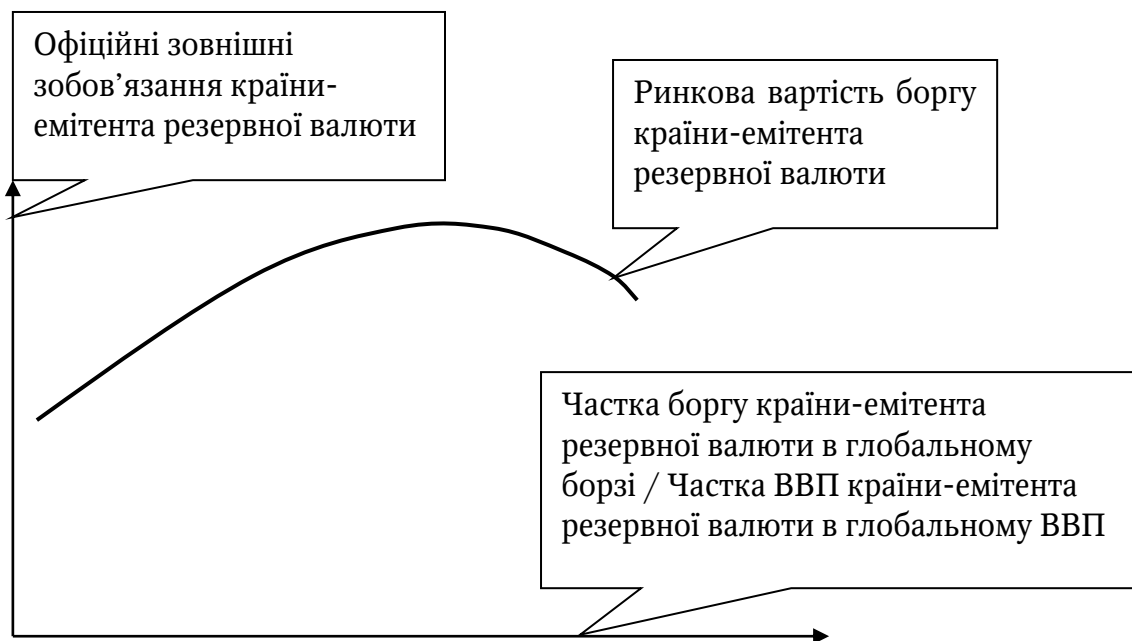


Рис. 17. Динаміка ринкової вартості боргу країни-емітента резервної валюти

Лінія ринкової вартості боргу може змінювати свою траєкторію. Чим більш крутішою вона буде, тим більшою мірою це вказуватиме на масштаби попиту на резервні активи і навпаки. Мірою посилення розриву між часткою боргу в глобальному борзі та часткою ВВП в глобальному випуску збереження позитивного зовнішнього попиту може зберігатись, але його вплив на зростання ринкової вартості боргу країни-емітента резервної валюти уповільнюватиметься. Така закономірність пояснюється посиленням невідповідності між борговим тягарем центра емісії резервної валюти та його внеском в глобальний ВВП, що штовхатиме до диверсифікації резервних валют та пошуку альтернативних резервних активів. Розрив між темпами зростання резервного центру та рештою світу (знаменник показника по осі ОХ) накладає нелінійні обмеження на фіскальну експансію першого. На початках відносно зростання боргового навантаження країни-емітента резервної валюти позитивно сприймається, оскільки розширюється зона доступних резервних активів, необхідних для алокації резервів, на які пред'являється зростаючий

попит. Але як тільки фіскальна експансія (чисельник показника по осі ОХ) починає реалізовуватись в умовах істотного розриву між темпами зростання резервного центру і рештою світу (знаменник показника по осі ОХ), призводячи до швидкого абсолютного та відносного акумулювання державного боргу, невпевненість у фіскальній стійкості країни-емітента резервних активів погіршує якість останніх і їх ринкова вартість починає знижуватись. За цим слідує зниження попиту на резервну валюту, що цілком вірогідно мірою падіння частки ВВП країни емісії резервної валюти в глобальному виробництві, яке звужує попит на резервні активи, ринкова вартість яких починає падати швидше.

Рис. 17 демонструє наявність декількох ключових проблем із макрофінансовою стабільністю резервного центру. Зовнішній попит на резервні активи підвищує їх ринкову вартість навіть всупереч тому, що між внеском їх емітента у фінансовий і реальний вимір глобальної економіки може нарощуватись суттєвий розрив. Нижчі процентні ставки по боргових інструментах резервного центру можуть призводити до одночасного зміщення у бік більш високого рівня державного боргу і його зовнішнього володіння. Макроекономічна політика може стати більш беззастережною та провокувати моральний ризик. Але чим більшим стає зовнішнє володіння резервними активами, тим більшою мірою зростає вірогідність того, що їх вартість визначатиметься не політикою центробанку, що емітує резервну валюту, а центробанками, що ними володіють в значних масштабах. Звідси, як тільки фіскальна ситуація в країні-емісії резервної валюти погіршуватиметься за одночасного падіння її частки в глобальному ВВП, інтерес до диверсифікації валютних резервів посилиться. Він може реалізуватись через зростання частки інших резервних валют, або до розміщення резервів в нових валютах, що в сукупності призведе до зменшення попиту на резервні активи, боргові якості яких знизились. Їх кумулятивна ринкова вартість знизиться порівняно із попереднім періодом часу (спадаюча частина лінії ринкової вартості боргу на рис. 17). Звідси диверсифікація зовнішніх активів центробанків призводитиме до появи Лафферівських ефектів в динаміці ринкової вартості боргу країни-емітента резервних

активів (зростання ринкової вартості боргу за умов значного попиту на резервні активи, за яким слідує протилежна тенденція, що візуально нагадуватиме боргову криву Лаффера). Падіння ринкової вартості боргу країни-емітента резервних активів може негативно позначитись на усій глобальній економіці через ефект добробуту. При цьому, за високих значень боргового навантаження зниження зовнішнього попиту тільки посилюватиме невпевненість у борговій стабільності і погіршуватиме очікування щодо глобальних монетарних наслідків здійснення центробанком-емітентом резервної валюти кредитування останньої інстанції по відношенню до уряду. Відповідно, макрофінансова стабільність країни-емітента резервної валюти набагато жорсткіше прив'язана до її поточного і майбутнього фіскального стану, порівняно із випадком, коли ключовим резервним активом було золото.

Фіскальні аспекти глобальної макрофінансової нестабільності

Виникнення сегментації мотивів управління резервами внаслідок значних обсягів володіння ними привносить додаткову нестабільність у сферу фіскальної політики. З одного боку, це є продовженням ситуації із зростаючим значенням закордонного володіння інструментами суверенних запозичень розвинутих країн. З іншого, зміни в мотивах управління резервами не можуть бути нейтральними щодо кон'юнктури на боргових ринках окремих країн. Посилення диференціації рівня ризику (зростання дисперсії спредів) навіть в межах класу боргових інструментів розвинутих країн розширює потенційні варіанти розміщення резервів в залежності від мотивів управління ними. Оскільки висока інвестиційна якість та ліквідність не є виключними критеріями в умовах фрагментації мотивів управління резервами, то окремі центробанки, так само як і портфельні інвестори, можуть змінювати вибір в рамках обмеження ризик-доходність. Утворення співвідношення між ризиком та доходністю багато в чому спирається на поєднання суб'єктивної оцінки рівня боргового тягара і глобального фону процентних ставок. Рівень державного

боргу, що ототожнюється із джерелом макрофінансової нестабільності, може варіювати. Це відповідає випадкам неспівпадіння між величиною нагромадженого боргу країною і спредами по її боргових зобов'язаннях. Рівень глобальних процентних ставок також може варіювати, але при цьому він залишається екзогенним по відношенню до більшості країн. Схематично дану залежність можна представити у табл. 21.

Розглянуті схематично у табл. 21 варіанти засвідчують, що в умовах сегментації мотивів управління резервами боргова політика країн, що емітують активи, на які поширюється попит монетарних органів інших країн, може опинитись в нестабільному середовищі.

А) Зміни в мотивах можуть слідувати за ринковою кон'юнктурою і тоді вони будуть проциклічними. Якщо мотиви змінюються ендогенно, то вони в окремих випадках можуть мати стабілізуючий ефект, а в окремих – дестабілізуючий, що, в будь-якому випадку, послаблює зв'язок між якістю боргових інструментів та ринковими стимулами підтримання фіскальної дисципліни.

Б) Послаблення ринкової дисципліни в одних випадках і брак попиту на високоякісні інструменти в інших робить боргову політику відносно успішною, що створюватиме некоректні сигнали для фіскальної політики. Боргова стабільність ставатиме вразливою до ступеня прийняття морального ризику гравцями ринку суверенних зобов'язань, тим самим підриваючи основи для здорової конкуренції між резервними валютами.

В) В умовах асиметричної конкуренції між резервними валютами зростає значення когерентності між позиціонуванням центробанку-емітента резервної валюти та якостями активів у такій валюті. Наприклад, якщо якості боргових інструментів окремої країни імпліцитно вміщують гарантії кредитування останньої інстанції свого центробанку, то вони можуть сприйматись як такі, що вміщують елемент валютного ризику, пов'язаного із монетарною експансією. Попит на них буде підтримуватись в значних обсягах тоді, коли валютний курс такої резервної валюти не є гнучким щодо валютного курсу країни, яка підтримує значне зовнішнє володіння такими активами.

Таблиця 21. Боргова нестабільність в розрізі мотивів управління резервами та варіантів середовища фіскальної політики

		Глобальні процентні ставки	
		Низькі	Високі
Рівень боргового тягара, що може провокувати ризик макрофінансової нестабільності	Низький	<p>Сприятливе середовище для фіскальної стабільності. Боргові інструменти розглядаються як надійні та ліквідні. Попит на них прив'язаний до мотиву підтримання ліквідності та збереження вартості резервів. У випадку, коли це не є основні мотиви, а у попередньому періоді спостерігалась значна присутність центробанків-нерезидентів, країна може зіткнутись із короткостроковими труднощами у сфері рефінансування навіть за стабільної боргової ситуації.</p>	<p>Середовище фіскальної політики обмежує можливості для ефективних довгострокових запозичень. Боргові інструменти розглядаються як такі, що можуть вміщувати елемент спекулятивної доходності. Попит на них прив'язаний до мотиву компенсації втрат від володіння низько доходними активами. Якщо такий мотив домінує, то країна може наразитись на ризик відносно легкого збільшення державного боргу. Якщо ж домінує мотив переваги ліквідності та надійності, ризик швидкого нагромадження країною боргу та погіршення майбутньої боргової стійкості може переоцінюватись.</p>
	Високий	<p>Середовище фіскальної політики обмежено сприятливе. Боргові інструменти розглядаються як ліквідні, але їх надійність сприймається з поправкою на майбутню траєкторію державного боргу. Мотив ліквідності визначатиме попит на них. Мотив збереження вартості резервів також може бути актуальний, але з корекцією на майбутню платоспроможність. Якщо ж мотив збереження вартості спирається на високий рівень несприйняття ризику, центробанк ставитиме під сумнів доцільність значного володіння такими активами.</p>	<p>Жорстке оточення фіскальної політики. Боргові інструменти розглядаються як ризикові. Вони будуть ігноруватись мотивом ліквідності та підтримання вартості. Але в окремих випадках намагання компенсувати втрати капіталу від володіння низько доходними активами може заохочувати підвищення схильності до ризику в управлінні резервами. Реалізація такого мотиву справлятиме стабілізуючий ефект на боргових ринках країни, але навряд чи матиме довгострокові позитивні стимули для підтримання нею фіскальної дисципліни.</p>

Якщо якості боргових інструментів іншої країни вміщують гарантії більш консервативного монетарного курсу центробанку-емітента валюти, в якій такі інструменти деноміновані, то вони можуть допускати вищий рівень ризику платоспроможності. Попит на такі інструменти може підтримуватись як альтернатива більш традиційним інструментам. Тобто співпадіння мотивів вибору резервної валюти та якостей резервних активів є важливою умовою для стабільності глобальних монетарних взаємин в довгостроковому періоді, що задаватиметься ринком резервних валют та ринковою поведінкою його учасників.

Але в короткостроковому періоді ситуація може бути іншою. Активи з імпліцитними гарантіями кредитування останньої інстанції можуть оцінюватись вище, тим самим штовхаючи поведінку валютного курсу в протилежному напрямку по відношенню до динаміки грошової пропозиції відповідного центробанку. Якщо усі центробанки-емітенти резервних валют одразу займуть позицію кредитора останньої інстанції по відношенню до активів, деномінованих у їхні валюти, то світ зіткнеться зі стрибком глобальної грошової пропозиції, яка не буде коректуватись змінами валютного курсу між резервними валютами. Ринкові корекції будуть відкладатись в часі, але відбуватись у більших масштабах. За таких умов, чим більшою мірою боргова політика країн емісії резервної валюти буде коректуватись в напрямку підтримання довгострокової платоспроможності, тим меншою мірою обвал глобального грошового нависання вдарить по спроможності рефінансування поточних зобов'язань і навпаки. Незважаючи на те, що стимули до фіскальної консолідації в розвинутих країнах здебільшого пов'язуються із потребами раціоналізації основ фіскальної політики, дедалі більше кількість досліджень, що вказує на затребуваність заходів економії з макрофінансових міркувань та потреб підтримання монетарної стабільності у світі¹⁵².

¹⁵² Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // ECB Working Paper. – 2010. - №121. – P. 1-37.; Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. - №444. – P. 1-75.; Angeloni I., Sapir A. The International Monetary System is Changing: What Opportunities and Risks for the Euro? // Bruegel Working Paper. – 2011/11. – P. 1-19.;

Зміни в структурі глобальної ліквідності також впливають на характер зв'язку між фіскальною стійкістю в центрах резервної валюти та глобальною макрофінансовою стабільністю. Незважаючи на величезні обсяги нагромаджених валютних резервів, основою глобальної ліквідності є не стільки офіційна ліквідність (валютні резерви та кредитні механізми міжнародних фінансових організацій), скільки приватна ліквідність, що виражається величиною валових зобов'язань глобального фінансового сектора¹⁵³. Мірою трансформації системи управління пасивами в глобальному банківському бізнесі поведінка зовнішніх зобов'язань провідних фінансових установ набагато краще відображає напрямки змін в глобальному кредитному та фінансовому циклі. Глобальна грошова пропозиція, транскордонні потоки капіталу, коливання вартості активів стають похідними від ринкових умов, що задають середовище здійснення глобальних банківських запозичень¹⁵⁴. Зростання значень валових зовнішніх позицій глобальних банків трансформує їх залежність від стану ліквідності активів та ринку в окремій резервній валюті¹⁵⁵. Завдяки цьому фінансова стабільність в світі стає обумовленою тим, наскільки глобальні банки зі значними зовнішніми позиціями можуть розраховувати на кредитування останньої інстанції та фінансову підтримку з боку уряду в разі, коли частина їх активів у певній валюті опиниться під ризиком різкої втрати якості.

Euro, Dollar, Yuan Uncertainties. Scenarios on the Future of the International Monetary System // World Economic Forum World Scenario Series. – 2012. – June. – P. 1-36.

¹⁵³ Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications // Committee on the Global Financial Stability System Papers. – 2011. - №45. – P. 1-39.; Funding Patterns and Liquidity Management of International Active Banks // CGFS Papers. – 2010. - №39. – P. 1-48.; The Functioning and Resilience of Cross-Border Funding Markets // CGFS Papers. – 2010. - №37. – P. 1-30.

¹⁵⁴ Adrian T., Shin H.S. Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles // Federal Reserve Bank of New York. – 2008. – Vol. 14. - №1. – P. 1-7.; Shin H.S., Shin K. Procyclicality and Monetary Aggregates // NBER Working paper. – 2011. - №16836. – P. 1-27.; Shin H.S. Global Liquidity // Remarks at the IMF conference “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”. IMF. Wash. (D.C.), 2011. March 7-8. – P. 1-9.; McCauley R., McGuire P., Peter von G. The Architecture of Global Banking: From International to Multinational // BIS Quarterly Review. – 2010. – March. – P. 25-37.; Haas De R., Lelyveld Van I. Multinational Banks and the Global Financial Crisis: Weathering the Perfect Storm? // EBRD Working Paper. – 2011. - №135. – P. 1-20.

¹⁵⁵ Cetorelli N., Goldberg L. Global Banks and International Shock Transmission: Evidence From the Crisis // NBER Working Paper. – 2010. - №15974. – P. 1-41.; Acharya V., Schnabl Ph. Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09 // IMF Economic Review. – 2010. – P. 1-37.

Оскільки в більшості своїй резервні валюти і є ключовими валютами, у яких деномінована лівова частка глобальних банківських зовнішніх активів та зобов'язань, то, відповідно, саме від того, наскільки будуть співвіднесені між собою масштаби заходів із підтримки ліквідності та платоспроможності таких банків центрами емісії резервних валют та масштаби їх зовнішніх позицій, що опинились під ризиком, буде визначатись глобальна макрофінансова стабільність у світі.

В світлі того, що банківські кризи супроводжуються різким підвищенням рівня боргового тягара¹⁵⁶, то спроможність країни-емітента резервної валюти збільшувати державний борг без ризику суверенної платоспроможності (достатній фіскальний простір) для підтримки фінансового сектора перетворюється на визначальну умову ліквідності не просто резервних активів, а фінансової системи в цілому. Завдяки цьому факту боргова стабільність країн-емітентів резервних валют стає основою довіри до такої валюти безвідносно до того, чи вона використовується в офіційних операціях (центральні банки) чи в приватних (фінансовий сектор). Рух обмінного курсу між такими валютами в короткостроковому періоді визначатиметься не тільки тим, в якого з центробанків-емітентів резервної валюти більший потенціал для виконання ролі кредитора останньої інстанції в глобальних масштабах, але й тим, який уряд має більший фіскальний простір для того, щоб в разі потреби змогти різко підвищити обсяг чистих запозичень для фінансування механізмів підтримки фінансового сектора. Нещодавні кризи у банківських системах Ісландії, Ірландії, Великої Британії вказують на те, що неможливість уряду забезпечити фінансову підтримку глобальним банкам-резидентам впливає саме із розриву між величиною їх зовнішніх позицій та обсягами можливого збільшення державного боргу в короткостроковому

¹⁵⁶ Frydl E. The Length and Costs of Banking Crises // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/30. – P. 1-36.; Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises: a New Database // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/224. – P. 1-46.; Rogoff K., Reinhart C. The Aftermath of Financial Crisis // NBER Working Paper. – 2009. – №14587. – P. 1-38.; Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Debt Overhangs: Past and Present // NBER Working Paper. – 2012. – №18015. – P. 1-29.; Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. How Effective is Fiscal Policy Response in Systematic Banking Crisis // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160. – P. 1-39.; Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. Restoring Debt Sustainability After Crisis: Implications for the Fiscal Mix // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/232. – P. 1-36.

періоді¹⁵⁷. Якщо взяти до уваги, що більшість розвинутих країн мають обсяги державного боргу на рівні 100% ВВП, то фіскальний фактор забезпечення надійності резервної валюти у них суттєво послаблений. Посилення тенденції до пошуку альтернативних резервних активів детермінуватиметься не тільки розривом між часткою боргу та часткою ВВП у відповідних глобальних величинах, що загрожує значними втратами капіталу від зменшення їх ринкової вартості (рис. 17), а також і тим, що фіскальні позиції резервних центрів вразливі. За таких рівнів боргового тягаря підтримка фінансового сектора чи будь-які інші фіскальні акції зі стимулювання економіки вимагатимуть потужних монетарних ін'єкцій, які не сумісні з довірою до резервної валюти в довгостроковому періоді.

В світі, де резервними активами є власне активи, а не золото, підтримка ліквідності не наражається на фізичні обмеження запасу металу. Якщо у випадку міжнародних монетарних устроїв, заснованих на прив'язці до металу, фіскальна політика була обмежена виключно тим, наскільки центральний банк може виконувати монетарні зобов'язання із конвертованості валюти у золото, внаслідок чого могла бути більш гнучкою за вищих обсягів золотих запасів, то в сучасних умовах модель резервних активів зазнає істотних змін.

А) Існуючі резервні валюти/активи перебувають між собою у конкурентних відносинах. Позиціонування центробанку-емітента (як установи, монетарна стратегія якої розглядається з позиції наслідків для доходності та ринкової вартості резервних активів) та глибина фінансової системи, що забезпечує ліквідність ринку, перетворюються на конкурентні переваги тієї чи іншої резервної валюти / активів, мотиви розміщення коштів в яких є сегментованими.

Б) Концентрація валютних резервів та обсяг їх акумулювання перестають бути нейтральними щодо мотивів управління ними, а це означає наявність ризиків коливання фінансового ринку

¹⁵⁷ Buiter W., Sibert A. New Theories of Optimum Currency Areas and Their Application to Poland's Adoption the Euro: the Asymmetric-shocks-on-its-head and the Lender-of-last-resort Theories of Optimal Currency Areas // London School of Economics and Political Science Brief. – 2008. – Oct. – P. 1-16.

внаслідок реалокації зовнішніх активів центробанків. Звідси, чим глибший ринок, тим він стабільніший, тоді як більш вузькі ринки можуть сприйматись як нішеві з відповідною специфікою вразливості.

В) Фіскальний простір починає відігравати вирішальне значення в забезпеченні надійності резервних активів через: створення достатньої ємності ринку; підтримання їх вартості на рівні, сумісному із довгостроковими очікуваннями суверенної платоспроможності; наявність можливостей збільшити чисті запозичення для екстреної підтримки фінансового сектора та компенсації попиту в економіці, рецесія в якій зумовлюється фінансовим стресом.

Рух до багатополлярної моделі глобальних монетарних взаємин допускатиме, що розвинуті країни вже не можуть дозволити більш слабкі фіскальні позиції, порівняно з тими, якими вони мали би бути для збереження статусу кво у сфері резервних активів. Просування національних валют окремих країн-нових лідерів для заміщення традиційних долара США та євро спирається на ідею відносно збалансованих фіскальних позицій та низького тягара державного боргу. Поступова лібералізація рахунків руху капіталів в таких країнах дозволить створити ринок активів, доступних для алокації закордонних залишків коштів у таких валютах, що нагромаджуються в рамках експортно-імпортних операцій. Однак, питання ліквідності ринку і спроможності гарантувати його функціонування без конфлікту між макрофінансовими та широкими економічними цілями залишається відкритим.

Попит на активи країн, що просувають ідею перетворення їх власних валют на резервні, рано чи пізно почне підривати курсове співвідношення, за якого формується їх довгострокова перевага – профіцит поточного рахунку. Відносна фіскальна збалансованість також багато в чому спирається на те, що такі країни спромоглися нагромадити значні зовнішні резерви, тобто реагували на глобальний попит збільшенням випуску і уникали зміцнення валютного курсу. У випадку експортерів енергоресурсів фіскальний баланс також спирається на поведінку цін на енергоносії, які чутливі до змін в глобальній грошовій пропозиції. Звідси,

глобальна економіка стикається з дилемою. З одного боку, розширення конкуренції між резервними валютами / активами сприяє підвищенню глобальної макрофінансової стабільності та посилює симетричність втрат і вигод пристосування до нових рівноважних умов, внаслідок чого ефекти переливу не породжують напруги у сфері монетарних взаємин у світі.

З іншого боку, рух до багатопольярної моделі резервних валют / активів послаблюватиме передумови для збереження адекватності між гегемоністськими проектами альтернативних резервних валют та економічною моделлю, на підґрунті якої такі проекти стали можливими. Підвищення вразливості до шоків ринку активів, а також готовність здійснення фіскальної та монетарної підтримки фінансового сектора, відкритого до переливів капіталів, ставатимуть чутливими до запасу валютних резервів, нагромадження яких буде несумісним із резервним статусом валюти. Звідси, сценарій розвитку глобальних монетарних взаємин буде визначатись тим, як розвинуті країни (США, зона євро) будуть спроможні реалізувати політику фіскальної консолідації в сукупності зі структурними реформами, пов'язаними з необхідністю активізації некейнсіанських ефектів бюджетної економії, і як нові лідери (Китай, Бразилія) будуть спроможні реалізувати структурні реформи, спрямовані на підвищення стабільності фінансових систем і їх адаптивності до гнучких валютних курсів та шоків руху капіталів та ринку активів (включно із запровадженням фіскальних буферів ліквідності, які могли би виконувати контр-циклічну місію). Схематично даний сценарій представлено у табл. 22.

З розглянутого видно, що при збереженні попиту на валютні резерви фіскальна слабкість провідних країн може суттєво підірвати основи глобальної монетарної стабільності. Іншим аспектом фіскальної вразливості резервних валют є те, що занижені процентні ставки вже не можуть вважатися перевагою, навіть якщо вони пом'якшують борговий тягар. Причину того, що занижені ставки більше не справляють однозначного позитивного впливу на країни емісії резервних валют, слід шукати в проблемах фіскальної дисципліни. Коротко цю проблему можна висловити наступним

Таблиця 22. Сценарії розвитку глобальних монетарних взаємин в залежності від структурних реформ в країнах-емітентах резервних валют і в країнах-нових лідерах

		Фіскальна консолідація та структурні реформи в країнах емісії резервних валют	
		Повільні, суперечливі, відносно успішні	Швидкі, масштабні, успішні
Структурні реформи, спрямовані на підвищення стабільності та адаптивності до шоків фінансових систем в країнах-нових лідерах	Повільні, суперечливі, відносно успішні	Тенденція до підтримання статусу кво у сфері резервних валют / активів за високого рівня фонові нестабільності у сфері глобальних макрофінансових процесів	Тенденція до відновлення статусу кво у сфері резервних валют / активів. Збереження дисфункцій у сфері глобальних монетарних взаємин та невизначені перспективи їх корекції
	Швидкі, масштабні, успішні	Посилення тенденцій до гегемоністської багатополярності за збереження нестабільності у сфері глобальних монетарних взаємин	Посилення тенденцій до конкурентної багатополярності, яка допускатиме підвищення стабільності у сфері глобальної грошової пропозиції, але не виключатиме підвищення глобальної курсової волатильності.

чином: країна, емітуючи резервну валюту, отримує вигоди від низьких процентних ставок, за чим слідує зміна спонукальних факторів боргової політики, після чого завищений рівень державного боргу ставить під сумнів спроможність країни пропонувати привабливі активи з точки зору управління валютними резервами. При більш детальному розгляді можна побачити, що занижені ставки можуть спотворювати уявлення про тверезі орієнтири боргової політики безвідносно до того, чи є валюта резервною чи ні. Тобто проблема завищеного боргового тягаря після кризи є відображенням того, що, насправді,

глобалізація включно з експансією резервних активів призводить до падіння рівноважних ставок і, тим самим, спотворює ефект фіскальної дисципліни. На це варто подивитись більш прискіпливо.

Фіскальна дисципліна: гетерогенність та спотворені спонуки

Аналіз потенційного впливу каналів впливу глобалізації на боргову політику дозволяє побачити, що насправді більшість з них за певних умов заохочує не стільки фіскальну дисципліну, скільки ризикову поведінку у сфері публічних запозичень. Існує певний консенсус з приводу того, що тривале перебування процентними ставками на низькому рівні заохочує ризикову поведінку. Якщо низькі ставки не заохочували до фіскальної дисципліни напряду, то, принаймні, вони не мотивували до зниження вже досягнутого рівня боргового навантаження. В середовищі глобально низьких процентних ставок забезпечення значних первинних профіцитів для зниження співвідношення боргу до ВВП виглядало зайвим та таким, що не є оптимальним в світлі зростання відносної вартості податкового тягаря, а зростання державного боргу на тлі падіння процентних ставок отримало назву нової економіки публічних фінансів¹⁵⁸. Виникнення неочікуваного середовища глобально низьких процентних ставок почало розглядатись як нові можливості у сфері публічних фінансів. Після періоду високих процентних ставок 1980-1990-х їх падіння почало ідентифікуватись як вигода від глобалізації, що може суттєво послабити борговий тягар.

Так, будь-яке суттєве зростання рівня державного боргу, продиктоване міркуваннями падіння довгострокових ставок, є ризиковим та вразливим до потреби у рефінансуванні в умовах

¹⁵⁸ Детальніше 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.; Козюк В.В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів // Світ фінансів. – 2008. – Вип. 1. – С. 29-40.; Turner Ph. Is the Long-term Interest Rate a Policy Victim, a Policy Variable or a Policy Lodestar? // BIS Working Paper. – 2011. - №367. – Р. 1-39. Однак, указані дослідження більшою мірою вказують на ризики боргової експансії, необмеженої релевантним підвищенням рівня процентного тягаря.

зміни ринкових очікувань¹⁵⁹. Це означає, що вибір на користь виходу за межі 60% рівня боргу до ВВП є наслідком не стільки структурних змін у сфері боргових фінансів, скільки переходом до більш ризикової макрополітики, яка виявилась віддзеркаленням структурних змін у сфері поведінки економічних агентів в умовах експансії глобальної ліквідності та ендогенного зв'язку між характером монетарної політики в часі та ставленням до ризику. Аналогічно зниження видатків на обслуговування державного боргу, внаслідок падіння довгострокових ставок, на сьогодні чітко сприймається як наслідок стабілізації провідними центробанками інфляційних очікувань у 1990-х і на початку 2000-х¹⁶⁰. Звідси, підвищення рівня державного боргу, або відсутність його зниження за позначку у 60% перед кризою слід розглядати як прояви більш ризикової поведінки, продиктованої оманливими уявленнями про зниження величини процентних виплат.

Як показують окремі автори, фіскальна політика під час та після глобальної фінансової кризи не виглядає однорідною в розрізі країн. Докризове нагромадження фінансових дисбалансів, вразливість банківського сектора, а також докризова фіскальна позиція є основними детермінантами того, чому різні країни продемонстрували виражені відмінності у підтриманні суверенної платоспроможності на рівні, що не викликав би сумніву в очах глобальних ринків капіталу¹⁶¹.

З огляду на неоднорідність характеру фіскальної політики під час кризи, що є опосередкованим свідченням її неоднорідності до кризи, та гіпотезу, що падіння процентних ставок спонукає до підвищення рівня боргу до ВВП, є сенс більш детально розглянути дане явище. Табл. 23 чітко вказує на те, що в країнах ОЕСР з

¹⁵⁹ Ibid.

¹⁶⁰ Turner D., Spinelli Fr. Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics // OECD Economics Department Working Paper. – 2011. – ECO/WKP(2011)88. – P. 1-26.

¹⁶¹ Наприклад, А. Бенетре та Ф. Лейн констатують, що погіршення загального та структурного балансу після кризи більшою мірою властиве більш заможним країнам, країнам, де рівень безробіття суттєво зріс та країнам, які до кризи відзначались швидким зростанням обсягів банківських кредитів. Однак, зв'язку між фіскальними індикаторами і якимись іншими характеристиками країн не простежується, з чого робиться висновок про достатньо подібну реакцію на кризу у вигляді погіршення бюджетного балансу та підвищення державного боргу. Див.: Benetrix A., Lane Ph. International Differences in Fiscal Policy During the Global Crisis // NBER Working Paper. – 2010. - №16346. – P. 1-46.

середини 1990-х рр. почала формуватись тенденція до невпинного падіння величини чистих процентних виплат як частки ВВП, при тому, що до 1995 р. ця тенденція була протилежною. Тільки нагромадження значного обсягу державного боргу, внаслідок реалізації антикризових заходів, перериває спадаючу тенденцію до падіння тягаря процентних виплат. Починаючи з 2010 р., чисті процентні виплати у співвідношенні до ВВП починають зростати, демонструючи відновлення зв'язку між трендом державного боргу та процентними платежами. Дані табл. 23 в цілому підтверджують, що зниження процентних виплат справді підштовхує до підвищення рівня державного боргу, що намітилось з початку 2000-х рр.

В світлі вищесказаного можна побачити, що боргова експансія та ризик фіскальної стійкості розвинутих країн не є просто продуктом низьких ставок, а – наслідком зміщення у бік більш ризикової політики. При цьому, таке зміщення є властиве саме країнам, валюти яких є резервними, тоді як явна стримана фіскальна політика в світлі глобальної фінансової конкуренції спостерігається у тих країнах, щодо валют яких зростає інтерес з боку центробанків, які прагнуть диверсифікації резервів та збереження їхньої вартості. Можна зробити декілька принципових висновків:

низькі ставки не є перевагою країн емісії резервних валют в чистому вигляді, оскільки вони заохочують більш ризикову боргову поведінку;

відсутність спроможності еластично знижувати курс резервної валюти в системі значного попиту на зовнішні активи робить фіскальну політику додатково вразливою, оскільки обмежені можливості відновлення конкурентоспроможності за рахунок зниження курсу тягнуть за собою проблеми у сфері бюджету;

боргова криза розвинутих країн розвивається в рамках глобальних фінансових дисбалансів і від поведінки центробанків, що нагромаджують резерви, в значній мірі залежить те, наскільки рефінансування нагромадженого боргу буде стабільним;

Таблиця 23. Середні значення чистих процентних виплат та валових фінансових зобов'язань урядів країн ОЕСР в розрізі періодів, % ВВП

	1994-2001		2002-2007		2008-2013	
	%*	ВФЗ**	%*	ВФЗ**	%*	ВФЗ**
Австралія	1,2	33,3	0,2	16,9	0,3	23,3
Австрія	3,0	69,0	2,3	69,2	2,1	78,1
Бельгія	7,3	125,3	4,4	97,5	3,3	100,03
Канада	4,5	93,7	1,4	73,2	0,5	81,2
Чехія	0,4	36,03	0,6	32,4	1,1	45,4
Данія	2,8	72,5	1,1	48,4	0,4	56,2
Естонія	0,04	11,2	-0,2	8,8	-0,2	11,5
Фінляндія	1,2	59,4	-0,2	47,97	-0,2	54,6
Франція	2,9	65,7	2,6	72,4	2,5	96,5
Німеччина	2,8	58,3	2,5	67,5	2,1	82,9
Греція	8,3	105,7	4,7	115,6	5,8	152,2
Угорщина	6,6	72,4	3,8	66,9	4,1	85,2
Ісландія	1,1	76,4	-0,1	61,8	2,4	121,2
Ірландія	3,3	56,6	0,9	32,3	2,8	96,9
Італія	8,4	124,8	4,8	116,7	4,7	122,2
Японія	0,8	111,4	0,3	162,7	0,8	199,2
Корея	-0,9	31,1	-1,1	24,2	-1,0	33,6
Люксембург	-1,2	15,7	-0,9	12,4	-0,3	23,3
Нідерланди	3,8	75,2	1,9	58,4	1,4	73,8
Нова Зеландія	2,0	43,2	0,6	28,6	0,6	40,7
Норвегія	-1,6	32,2	-2,2	50,3	-2,4	39,2
Польща	3,7	48,1	2,2	54,5	2,2	60,6
Португалія	3,5	63,9	2,5	70,95	3,3	108,1
Словаччина	2,2	45,4	1,5	42,03	1,3	45,4
Словенія	1,8	34,1	1,4	33,7	1,4	50,5
Іспанія	3,8	69,7	1,7	51,4	1,9	71,8
Швеція	2,4	76,7	1,1	57,3	0,3	48,8
Швейцарія	0,9	50,7	0,9	54,3	0,2	41,5
Велика Британія	2,8	48,4	1,7	44,2	2,6	87,0
США	3,0	63,8	1,9	64,3	1,9	97,7
Зона євро	4,2	77,2	2,8	75,5	2,6	92,0
ОЕСР	2,95	72,3	1,8	75,3	1,7	98,7

Примітка 1. * - чисті процентні виплати, % ВВП; ** - валові фінансові зобов'язання уряду, % ВВП. Обраховано на основі статистичних даних ОЕСР (www.oecd.org).

фіскальний простір країни емісії резервної валюти є проциклічним фактором її життєвого циклу. Низькі рівні боргового тягаря на початку заохочують попит на неї з міркувань збереження вартості резервів, тоді як нагромадження боргових ризиків, внаслідок занижених процентних ставок, може прискорювати втрату резервною валютою своїх позицій;

фіскальне зміщення «дилеми Триффіна» може накладатись на точку біфуркації життєвого циклу резервної валюти, внаслідок чого борговий фактор проблем у сфері міжнародної ліквідності породжуватиме нестабільність на глобальних ринках капіталу, чим заохочуватиме перегляд чинної моделі монетарного устрою світу;

фіскальна стійкість є невід'ємним елементом життєспроможності та конкурентності резервної валюти, що особливо актуально в світлі виникнення в глобальній економіці трансакційних зон, які генерують агломераційні ефекти у сфері грошей та фінансових ринків. Тенденція до мультивалютності має чітку кореспонденцію з фіскальною стабільністю країн, боргові інструменти яких розглядаються як потенційно ефективні складові глобальних зовнішніх активів.

РОЗДІЛ 3. РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ ТА ФІНАНСОВА КРИЗА: ПРЕЗУМПЦІЯ НЕВИННОСТІ ТА ТУПИК РЕФОРМ

3.1. Дисбаланси, ліквідність та глобальна монетарна нестабільність: роль резервних валют в глобальній фінансовій кризі

Початок глобальної фінансової кризи, що пов'язується із іпотечною кризою в США, відсунув на задній план дискусію про глобальні дисбаланси, хоча і не надовго, про що нагадують самміти G-20 і триваючі дискусії про предмет глобального регулювання. Колапс долара, як резервної валюти, до 2007 р. якщо не обговорювався, то, принаймні, пророкувався. Брак довіри до американської валюти почав формуватись на підґрунті розширення платіжного дефіциту США в сукупності зі зростанням зовнішньої заборгованості останніх. Поруч із цим, зростання частки американських активів в структурі глобального портфеля виглядало дуже несподіваним на тлі зтяжного погіршення поточного рахунка. Поступова девальвація долара з 2004 р. по 2008 р. чітко вказувала на те, що ряду країн, які нагромаджують значні резерви, достатньо змінити політику щодо валютної структури зовнішніх активів, і знецінення американського долара разом із зменшенням припливу капіталів на внутрішній ринок США призведуть до виникнення якісно жорсткіших бюджетних обмежень. Подальше стиснення споживання та інвестицій призведе до різкого спаду, що відобразиться і на решті світу. Зокрема, країни з ринками, що формуються, також зазнають суттєвих втрат через стиснення американського ринку. Найбільшою проблемою для них буде підвищення глобальних процентних ставок, яке різко

підвищить вартість обслуговування боргів, рівень яких суттєво зріс за період м'яких глобальних монетарних та фінансових умов¹⁶².

Дискусії про зв'язки між резервними валютами, дисбалансами та кризою: від «надмірної привілеї» до більш широкого розуміння глобальних макрофінансових зв'язків

Втім, модель глобальної фінансової кризи виявилась зовсім іншою, ніж це передбачали дискусії про так звану «корекцію глобальних дисбалансів». А подальші розвідки в цьому напрямку зазнали певних уточнень, які говорять про те, що концептуально проблема дисбалансів не знята¹⁶³, але й зв'язок між ними та системою резервних валют виявився значно складнішим, ніж це виглядало до кризи. Поглиблення розуміння так званих фінансових каналів зовнішнього пристосування також засвідчило, що девальвація долара США може мати ряд стабілізуючих наслідків для американського чистого зовнішнього боргу. В світлі різкого підвищення курсу долара у 2008 р. і в подальшому на тлі кризи ліквідності «надмірну привілею» можна прочитати у інший спосіб. Вона вже не стільки відображає асиметричний тягар корекції платіжних позицій емітентом резервної валюти (доларів США) і рештою світу. Це тим більше очевидно в світлі того, що завищений попит на резервну валюту швидко трансформується у завищений попит на активи, деноміновані у ній і оригіновані в країні її емісії, з усіма наслідками, які випливають з цього (інфляція вартості активів, занижені ставки, пошук доходності, надмірне прийняття ризику тощо). «Надмірну привілею» можна було би прочитати у інший спосіб: зниження курсу стабілізує чисту зовнішню заборгованість, а підвищення вказує на залежність світу

¹⁶² 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.; Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // IIE Working Paper. – 2005. – 05-7. – P. 1-115.; 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.

¹⁶³ Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking / Edited by S. Claessens, S. Evenett, B. Hoekman. – CEPR: A VoxEU.org publication, 2010. – 215 p.; Blachard O., Milesi-Ferretti G.-M. Global Imbalances: In Midstream? // IMF Staff Position Note. – 2009. – SPN/09/29. – P. 1-31.

від ліквідності активів, виражених у цій валюті. Звичайно, для такого читання «надмірної привілеї» потрібно прийняти до уваги ряд обмежень. По-перше, пасиви США виражені в національній валюті і представлені інструментами з фіксованим доходом, а активи виражені в валютах країн-партнерів і здебільшого ними є більш ризикові інструменти, ніж суверенні боргові зобов'язання. По-друге, чутливість світу до стану доларової ліквідності визначається значним закордонним обігом американської валюти. По-третє, рефінансування доларових боргів закордонний приватний сектор здійснює за посередництва американського внутрішнього ринку через мережу глобальних банків, політика управління ліквідністю яких відштовхується від потреб пристосування до поточної кон'юнктури глобальних ринків. По-четверте, підтримка ліквідності з боку ФРС робить такий «додатковий сервіс» певною конкурентною перевагою долара. Завдяки цьому короткострокові стиснення доларової ліквідності компенсують середньостроковий тренд зниження його вартості.

Читання «надмірної привілеї» у зазначений спосіб може віддзеркалювати й іншу більш складну проблему, пов'язану із триваючим зростанням обсягу закордонного обігу американської валюти. Глобальні банки спроможні мультиплікувати доларову пропозицію безвідносно до політики ФРС, але вони неспроможні виступати глобальними кредиторами останньої інстанції. Звідси, підвищення зовнішнього мультиплікатора доларової грошової пропозиції може виглядати як стабілізуюче зовнішній борг зниження вартості, виражене у номінальному обмінному курсі, яке в сукупності позначається на глобальній банківській експансії. А падіння мультиплікатора під час кризи компенсується експансією ФРС, завдяки чому номінальне курсове співвідношення зазнає реверсу на тлі розширення операцій з підтримки ліквідності. Як наслідок, долар не зазнає відчутних ударів по статусу ключової валюти. В короткостроковому періоді утворює його через «додаткові сервіси» у вигляді підтримки ліквідності активів з боку ФРС. Однак, при цьому розрив між прихованими механізмами, що стабілізують американський зовнішній борг і, відповідно, послаблюють ув'язку між платіжними дисбалансами США і статусом долара, як ключової валюти, та глобальною макрофінансовою стабільністю, тільки посилюється. Більше того,

Фінансові канали зовнішнього пристосування можуть мати інший алгоритм функціонування, якщо змінити структуру зовнішніх активів та зобов'язань. Така структура та статус долара є ендогенними один стосовно другого. З цього випливає, що фундаментальна трансформація глобальних монетарних взаємин повинна спиратись на більш систематичні провали чинного монетарного устрою світу, аніж виключно на цикли віддалення від корекції американського поточного рахунка з відповідною роллю долара у ній.

Іншими словами, фундаментальна трансформація глобального монетарного порядку повинна відштовхуватись не стільки від проблеми «надмірної привілеї» в її традиційному чи вище розглянутому читанні, скільки від тих детермінант, які призводять до генерування джерел нестабільності глобального рівня. Зв'язок системи резервних валют з глобальними дестабілізаціями в даному випадку буде складовою більш широкого погляду. Це дозволяє більш коректно розмежувати, власне, провали глобального монетарного устрою, в якому основні структурні риси Ямайської системи по-суті є фрустрованими, та зумовленість глобальної фінансової кризи функціонуванням цього устрою, або його найбільш визначальними компонентами, якими, поза сумнівом, є резервні валюти та довгостроковий процес нагромадження резервних активів. Більш прискіпливий аналіз останнього дозволяє побачити, що реакція багатьох країн на кризу відображає збереження системних проблем у сфері глобальних монетарних процесів.

Так, дискусії довкола зв'язку між кризою та глобальним монетарним устроєм засвідчують цілковиту відсутність консенсусу¹⁶⁴. Можна виділити декілька поглядів:

криза і дисбаланси пов'язані між собою. Система платіжних дисбалансів відображає брак гнучкості валютного курсу та структурні детермінанти профіциту поточних рахунків багатьох країн з ринками, що формуються (наприклад, гіпотеза «надлишку заощаджень» (від англ. – *savings glut*)). Звідси, формування попиту на резервні активи є продовженням контр-позицій країн, що

¹⁶⁴ Це добре проілюстровано в: Dorrucchi E., McKay J. The International Monetary System After the Financial Crisis // ECB Occasional Paper. – 2011. - №123. – P. 1-62.

нагромаджують резерви, і країни-емітента резервної валюти. Попит на резерви знижує глобальні процентні ставки¹⁶⁵. Критичним застереженням є прямий аргумент на користь того, що криза не була зумовлена колапсом системи платіжних дисбалансів та втратою довіри ключовою валютою – доларом США¹⁶⁶;

криза і глобальні зовнішні активи пов'язані між собою через структурні асиметрії, перш за все, у сфері фінансового розвитку. Фінансові системи розвинутих країн і країн з ринками, що формуються, перебувають на різних стадіях розвитку, відповідно, спроможність перших генерувати якісні активи перевищує аналогічну спроможність останніх (так звана гіпотеза «браку активів» (від англ. – *asset shortage*)). При підвищенні попиту на надійні активи вектор руху капіталів змінюється порівняно з тим, який передбачає стандартна теорія. Звідси, між дисбалансами та асиметричним розвитком фінансових систем утворюється структурний зв'язок, який призводить до того, що потоки капіталу до розвинутих країн позначаються на інфляції вартості активів та зниженні ставок¹⁶⁷. Критичні застереження аналогічні;

криза і дисбаланси в сукупності із системою резервних активів між собою не пов'язані. В основі кризи є внутрішні дисбаланси, що є наслідком експансії монетарної ліквідності, занижених ставок та акомодативної політики центробанків (підхід «надлишку ліквідності» (від англ. – *liquidity glut*)¹⁶⁸). Фінансова система також демонструє високий ступінь еластичності щодо трансформації імпульсів ліквідності у експансію кредиту та вартості активів (гіпотеза високої фінансової еластичності, яка не є повністю

¹⁶⁵ 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.; Bernanke B. The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit // Speech Delivered at the Sandridge Lecture, Richmond, VA., March 10., 2005.

¹⁶⁶ Gruber J., Kamin S. Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances? // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. – 2008. - №923. – P. 1-69.; Borio C., Disyatat P. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link // BIS Working Paper. – 2011. - №346. – P. 1-37.

¹⁶⁷ Caballero R. On the Macroeconomics of Assets Shortages // NBER Working Paper. – 2006. - №11996. – P. 1-24.; Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates // NBER Working Paper. – 2006. – №11996. – P. 1-34.

¹⁶⁸ Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. - №911. – P. 5-25.

тотожною підходу надлишку ліквідності, але близька за змістом)¹⁶⁹. Аналогічним є підхід, що ґрунтується на відмінностях між міжнародною валютною та міжнародною фінансовою системами, згідно якого сукупні зовнішні активи в цілому та в доларах США у понад 6 разів перевищують офіційні валютні резерви та, відповідно, резерви, деноміновані в американську валюту. Е. Труман зазначає, що нагромадження резервів має прямий зв'язок з профіцитними платіжними балансами, але не має – з дефіцитними. Звідси, дисбаланси становлять проблему для глобальної економіки не з позиції монетарних взаємин та фінансової нестабільності, а з міркувань проблеми суверенної платоспроможності та торговельної політики¹⁷⁰. Критичним застереженням є те, що попит на суверенні активи не береться до уваги як важлива складова глобального знижувального тиску на процентні ставки;

криза є наслідком поєднання зростаючої еластичності глобальної фінансової системи з дисбалансами, наслідком яких є зростання валютних резервів, приплив капіталів на ринки розвинутих країн. Занижені ставки є прямим наслідком того, що центр емісії резервної валюти може дозволити собі більш м'яку політику, а країни, що нагромаджують резерви, спроможні відносно легко примножувати зовнішні суверенні активи внаслідок не тільки політики структурного меркантилізму, а також завдяки припливу капіталів. Сегментація глобального ринку капіталів призводить до того, що вектор руху капіталів «Північ-Південь» спирається на більш ризикові інвестиції в активи та ПІІ, а вектор руху капіталів «Південь-Північ» – на придбання інструментів суверенного боргу з високим рейтингом та активів, що втілюють більш високий ступінь захисту майнових прав¹⁷¹.

¹⁶⁹ Borio C. The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. – 2008. - №251. - P. 1-28.; Borio C., Disyatat P. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link // BIS Working Paper. – 2011. - №346. – P. 1-37.; Borio C. The International Monetary and Financial System: Its Achilles Heel and What to Do About It // BIS Working Paper. – 2014. - №456. – P. 1-27.; Borio C. Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery // BIS Working Paper. – 2014. - №440. – P. 1-23.

¹⁷⁰ Truman E. The International Monetary System and Global Imbalances // Paper Presented at Conference International Monetary System: Looking to the Future and Lessons from the Past, Institute for International Economics, Dec. 15, 2009. – P. 1-10.

¹⁷¹ Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: THEU, Економічна думка, 2009. – 728 с.; Obstfeld M., Rogoff K. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of

Даний синтетичний підхід інтегрує протилежні позиції попередніх, вказуючи на те, що і можливості акомодативної політики центрів емісії резервних валют і можливості таргетування платіжних профіцитів і нагромадження резервів є наслідками дисфункцій Ямайської системи. Це також означає, що система резервних валют / активів має прямий стосунок до експансії ліквідності в глобальній економіці безвідносно до того, стала фінансова система більш еластичною чи ні. Така еластичність є питанням кратності примноження номінального виразу глобальних фінансових агрегатів (валовий кредит, вартість нерухомості, валові зовнішні позиції тощо) та часових обмежень на спроможність фінансової системи трансформувати експансію ліквідності у фінансові умови без ризику примноження детермінант ендогенної фінансової нестабільності (пошук доходності, зміна ставлення до ризику, якість кредитних стандартів, співвідношення вартості застави до величини кредиту, моральний ризик тощо).

Дисбаланси та проблема теоретичного ухилу посткризових реформ: обмеження національно- центричного погляду на глобальну стабільність

Однак, найбільш суттєвою є різниця в посткризовому баченні проблеми, якщо врахувати, що таке бачення теоретично навантажене і адресоване типологічно відмінним структурним компонентам глобальних макрофінансів (огляд теоретичних підходів до проблеми дисбалансів та джерел нестабільності представлено у табл. 24), зв'язок з поведінкою реального сектора яких можна інтерпретувати по-різному. Відповідно, напрям трансформації економічної політики в глобальній економіці буде суттєво залежати від того, які теоретичні позиції з приводу етимології кризи, дисбалансів та зв'язків між ними пануватимуть.

Таблиця 24. Підходи до глобальних дисбалансів в аспекті глобальної макрофінансової нестабільності

Теоретичний підхід	Зміст	Характер впливу на глобальну інфляцію	Характер впливу на глобальну фінансову стабільність
Бретон Вудс 2	Імплицитна угода між США та азійськими експортерами: приплив на борговий ринок перших уможливило фінансування платіжного дефіциту та дефіциту бюджету, тоді як другі отримують приплив ПІІ і, утримуючись від ревальвації, швидко зростають	Швидше дефляційний. Завдяки Бретон Вудс 2 відбувається структурна зміна глобальної торгівлі на користь зростання частки товарів, що справляють конкурентний тиск на ціни в усьому світі	Глобальна стабільність зберігається завдяки відносним вигодам для усіх учасників від підтримуваних дисбалансів. Можливий варіант кризи – брак довіри між учасниками імплицитної угоди
Надлишок заощаджень, стиснення інвестицій, уникнення боргу	Азійські країни мають специфічні спонуки до підтримання високого рівня заощаджень в усіх секторах (зокрема, «страх боргового фінансування корпорацій»). Це формує тенденцію до підвищення вартості активів в розвинутих країнах внаслідок припливу капіталів	Дефляційний. Підтримання платіжних профіцитів спонукає до глобального зниження попиту, хоча і не виключає стимули для підвищення продуктивності	Глобальна стабільність посилюється завдяки зростанню обсягів валютних резервів в країнах, що формуються. Обмежені можливості розвинутих країн підвищувати ставки можуть позначатись на ряді спотворень в процесі оцінки вартості активів
Відмінності в ефективності фінансових систем	Відплив капіталу з країн з ринками, що формуються, на ринки розвинутих країн обумовлений різницею в спроможності їхніх фінансових систем генерувати високоякісні активи та надавати специфічні фінансові сервіси (захист прав власності)	Швидше дефляційний. Забезпечення відпливу капіталів без наслідків для погіршення фінансової стабільності можливе за таргетування платіжного профіциту, що призводить до стиснення глобального попиту	Імплицитне визнання ефективності фінансових систем розвинутих країн не допускає, що вони можуть бути джерелом дестабілізації. Дисбаланси розглядаються як стабільні
Рівноважні дисбаланси / брак активів	Брак якісних активів в глобальній економіці призводить до відносного заниження вартості потоку товарів, вираженого у вартості фізичних активів, порівняно із їх фінансовою вартістю. Брак активів є причиною припливу капіталів в розвинуті країни	Дефляційний. Дефляція уможливило підтримання «рівноважної бульбашки» на ринку активів	Тенденція до підтримання «рівноважної бульбашки» є стійкою і такою зберігатиметься доки поділ на країни, що генерують активи, і країни, що пред'являють попит на них, не досягнуть подібних рівнів фінансової конвергенції

Продовження таблиці 24

Таргетування платіжного платіжно-го профіциту та пастка ліквідності	Таргетування платіжного профіциту одними країнами обмежує попит в країнах-контрагентах, стимулювання якого можливе виключно завдяки зниженню процентних ставок. Однак, при наближенні ставок до нуля перші можуть підтримувати профіцит поточного рахунку, а другі втрачають можливість стимулювати попит	Дефляційний. Поєднання дисбалансів та пастки ліквідності загрожує глобальною рецесією	Немає прямих висновків щодо глобальної фінансової стабільності
Надлишок ліквідності	Експансія ліквідності (акомодативна монетарна політика) в розвинутих країнах трансформується у валютні резерви в решті світу з огляду на масштабний приплив капіталів	Швидше інфляційний. Фінансові умови справляють вплив на умови попиту та ціни на первинні ресурси	Надлишок ліквідності загрожує фінансовою нестабільністю, незважаючи на зростання валютних резервів в світі. Розвинуті країни оперують за занижених ставок, а решта світу стикається з проблемою «утилізації» припливу капіталів
Еластичність фінансової системи	Трансформація фінансової системи позначається на високому рівні її проциклічності та високої чутливості поведінки кредиту та вартості активів до початкових зрушень в стані ліквідності	Швидше інфляційний. Акцент на інфляції цін активів. Інфляція споживчих цін може перебувати в пригніченому стані через довіру до монетарної політики	Глобальна фінансова система високо вразлива до циклів вартості активів, кредиту та лівереджу. Пошук доходності та ставлення до ризику є особливо чутливі до затяжного підтримання низьких процентних ставок. Основним джерелом нестабільності є внутрішні, а не зовнішні дисбаланси
Суверенний попит на активи	Підтримання стабільності та економічного зростання в країнах з ринками, що формуються, можливе за умов «озброєння» значними зовнішніми активами, що потребує як таргетування платіжного профіциту, так і уникнення ревальвації внаслідок припливу капіталів	Швидше дефляційний. Див. вище.	Платіжні дисбаланси є стійкими. Джерело нестабільності – можливі зрушення в політиці управління масштабними валютними резервами окремими країнами або зміна конкурентних позицій резервних валют

Продовження таблиці 24

«Надмірна перевага», виключність дефіциту США	Дефіцит США є природним наслідком виконання доларом ролі ключової валюти, яка надає глобальній економіці «сервіс ліквідності»	Важко ідентифікувати	Дисбаланси є стійкими, а глобальна нестабільність може виникнути внаслідок зміни ролі долара в глобальній економіці
Адитивність платіжних дисбалансів для глобального попиту та глобальної ліквідності	Протилежні платіжні позиції «США-Китай» породжують значні спілловери у сфері глобальної ліквідності. Розширення дисбалансів заохочує експансію ліквідності і втрачає стимулюючий вплив на глобальне виробництво	Інфляційний. Адитивні позиції призводять до підвищення попиту в глобальній економіці, оскільки остання є закритою системою. Первинні ресурси та ринок активів перші реагують на поведінку ліквідності	Навіть якщо платіжні дисбаланси можуть бути стійкими, їх зовнішні ефекти мають суттєвий вплив на генерування дестабілізуючих факторів, пов'язаних із циклами глобальної ліквідності та наслідками для фінансової стабільності

Згруповано на основі: Dorrucchi E., McKay J. The International Monetary System After the Financial Crisis // ECB Occasional Paper. – 2011. - №123. – Р. 1-62.; Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.; Козюк В.В. Глобальні дисбаланси у посткризовій перспективі: аналіз теоретичних підходів // Банківська справа. – 2011. - №5. – С. 30-47.; Козюк В.В. Глобальні дисбаланси та посткризова стагфляційна пастка // Вісник ТНЕУ. – 2012. – №5-1. – С. 37-46.

Посткризова рецесія не демонструє типове поєднання спаду, підвищення безробіття, падіння цін та депресію фінансового ринку, як це передбачає стандартна макроекономічна теорія. Можна з впевненістю констатувати, що глобальна економіка зіткнулась з феноменом спонтанних переливів ознак пастки ліквідності в ознаки стагфляційної пастки і навпаки (див. табл. 25) за посередництва достатньо швидкої реанімації цін на активи та первинні ресурси¹⁷² (якщо не рахувати політично вмотивоване падіння цін на нафту, що розпочалось у листопаді 2014 р.). Це означає, що ракурс погляду на зв'язок між кризою та дисбалансами/ліквідністю є важливий саме з міркувань того, який

¹⁷² Козюк В.В. Глобальні дисбаланси та посткризова стагфляційна пастка // Вісник ТНЕУ. – 2012. - №5-1. – С. 37-46.

ухил насправді породжує глобальний монетарний устрій: дефляційний чи інфляційний. Постановка питання у такий спосіб дозволяє побачити дисфункції цього устрою у більш широкому контексті.

Таблиця 25. Економічне зростання та інфляція в глобальній економіці

	1994-2001	2002-2009	2010	2011	2012	2013
	Розвинуті країни					
Зростання ВВП	3,1	1,4	3,2	1,6	1,2	1,2
Інфляція	2,1	2,0	1,5	2,7	2,0	1,7
Різниця	1,0	-0,6	1,7	-1,1	-0,8	-0,5
	Решта світу					
Зростання ВВП	4,2	6,4	7,5	6,2	5,1	5,3
Інфляція	23,3	6,4	6,1	7,1	5,9	5,9
Різниця	-19,1	0	1,4	-0,9	-0,8	-0,7

Джерело: IMF World Economic Outlook за відповідні роки (www.imf.org).

Так, уже зазначалось, що тривалий успіх у сфері дезінфляції ще перед кризою перервався прискоренням інфляції практично в усій глобальній економіці у 2007 р. Сам механізм глобальної інфляції суттєво ускладнився. В його структурі з'явилися нові ланки дефляційного та інфляційного характеру. Якщо перші (структурні детермінанти рівноважного зниження інфляції мірою трансформації глобальної торгівлі, підвищення конкуренції та продуктивності, зміни спонукальних мотивів монетарної політики тощо) гальмують реакцію споживчих цін на монетарні стимули, уможливаючи перетікання ліквідності на ринок активів, то другі вказують на те, що інфляція стає дедалі більш залежною від стану ринку первинних ресурсів, умови на якому детермінуються поведінкою глобальної ліквідності, проциклічністю потоків капіталу та дисбалансами, які уможливають одночасне зростання країн з дефіцитними платіжними позиціями (зростання на основі споживання, відсутності стимулів до корекції поточного рахунка,

м'яких кредитних обмежень) та профіцитними (зростання на основі інвестицій, підвищення продуктивності, припливу капіталів та посилення фінансової стабільності завдяки нагромадженню значних зовнішніх активів).

Звідси, у посткризовому періоді перетікання пастки ліквідності у стагфляційну пастку є прямим наслідком того, як внаслідок агресивних стимулюючих кроків ринки активів та первинних ресурсів коректуються, виходячи з отримання нової інформації про реакцію глобальної сукупної пропозиції (табл. 25 це дозволяє чітко побачити). Оскільки не існує переконливих свідчень стійкого зростання в глобальній економіці в цілому, можна констатувати, що глобальний монетарний устрій стає резонатором волатильності та перманентного посилення сигналів про затребуваність нових акцій з підтримки попиту. А останні дедалі ставатимуть менш ефективними в зв'язку з посиленням боргової пастки та триваючою тенденцією до перетікання «кількісних пом'якшень» на ринки капіталів країн з середніми доходами, створюючи додатковий тиск на резерви та їхню внутрішню ліквідність.

Огляд літератури з проблеми неконвенціональної монетарної політики доводить, що спроможність останньої підтримати фінансову стабільність швидше є реалізованою. Однак, оскільки вона адресована виключно підтримці вартості активів, її спроможність реанімувати сукупну пропозицію напряду залишається спірною. Так само неоднозначними є її інфляційні наслідки в коротко- та середньостроковому періоді. Вже зараз очевидним є те, що країни з ринками, що формуються, відчують негативний вплив її наслідків завдяки відновленню масштабних потоків капіталу та утвердженню докризової тенденції уникнення переоцінки валюти через збільшення зовнішніх активів¹⁷³. Іншими словами, валютні резерви продовжують збільшуватись, але за умов, коли країни-емітенти резервних валют перебувають в стані значно вищих рівнів боргових зобов'язань та із значно гіршими

¹⁷³ Неконвенціональна політика розвинутих країн та її спілловери досить добре ілюструють новий раунд труднощів в реалізації монетарних акцій країн з ринками, що формуються. Див.: Mohan R. Global Spillovers and Domestic Monetary Policy: An Emerging Market Perspective // BIS Working Paper. – 2013. - №436. – P. 1-54.

очікуваннями щодо економічного зростання в довгостроковій перспективі.

Іншим важливим проявом загострення посткризових дисфункцій Ямайського устрою є те, що він неспроможний гарантувати стабілізацію інфляції на тлі підвищення кількості епізодів фінансової нестабільності та відновлення інтересу до підтримання фіксованих режимів валютних курсів (за натуральною класифікацією).

А) Інфляція. Показники індексу споживчих цін (як це видно з табл. 25) не демонструють суттєвого підвищення у посткризовий період тільки через глибину рецесії. В перерахунку на масштаби економічного спаду під час 2008-2010 рр. збереження інфляції у позитивному діапазоні засвідчує збереження значного інфляційного тиску. Звичайно, можна припустити, що за цим криється інерція довіри до номінальних якорів монетарної політики провідних центробанків. Так само це можна вважати наслідком політики «кількісних пом'якшень». Якщо останнє є більш вірним, то в перерахунку на економічний спад світ зіткнувся з проблемою високої інфляції, що тільки ортодоксальними кейнсіанцями може розглядатись як позитивне явище. Приклад стагфляційної пастки (табл. 25) чітко на це вказує. З іншого боку, аналіз посткризових показників варіації інфляції підтверджує її повернення на рівень 1970-х рр. Так, впродовж 1970-1979 рр. варіація інфляції в світі склала 35,6%, в розвинутих країнах – 34,9% в решті світу – 40,0%, впродовж 1980-1989 рр., відповідно, 11,7%, 53,2% та 21,2%, впродовж 1990-1999 рр. – 58,5%, 43,8%, 70,5%, впродовж 2000-2007 рр. – 9,6%, 13,9%, 15,8%, а впродовж 2008-2011 рр. – 39,8%, 75,8%, 26,5%. Подібні тенденції стосуються підвищення варіації зростання реального ВВП¹⁷⁴.

Б) Фінансова нестабільність. До глобальної кризи існував відносний консенсус, що політика цінової стабільності та гнучкі курси створюють передумови для підтримання глобальної фінансової стабільності. Втім, навіть до кризи було очевидно, що політика цінової стабільності може мати багато читань: відмінні

¹⁷⁴ Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – P. 6.

функції реакцій провідних центробанків, асиметричні мандати, асинхронні контр-циклічні реакції, нетотожні реакції на фінансові шоки. А гнучкі курси – швидше залишились гіпотезою «спорожнення середини» не тільки тому, що значна кількість країн насправді була вражена «страхом перед плаванням», який поступово трансформувався в «страх втрати резервів», а тому, що саме плавання значно більше почало відображати відмінності в функціях реакцій провідних центробанків (так звані «Тейлорівські валютні курси», тобто такі, які утворюються на основі встановлення процентних ставок, відштовхуючись від взятого за основу «правила Тейлора»), глобальну реалокацію капіталів, портфельні рішення глобальних гравців з протилежних валютних блоків. Невипадково, що за таких умов національно-центричний підхід до глобальної фінансової стабільності виглядає достатньо теоретичним. Доба експансії глобалізації (1990-ті та 2000-ні), хоч і позначилась на зменшенні кількості валютних криз, але супроводжується зростанням кількості банківських (табл. 26). При цьому, зменшення кількості валютних криз навряд чи слід пов'язувати із пост-бретонвудським формальним рухом у бік вищої курсової гнучкості, що, власне, проектувалось в рамках системи плаваючих курсів. Масштаб зростання обсягів валютних резервів є більш адекватним поясненням сповільнення курсових дестабілізацій за останні два десятиліття. З іншого боку, з огляду на колективні ефекти та спілловери політики нагромадження зовнішніх активів підвищення банківської нестабільності є нічим іншим, як свідченням наслідків експансії глобальної ліквідності. В довгостроковій перспективі сучасний глобальний монетарний устрій також виглядає значно менш вирашно, у порівнянні з попередніми, чому є чимало свідчень¹⁷⁵.

В світлі того, що впродовж тривалого часу глобальна економіка переживала поєднання зниження інфляції та відносне зниження варіації економічного зростання, впевненість у національно-центричних засадах глобальної фінансової стабільності почала виглядати м'якою догмою. Багато в чому це було пов'язано з ради-

¹⁷⁵ 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.

Таблиця 26. Кількість криз в середньому на рік

Період	Роки	Банківська криза	Валютна криза	Дефолт за зовнішніми зобов'язаннями
Золотий стандарт	1870-1913	1,3	0,6	0,9
Міжвоєнний період	1925-1939	2,1	1,7	1,5
Бретонвудський період	1948-1972	0,1	1,7	0,7
А)	1948-1958	0,0	1,4	0,3
Б)	1959-1972	0,1	1,9	1,1
Постбретонвудський період	1973-2010	2,6	3,7	1,3
А)	1973-1989	2,2	5,4	1,8
Б)	1990-2010	3,0	2,4	0,8

Джерело: Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – Р. 7.

кальним протиставленням експліцитного чи імпліцитного таргетування інфляції обмеженості курсових коливань та зосередженням на валютно-курсних формах глобальної фінансової нестабільності. Саме досвід криз 1990-х став генетичним кодом пояснення того, чому монетарний конфлікт щодо вибору цілей може призводити до масштабних криз з глобальними наслідками, як це мало місце у випадках Мексиканської, Азійської, Російської криз та Аргентинського дефолту. Цей же код визначив логіку теоретичного мислення у сфері глобальної фінансової та монетарної стабільності. Оскільки він не суперечить адекватності постановці питання про етимологію глобальних потрясінь, цілий ряд моментів випав з поля аналізу глобальних макрофінансових процесів.

Попри застереження, що макроекономічна політика, необмежена платіжним балансом, може мати зовнішні наслідки та

генерувати значні ефекти переливу¹⁷⁶, домінування теоретичних позицій про необхідність ув'язувати внутрішню рівновагу із чистими позиціями, якими, по-суті, є платіжний баланс, також позначились на виникненні гносеологічних лімітів у розумінні джерел глобальної нестабільності. Конфлікт між інфляційними та валютно-курсовими цілями в світлі потоків капіталу та сальдо поточного рахунка є конфліктом, властивим монетарній економіці, в якій елементи економіки активів присутні певною мірою. В економіці активів фінансова стабільність безпосередньо пов'язана з ринком активів та ринком первинних ресурсів, який поводить себе подібно до першого, а тому в ній конфлікт між інфляційними та валютно-курсовими цілями і релевантним значенням платіжного балансу й потоків капіталу не є визначальним (він зберігає свою актуальність для країн, які перебувають на відповідній фазі фінансової конвергенції). В економіці активів домінує конфлікт між інфляційними цілями та цілями щодо фінансової стабільності асиметрично в розрізі фаз фінансового циклу з відповідною поведінкою ув'язки «ліквідність-фінансування». Звідси валові потоки капіталу, рівень боргу та кореспонденція між його зростанням та інфляцією цін активів визначають конфігурацію глобальної нестабільності. Оскільки зростання валових потоків капіталу є неможливим поза структурними рисами глобальних монетарних взаємин, то зведення проблеми виключно до національно-центричної акомодативної монетарної політики чи банківської експансії розвинутих країн також буде обмеженим¹⁷⁷. Акомодативна поведінка ФРС чи ЄЦБ визначає еластичність пропозиції резервних валют, а банківська експансія є залежною від

¹⁷⁶ Obstfeld M., Rogoff K. Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules // The Quarterly Journal of Economics. – 2002. - №117(2). – P. 503-535.

¹⁷⁷ Можна погодитись з К. Боріо, що баланс заощадження-інвестиції і, відповідно, платіжний баланс не можуть сигналізувати про наростання дестабілізаційних моментів в економіці, де розвиток фінансової системи допускає варіанти фінансування, що меншою мірою пов'язані із екзогенною грошовою пропозицією центробанку і не погодитись з приниженням ролі експансії валютних резервів як фактора глобальних фінансових умов (Козюк В.В. Глобальні дисбаланси у посткризовій перспективі: аналіз теоретичних підходів // Банківська справа. – 2011. - №5. – С. 30-47). Втім, пізніше Боріо меншою мірою висловлює критицизм з приводу ролі нагромадження резервів у визначенні поведінки глобальних макрофінансових процесів. Див.: Borio C. The International Monetary and Financial System: Its Achilles Heel and What to Do About It // BIS Working Paper. – 2014. - №456. – P. 1-27.; Borio C. Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery // BIS Working Paper. – 2014. - №440. – P. 1-23.

ставлення до ризику, очікувань майбутнього, фінансових умов глобального рівня тощо, на що нагромадження резервів в світі має безпосередній вплив (наприклад, вплив останніх на глобальні процентні ставки формує профіль ставлення до ризику та пошуку доходності, а забезпеченість ними тієї чи іншої країни зумовлює її привабливість для припливу масштабних капіталів на ринок активів тощо).

В) Валютні курси. Вразливість глобальної монетарної та фінансової стабільності до валютно-курсowego фактора здебільшого розглядалась під декількома кутами: висока волатильність курсів провідних валют сама по собі є проблемою для глобальної стабільності; волатильні курси та потоки капіталу ускладнюють макроекономічну політику у відкритій економіці, особливо у випадку країн з ринками, що формуються, які часто опиняються в зоні конфлікту між монетарними цілями; гнучкі курси не покращують процес пристосування до зовнішніх умов, а ускладнюють його, завдяки чому перекося номінальних курсових співвідношень можуть наражати навіть великі відкриті економіки на суттєві алокаційні викривлення, що тягнуть за собою проблеми у сфері макроекономічної адаптації. Тривала дискусія про роль курсової волатильності в системі глобальної стабільності виглядає незавершеною.

Окремі дослідники вказують, що навіть в середньостроковій перспективі волатильність курсів провідних валют не виглядає дуже суттєвою і має тенденцію до зниження мірою розширення темпорального горизонту аналізу¹⁷⁸. Це мало би означати наявність ендогенних механізмів стабілізації курсових коливань мірою підвищення ефективності монетарної політики (симетрична незалежність центробанків, транспарентність, зближення функцій реакції тощо)¹⁷⁹. Таргетування інфляції розглядалось як вагома

¹⁷⁸ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 1-61.

¹⁷⁹ Емпіричні приклади цього див.: Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Paper. — 2006. - №12711. — P. 1-31.; Kuttner K., Posen A. Inflation, Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility // Institute for International Working Papers. — 2004. — №6. — P. 1-28.; Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. — 2001. — №7. — P. 1-29.

альтернатива запровадженню наднаціональних механізмів обмеження курсових коливань. Більше того, наявність надійного номінального якоря цінової стабільності розглядалась як краще пояснення тенденції до поляризації курсових режимів (гіпотеза А. Свободи) у порівнянні зі ступенем відкритості мобільності капіталів¹⁸⁰. Проте, реакція багатьох національних валют на кризу доларової ліквідності 2008 р. та подальші курсові флуктуації вказують на те, що: волатильність курсів провідних валют знову суттєво підвищилась (табл. 27), а процес збільшення кількості країн з плаваючим режимом зупинився. За період 1999-2010 рр. частка країн з плаваючим режимом валютного курсу впала до 36%. При цьому, частка країн з керованим плаванням зросла з 15% до 20%, тоді як частка країн з вільним плаванням знизилась з 27% до 16%. У цей же період частка країн з жорсткою фіксацією знизилась з 25% до 13%, а частка країн з м'якою фіксацією зросла з 34% до 51%¹⁸¹.

Таблиця 27. Варіація номінальних курсів провідних валют, %

Роки	Єна / Долар США	Британський фунт / Долар США	Швейцарський франк / Долар США	Євро / Долар США
1970-1979	16,5	13,9	30,6	21,9*
1980-1989	26,0	13,5	18,9	21,7*
1990-1999	13,5	6,9	8,5	15,1*
2000-2009	8,6	14,7	17,9	18,3
2010-2012	13,0	24,5	27,9	18,2

Примітка 1. * - обрахунок для пари німецька марка / долар США.

Джерело: Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – Р. 9.

Попри те, що Азійська криза змінила уявлення про роль валютних курсів в генеруванні нестабільності глобального рівня,

¹⁸⁰ Eichengreen B. Exchange Rate Regimes and Capital Mobility: How Much of the Swoboda Thesis Survives? // NBER Working Paper. – 2008. - №14100. - Р. 1-22.

¹⁸¹ Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – Р. 9.

виводячи на передній план гнучкість як важливий елемент національно-центричної та глобально-центричної стабільності, розвиток подій після цієї кризи виявився протилежним. Зростання резервів та обмежена курсова гнучкість в Азії потягнула за собою наслідування політики структурного меркантилізму багатьма країнами з ринками, що формуються, та експортерами первинних ресурсів, створюючи підґрунтя для акценту на ув'язці «брак гнучкості вгору – платіжні дисбаланси – контр-позиції США та Китаю». Проект «системи відповідних валютних курсів» (від англ. – *reference exchange rate system*) є показовим прикладом того, як міжнародна наукова спільнота шукала вирішення проблеми дисбалансів до кризи у площині запровадження моделі колективних правил у сфері поведінки валютних курсів¹⁸². Як вже зазначалось, це сконцентрувало увагу на проблемі стійкості дисбалансів та глобальній кризі довіри до долара як ключової валюти, тоді як проблема зв'язку між дисбалансами та глобальною ліквідністю в світлі проциклічності та еластичності фінансової системи не дискутувалась належним чином прихильниками гіпотези про виключну роль останньої в генеруванні кредитного буму та інфляції цін активів.

Глобальний монетарний устрій як основа механіки глобальної нестабільності та макрофінансової проциклічності

Навіть попри те, що тип кризи більшою мірою релевантний теоретичним позиціям цього підходу, формат глобального монетарного устрою не може визнаватись нейтральним щодо макрофінансової нестабільності більш тривалого відтинку часу, аніж виключно період виникнення передумов кризи та її ескалації. Це видно з наступних міркувань.

А) Індивідуальний брак курсової гнучкості раніше був можливий виключно впродовж обмеженого періоду часу і не

¹⁸² Williamson J. A Worldwide System of Reference Rate // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. – 2006. - №130. – P. 5-17.; Williamson J. Reference Rates and the International Monetary System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economy, 2007. – 104 p.

розглядався як такий, що має колективні ефекти та системні наслідки. В рамках докризового періоду рефлексії про брак курсової гнучкості здебільшого адресувались проблемі глобальних фінансових дисбалансів та гіпертрофії резервів в Азії. Поза цим, брак гнучкості курсів вгору дуже швидко почав віддзеркалювати проблему неспроможності багатьох країн з ринками, що формуються, протиставити глибину внутрішніх ринків активів масштабним потокам капіталів, ревальваційна реакція на приплив яких апріорі би виявилась несумісною із глобальною конкурентоспроможністю реального сектора. Однак, масштабні потоки капіталу є відображенням системного поєднання глобальної ліквідності та позитивних структурних зрушень у сфері економічного та фінансового розвитку країн з середніми доходами. З іншого боку, вони також є наслідком політики щодо нагромадження резервів як фактора поведінки глобальної ліквідності.

Б) Допустима гнучкість вгору в процесі пристосування до масштабних припливів капіталу не завжди спроможна гарантувати «відсікання» спекулятивних потоків, навіть у випадках, коли підвищення номінального курсу погіршує платіжний баланс та подає сигнали про уповільнення зростання. Коли об'єктом припливу капіталів є ринок активів, а не інструментів з фіксованим доходом, діапазон коливання цін значно перевищує можливе коливання курсів. Це відрізняє ситуацію від криз 1990-х, коли епіцентром припливу капіталів були ринки суверенних зобов'язань. За умов панування ризикової поведінки на глобальних ринках та пошуку доходності підвищення курсу не гарантує зупинку припливу капіталів. Ринок активів може продовжувати розігріватись також і через інший канал: ревальвація заохочує фінансову експансію в доларизованій економіці. Інша проблема – конкурентне нагромадження резервів. Якщо одна велика країна проводить політику структурного меркантилізму, інші пристосовуються до цього утриманням від підвищення номінального курсу. Тобто брак гнучкості курсів вгору, що сформувався після Азійської кризи всупереч очікуваному, не є виключно проблемою національно-центричного трактування

валютно-фінансової стабільності. Він є проявом системного розриву між міжнародним режимом монетарної політики та рівнем розвитку глобальної фінансової економіки. Саме завдяки цьому розриву колективна негнучкість курсу вгору також знижує спроможність глобального монетарного порядку забезпечувати цінову стабільність в світі. Поведінка ліквідності, глобальний грошовий мультиплікатор та колективна негнучкість курсу вгору взаємодоповнюють один одного.

В більш концептуальному виразі глобальна нестабільність є наслідком посилення проциклічності у сфері глобальних макрофінансів. Причому, завдяки фрагментації глобального монетарного простору¹⁸³, внесок політики розвинутих країн – емітентів резервних валют та країн з ринками, що формуються, – нагромаджувачів валютних резервів типологічно відрізняється в розрізі фаз глобального фінансового циклу. Аналогічно феномен зміщення у бік більш низьких глобальних процентних ставок має диссиметричну природу (див. табл. 28). Слід розглянути цю проблему більш детально.

Зміщення у бік більш низьких глобальних процентних ставок виводиться з двох напрямків, які вкладаються в антагоністичні погляди на фінансові дисбаланси.

З позиції експансії глобальних валютних резервів більш низькі процентні ставки є наслідком припливу капіталів на ринки розвинутих країн. Поглинання відповідними центробанками та фондами суверенного багатства значного обсягу інструментів з фіксованим доходом є закономірним наслідком упереджень щодо ефективного менеджменту зовнішніх активів, ліміти якого дедалі більше стають чіткішими, мірою гіпертрофії самих активів. Емпіричні розвідки також однозначні з приводу зниження довгострокових ставок під тиском зростаючого попиту на резервні активи.

¹⁸³ Козюк В.В. Проблеми розшарування глобального монетарного та фінансового простору // Вісник НБУ. – 2007. - №10. – С. 32-38.

Таблиця 28. Дисиметрія зміщення у бік більш низьких глобальних процентних ставок в розрізі фаз фінансового циклу

Фаза фінансового циклу та її характеристика	Монетарна політика розвинутих країн	Політика щодо нагромадження резервів в структурі монетарного курсу країн з середніми доходами
<p>Експансія. Стиснення спредів, підвищення схильності до ризику, зростання валових потоків приватного капіталу, інфляція цін активів та первинних ресурсів, кредитний бум. Приплив капіталів з країн з середніми та низькими доходами на ринок високоякісних активів</p>	<p>Монетарна політика, обмежена реакціями на інфляцію та ВВП-розрив, стає інертною до поведінки фінансових змінних. В умовах дефляційних ризиків чи глобальної дезінфляції формуються передумови для завищено м'яких монетарних умов. Реакція на роздування бульбашки на ринку активів або відсутня, або непослідовна. Орієнтація на базову інфляцію (а не на кінцеву) призводить до затримки з реакцією процентних ставок на шоки на ринку первинних ресурсів. Процентні ставки стають заниженими, а обсяги ліквідності – завищеними порівняно з генеруванням інфляційних ризиків та фінансово-нейтральним ВВП-розривом</p>	<p>Масштабний глобально-центричний приплив капіталів та активний глобальний попит, що уможливорює підтримання профіциту торгівлі створюють тиск на валютний курс. Уникнення підвищення курсу та цілеспрямоване нарощування резервів дозволяють сформувати зовнішні активи, що починають розглядатись як імпліцитне страхування від курсових ризиків, роблячи відповідні ринки ще більш привабливими. Ставки стають заниженими, внутрішня ліквідність - завищеною в світлі ризиків масштабного відтоку капіталів та обвалу фінансового ринку. Інфляція може виявитись відносно високою</p>
<p>Обвал. Зниження ставок, розширення спредів, падіння валових потоків приватного капіталу, падіння цін активів та первинних ресурсів, падіння обсягів кредитування</p>	<p>Масштабна активація кредитування останньої інстанції, зниження ставок в довкола нульовий діапазон, розширення кола приватних інструментів, доступних для операцій з центробанком. Подальше зниження ставок та заміщення експансії приватної ліквідності на експансію офіційної ліквідності</p>	<p>Глобально-центричний відплив капіталів, уникнення втрати резервів та підвищення процентних ставок задля захисту валюти, відсутність мотивів запобігати конкурентним девальваціям, збільшення обсягів рефінансування визначаються можливостями валютних резервів амортизувати переростання девальвації у неконтрольоване падіння курсу</p>

Продовження таблиці 28

<p>Відновлення / монетарні стимули задля запобігання рецесії. Ставки, наближені до нуля, поступове звуження спредів, відновлення валових потоків приватного капіталу, випереджаюче відновлення цін активів та первинних ресурсів з послідовними корекціями (флуктуації ринків активів), делівереджинг, брак кредитної активності, ризику боргової пастки</p>	<p>Збереження низьких ставок та розширення горизонту неконвенціональної політики шляхом переорієнтації монетарної політики на підтримання цін активів як критеріїв реанімації попиту, уникнення підвищення ставок внаслідок нагромадження значних боргів. Обсяги ліквідності можуть бути завищеними, якщо центробанк не ідентифікує структурних змін у сфері зниження ефективності ринкових каналів у порівнянні з банківським каналом монетарної трансмісії</p>	<p>Відновлення припливу капіталів. Звуження можливостей підтримання торговельного профіциту внаслідок стиснення глобального попиту спонукає до чергового раунду уникнення ревальвації. Відновлення сировинних ринків. Реанімація нагромадження резервів. Підтримання низьких ставок та загальне пом'якшення внутрішніх фінансових умов. Валютні резерви амортизують процес делівереджингу, внаслідок чого процентні ставки можуть залишатись низькими навіть в умовах шоків корекції цін активів та первинних ресурсів</p>
---	--	--

Найбільш яскраво це ілюструється на прикладі США, для яких ефект присутності попиту на боргові інструменти вимірюється в декілька сотень базових пунктів, показник зростання частки зовнішнього володіння фінансовими інструментами в залежності від типу коливається від 45% до 60% і вище, а обсяги припливу капіталів перевищують величину дефіциту поточного рахунка¹⁸⁴.

З позиції експансії ліквідності зміщення у бік більш низьких процентних ставок коріниться у проблемі адекватності моделі монетарної політики, яка специфікується відповідно до необхідності реакції на відхилення інфляції та ВВП-розриву від цільових, тим самим нехтуючи систематичною реакцією на поведінку цін активів та первинних ресурсів. Також цьому сприяє сформульована А. Грінспеном схема реакції на бульбашку ринку активів та утверджена прокейнсіанськими ідіосинкразіями

¹⁸⁴ Warnock F., Warnock V. International Capital Flows and US Interest Rates // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2005. – №840. – P. 1-42.; 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.; 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.

Б. Бернанке. Дана схема передбачає, що центробанк не повинен реагувати на роздування бульбашки ринку активів підвищенням процентної ставки (оскільки це провокуватиме сповільнення ВВП), але після того, коли в разі обвалу ринку активів виникнуть проблеми з ліквідністю, забезпечити її пропозицію у необмежених масштабах для формування переконання серед учасників ринку, що центробанк буде готовий до масштабу грошових ін'єкцій, які би не поставили під ризик поглиблення рецесії внаслідок фінансового стресу¹⁸⁵. В більшості своїй логіка Грінспена-Бернанке акцентує не стільки на ризиках, які виникають в другій частині (реакція на наслідки), у порівнянні із наголосом на ризиках в першій частині. Звичним аргументом тут є те, що не існує адекватних методів визначення ступеня відхилення цін на ринку активів від фундаментально рівноважних в режимі реального часу. Завдяки цьому реакція на бульбашку означає: запобігти розриву бульбашки в невизначеному майбутньому та втратити частину ВВП зараз. А відсутність реакції – не втратити частину ВВП зараз в сукупності з прийняттям вірогідності того, що бульбашка, можливо, і не лопне¹⁸⁶.

Суто з поведінкової точки зору таке формулювання означає лише одне: реакція на бульбашку перетворюється не на вмотивовану макроекономічною моделлю раціональну реакцію центробанку, а на прояв особистих теоретичних схильностей керівництва центробанку. Якщо додати проблему транспарентності та політичних координат функціонування монетарних органів, а також традицію трактування мандату і політико-інституціональний процес верифікації поведінки центробанку на предмет слідування

¹⁸⁵ Bernanke B., Woodford M. Inflation forecasts and Monetary Policy // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1997. – Vol. 29. - №4. – P. 663-684.; Bernanke B., Gertler M. Monetary Policy and Asset Price Volatility // *Fed of Kansas City Economic Review*. – 1999. – 4th quarter. – P. 17-51.; Brousseau V., Detken C. Monetary Policy and Fears of Financial Instability // *ECB Working Paper*. – 2001. - №89. – P. 9.

¹⁸⁶ Дискусії з приводу цього представлені у: White W. Should Monetary Policy “Lean or Clean”? // *Fed of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*. – 2009. - №34. – P. 1-24.; Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy // *IMF Staff Discussion Note*. – 2010. – SDN/10/03. – P. 1-19.; Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular // *IMF Staff Discussion Note*. – 2013. – SDN/13/03. – P. 1-26.; Bayoumi T., Dell’Ariccia G., Habermeier K. Mancini-Griffoli T., Valencia F. Monetary Policy in the New Normal // *IMF Staff Discussion Note*. – 2014. – SDN/14/3. – P. 1-48.; Is Inflation Targeting Dead? *Central Banking After the Crisis* / Ed. by L. Reichlin and R. Baldwin – London: CEPR, 2013. – 140 p.

мандату, то однозначним висновком буде те, що більшість центробанків віддадуть перевагу логіці Грінспена-Бернанке.

Саме така схема реакції на поведінку ринку активів закладає фундаментальні передумови для зміщення в зону більш низьких глобальних процентних ставок. Відсутність підвищення процентних ставок на зростаючій фазі фінансового циклу продовжується у вигляді подальшого зниження ставок внаслідок фінансового обвалу, за яким центробанк прагне уникати підвищення ставок через те, що рівень нагромаджених боргів стає бар'єром для цього. Підвищення ставок означатиме підвищення процентного тягаря, що для економіки, вже охопленій рецесією, означає розширення горизонту стагнації до невизначеного. Звідси «боргова пастка» є невід'ємною складовою моделі монетарної політики, інертної до фінансового циклу: занижені ставки спонукають до нагромадження боргів приватним та публічним сектором, а далі нагромаджені борги гальмують підвищення ставок через те, що воно позначиться на посиленні депресивного стану економіки¹⁸⁷. Процес делівереджингу також суттєво ускладнюється в умовах, коли центробанк більш активно реагує з допомогою ставок на інші процеси. Це досить рельєфно видно з дилеми реакції на підвищення світових сировинних цін з послідуєчим посиленням тиску на споживчу інфляцію в умовах фінансової нестабільності. Ця дилема чітко сформувалась ще у 2007 р., але також дала про себе знати впродовж 2010-2012 рр., підтверджуючи виникнення нової форми динамічної інконсистентності монетарної політики (конфлікт між довгостроковими цілями цінової стабільності, інтерпретованими через роль ринку первинних ресурсів у детермінації траєкторії споживчих цін, та короткостроковими цілями у сфері фінансової стабільності¹⁸⁸).

¹⁸⁷ Borio C. The International Monetary and Financial System: Its Achilles Heel and What to Do About It // BIS Working Paper. – 2014. - №456. – P. 1-27.; Borio C. Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery // BIS Working Paper. – 2014. - №440. – P. 1-23.; Borio C., James H., Song Shin H. The International Monetary and Financial Stability: A Capital Account Historical Perspective // BIS Working Paper. – 2014. - №457. – P. 1-26.; Borio C., Disyatat P. Low Interest Rates and Secular Stagnation: Is Debt a Missing Link? // www.voxeu.org.

¹⁸⁸ Козюк В.В. Динамічна інконсистентність монетарної політики в контексті глобальних макрофінансових процесів // Банківська справа. – 2009. - №6. – С. 16-30.

На відміну від емпіричних свідчень знижувального тиску на спреди з боку припливу капіталів на ринки боргових інструментів розвинутих країн феномен зміщення процентних ставок у більш низький діапазон ілюструється обрахунком теоретичних ставок на основі правила Тейлора. Вони показують, що глобально агрегована монетарна політика виглядає надмірно акомодативною саме з 2002 р. При цьому, якщо на 2004 р. різниця між медіанною (емпіричний підхід допускає обрахунок певної кількості ставок відповідно до різниці коефіцієнтів реакції на інфляцію та ВВП-розрив) теоретичною ставкою, обрахованою на основі правила Тейлора, та фактичною зваженою офіційною ставкою провідних центробанків світу склала 3%, то на 2008 р. – 5,5%, а на 2012 р. – 2%¹⁸⁹. Іншими словами, це означає, що операційні ставки центробанків в глобальному вимірі відображають явне заниження порівняно з тими, які можна було би вважати резонними з міркувань поточних інфляційних цілей та тренду потенційного ВВП як до кризи, так і після. Якщо сюди додати, що обрахунок потенційного ВВП не враховує фінансовий цикл (наприклад, під час експансії кредиту позитивні реальні наслідки м'яких фінансових умов завищують як фактичний, так і потенційний ВВП, якщо останній буде перераховуватись постфактум у порівнянні з його обрахунком в режимі реального часу), то його докризове значення насправді буде допускаючим ще вищі теоретичні ставки, враховуючи інфляцію відповідного періоду. Методологічний підхід, що передбачає обрахунок фінансово-нейтральних ВВП-розривів, однозначно вказує на те, що до і після кризи цей показник є вищим, за той, що обраховується на основі методики реального часу. В сукупності з відхиленням вниз офіційних ставок від ставок, визначених на основі правила Тейлора, це однозначно означає надмірну глобальну монетарну експансію, виражену занадто м'якою політикою розвинутих країн незалежно від фази фінансового циклу¹⁹⁰.

¹⁸⁹ Hoffmann B., Bogdanova B. Taylor Rules and Monetary Policy: A Global Great Deviation? // BIS Quarterly Review. – 2012. – Sept. – P. 37-49.

¹⁹⁰ Borio C. Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery // BIS Working Paper. – 2014. - №440. – P. 1-23.; Borio C. The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? // BIS Working Paper. – 2012. - №395. – P. 1-18.

Водночас, зміщення у бік більш низьких ставок, внаслідок характерних фундаментальних припущень про оптимальну політику в розвинутих країнах, ще не повною мірою відображає дане зміщення у справді глобальному вимірі. Можна сказати, що завдяки чинній системі резервних валют / активів таке зміщення «глобалізується». Країни, що нагромаджують резерви, також відіграють свою роль у знижувальному тиску на глобальні ставки не тільки через канал прямої участі на ринку боргових інструментів. Вище вже зазначалось, що «легкість», з якою формуються валютні резерви не є нормально розподіленою в часі. В окремі періоди попит на резерви знижував глобальну ліквідність, тоді як в інші – зумовлював її акселерацію. Передкризові та послідувачі прояви монетарної експансії в розвинутих країнах відобразили одну з причин, чому резерви формуються так легко, – приплив капіталів. Іншими словами, зростання резервів внаслідок зтяжнього підтримання профіциту поточного рахунка, – це ситуація, коли такі резерви «заробляються». Зростання резервів внаслідок припливу ПІІ – це ситуація, коли країна демонструє посилення глобальної конкурентоспроможності та конкуренції за алокацію капіталів. Однак, зростання резервів внаслідок глобально-центричного припливу капіталів на ринки більшості країн приблизно в один і той самий час, навіть якщо і в різних масштабах, – це ситуація, коли їх збільшення є результатом поєднання складних мотивів підтримання макрофінансової стабільності, усунення конфлікту між монетарними цілями та конкурентоспроможністю, конкурентним нагромадженням резервів, що в умовах краху доларової ліквідності трансформувалось в конкурентне ухилення від їх втрати, або конкурентну «мовчазну згоду» на девальвацію.

В м'якій формі таку ситуацію можна окреслити наступним чином: нагромадження резервів за будь-якої нагоди, уникнення втрати резервів за наявних можливостей. Якщо з точки зору національно-центричної макрофінансової стабільності таку політику навряд чи можна вважати хибною, тим більше, що глобальна фінансова криза продемонструвала збереження зв'язків між обсягами резервів та глибиною падіння національних валют у

2008 р.¹⁹¹, то з глобально-центричної позиції політика у сфері валютних резервів посилила фінансову проциклічність і спровокувала як підвищення попиту на кредитування останньої інстанції в розвинутих країнах, так і зміщення у бік більш низьких ставок. Спільним знаменником цих трьох феноменів якраз і є асиметрична реакція країни-нагромаджувача резервів на потоки капіталів, що можна виразити наступними схемами:

приплив капіталів – нагромадження резервів / зниження ставок – відплив капіталів – уникнення втрати резервів / уникнення потреби підвищення ставок для захисту валюти. Результат – зміщення ставок в країнах, що нагромаджують резерви, в діапазон нижчих рівнів, що доповнює ситуацію в розвинутих країнах;

приплив капіталів / пошук доходності – нагромадження резервів – неявні гарантії валютної доходності та неявне страхування від валютних криз – приплив капіталів / фінансовий бум / підвищення доходності глобальних інвесторів та нові можливості експансії – відплив капіталів – девальвація / уникнення втрати резервів – падіння валютної доходності / прямі втрати глобальних інвесторів та фінансове стиснення. Результат – проциклічність глобальних фінансів. На вході капіталу зростання резервів відображає збільшення їх в фізичному розумінні, оскільки за цим стієть реальна платоспроможність. На виході капіталу девальвація зберігає фізичний вимір резервів, але віртуалізує платоспроможність і заставляє глобальну ліквідність стискатись;

приплив капіталів – попит на ключову валюту для діяльності на внутрішніх ринках третіх країн – збільшення резервів – рецикляція ключової валюти / попит на резервні активи у відповідній резервній валюті – заниження глобальних процентних ставок – фінансовий стрес – стиснення ліквідності – відплив капіталів – девальвація / уникнення втрат резервів – фінансові втрати – зростання значення кредитування останньої інстанції в ключовій валюті. Результат – пропозиція резервної валюти, глобальне кредитування останньої інстанції в ній та підтримка ліквідності резервних активів, деномінованих у цю валюту, стають не стільки

¹⁹¹ Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis // ECB Working Paper. – 2009. - №1060. – P. 1-42.

замкненим колом, скільки спіраллю глобальної монетарної експансії.

Уникнення втрати резервів та його макрофінансові наслідки не виключає дилему: втрати при виході з ринку, чи втрати на ринку, внаслідок того, що країна, протиставляючи глобально-центричному відтоку капіталів власні резерви, зазнає спекулятивної атаки, яка переросте у традиційну кризу в стилі кризи «раптова зупинка». Звичайно, з точки зору характеру глобальної антикризової програми ситуація є відмінною. Але з позиції втрат фінансових інститутів з відповідними проциклічними ефектами, перенесення кризи на суверенний рівень окремих країн не спростовує тенденцію, що в глобальному середовищі фінансові стреси посилюють децентралізацію попиту на ліквідність і, відповідно, кредитування останньої інстанції, що здійснюється в резервній валюті, ні чим не відрізняється від глобального кредитування останньої інстанції. Масштаби такого кредитування чітко вказують на те, що жодна централізована система пропозиції екстреної ліквідності не витримала би таких запитів¹⁹². Свопові лінії ФРС та мережа їх активації підкреслили, що глобальна децентралізація попиту на глобальне кредитування останньої інстанції (у порівнянні з попитом на екстрену допомогу міжнародних організацій, представлену централізованим форматом взаємин між країною та офіційними кредиторами) не вписується в модель чинного монетарного устрою світу та відображає формування обрисів нового монетарного порядку. В його рамках глобальне кредитування останньої інстанції може бути високо взаємозамінним із неконвенціональною монетарною політикою. А такий «специфічний сервіс» центробанку-емітента резервної валюти як підтримка ліквідності важко ідентифікувати як прояв опортуністичної поведінки країни-резервного центра, що зловживає «надмірною привілеєю». Насправді це становить суттєвий ризик для глобальної монетарної стабільності саме через

¹⁹² Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008 // Paper to be presented at the ASSA Meeting, San Francisco, Jan. 3-5, 2009. – P. 1-15.; Obstfeld M. The Immoderate World Economy // 3rd Annual Journal of International Money and Finance Conference, UC Santa Cruz, May 2009. – P. 1-23.

загострення темпорального конфлікту між факторами резервного статусу валюти в коротко- та довгостроковій перспективі.

Іншим виміром цього конфлікту є невизначеність глобально-центричних наслідків неконвенціональної монетарної політики. З одного боку, вона має дуже опосередковані інфляційні наслідки. Інфляційні очікування швидше формуються через брак довіри до ефективності такої модальності політики в сукупності із зростанням цін на світових сировинних ринках. Інфляційні аспекти роздування балансів та несправджених очікувань від неконвенціональної політики було особливо помітні під час 2010-2012 рр.¹⁹³. Подальше сповільнення глобальної економіки на тлі поглиблення ризиків боргової пастки в середовищі низьких процентних ставок посилює спекуляції щодо конфлікту між ефективністю кількісних та кредитних пом'якшень з міркувань фінансової стабільності в короткостроковому та фінансової та інфляційної стабільності в довгостроковому періоді. При цьому, погляд на неконвенціональну політику, як на спосіб вирішення проблеми дисбалансів, приховує ряд ризиків.

Так, М. Чінн вказує, що така політика не повинна викликати нарікань з глобально-центричних позицій, оскільки вона є природним елементом ребалансування глобальної економіки. Відплив капіталів з країн, де вона проводиться, активує канал валютного курсу (підвищення номінального курсу), що сприяє стисненню платіжних профіцитів в країнах з ринками, що формуються, призводячи до формування глобальних портфелів, більш наближених до внеску країн у глобальний ВВП. Попри те, що процес реалокатії глобальних капіталів (зокрема, шляхом підвищення вартості активів в країнах з середніми доходами) може супроводжуватись підвищенням фонові нестійкості, загальний ефект має бути позитивний¹⁹⁴. Відмінними також є глобальні наслідки програми ФРС кількісного пом'якшення І (придбання активів та підтримка фінансово-банківського сектора) та

¹⁹³ Hannoun H. The Expanding Role of Central Banks Since the Crisis: What are the Limits? // BIS Speeches. – 2010. – June. – P. 1-10.; Hannoun H. Monetary Policy in the Crisis: Testing the Limits of Monetary Policy // BIS Speeches. – 2012. – February. – 1-23.

¹⁹⁴ Chinn M. Global Spillovers and Domestic Monetary Policy. The Effects of Unconventional Measure // BIS Working Paper. - №436. – P. 1-44.

кількісного пом'якшення II (придбання боргових зобов'язань уряду США). В першому випадку капітал припливав в США у відповідь на підтримку ринку активів, а в другому покидав США у відповідь на монетарну експансію ФРС, що аналогічним чином виявлялось в поведінці курсу долара США¹⁹⁵.

В будь-якому випадку політика кількісного пом'якшення не посилює глобальну стабільність, а перерозподіляє ліквідність, жонглюючи сигналами про вірогідний зв'язок між підтримкою ринку активів та реакцією на це реального випуску. Така політика може мати досить відносний вплив на процес корекції зовнішніх дисбалансів. Країнам, що приймають капітал, значно важче нейтралізувати зростання цін на первинні ресурси, ніж країнам, з яких капітали відпливають. Сповільнення в країнах з ринками, що формуються, супроводжується більш високими рівнями інфляції. Протилежний рух реальних обмінних курсів в розвинутих країнах та в країнах з середніми доходами є відносно пропорційним масштабам неконвенціональних заходів та припливу капіталів відповідно¹⁹⁶ (див. табл. 29). Звідси, спілловери неконвенціональної політики структуруються в рамках поєднання більш повільних темпів зростання з вищою інфляцією. Це усталюватиме тенденцію до спонтанних перетікань глобальної пастки ліквідності у глобальну стагфляційну пастку, але за відсутності нейтралізації попиту на резервні активи.

Ребалансування швидше відбуватиметься завдяки неприродній акселерації фінансового розвитку. Фінансова конвергенція, стаючи більш чутливою до реальної ревальвації, не виключає більше балансу в царині поточних рахунків, але вона ж не виключає посилення конфлікту між роллю валютного курсу у забезпеченні глобальної конкурентоспроможності і його роллю у забезпеченні макрофінансової стабільності. Це означає, що процеси корекції дисбалансів, як відображення зближення розвитку фінансових систем, можуть співпасти в часі з підвищенням фінансової нестабільності в країнах з ринками, що формуються. Завдяки

¹⁹⁵ Fratzscher M., Duca Lo M., Straub R. On the International Spillovers of US Quantitative Easing // ECB Working Paper. – 2013. - №1557. – P. 1-64.

¹⁹⁶ Mohan R. Global Spillovers and Domestic Monetary Policy: An Emerging Market Perspective // BIS Working Paper. - №436. – P. 45-54.

цьому, попит на резервні активи, швидше, іще підвищиться, але чи він буде кореспондувати із спроможністю традиційних резервних валют адекватно його задовольняти та спроможністю валют, що інтернаціоналізуються, відповідати критеріям репрезентації стабільних та ефективних фінансових систем, залишається відкритим питанням.

Таблиця 29. Реальні ефективні курси (індекс, 2006 = 100)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Бразилія	100	108,0	113,3	113,1	129,1	135,1	122,2	123,4
Китай	100	103,7	112,5	117,4	116,5	119,5	126,6	132,6
Індія	100	106,5	101,4	95,9	107,2	106,7	100,3	100,5
Росія	100	105,6	112,8	103,1	112,8	117,0	118,5	123,5
Зона євро	100	102,3	104,3	104,9	96,4	95,8	91,0	92,7
Франція	100	100,5	101,0	100,8	96,8	96,0	93,0	93,6
Німеччина	100	101,4	101,4	101,6	96,1	95,1	91,8	92,9
Італія	100	100,6	101,4	102,1	97,8	97,6	95,8	96,6
Японія	100	91,6	98,3	110,1	110,9	112,3	111,0	91,7
Швейцарія	100	95,8	99,6	103,5	107,7	117,8	113,5	111,6
Велика Британія	100	101,6	88,2	79,5	80,0	80,3	83,7	81,4
США	100	95,4	91,1	94,8	90,8	86,2	88,2	88,0

Джерело: Mohan R. Global Spillovers and Domestic Monetary Policy: An Emerging Market Perspective // BIS Working Paper. - №436. – P. 49.

Можна зробити підсумовуючий висновок, що глобальний монетарний устрій і його ключові складові – резервні валюти / активи – породжує системну нестабільність безвідносно до того, якою є його роль в глобальній фінансовій кризі. Невипадково, що після кризи увага значної кількості дослідників була прикута до варіантів його реформування (табл. 30).

Таблиця 30. Пропозиції із реформування міжнародного монетарного устрою визнаними фаховими групами

	ЮНКТАД	ООН (Комісія Стігліца)	Ініціатива Палас-Рояль	МВФ	СЕРР	Комітет міжнародної економічної політики та реформ
Причини нестабільності	Ринки і потоки капіталів в глобальних масштабах не завжди алокаційно ефективні. Вільні потоки капіталу, плаваючі курси та доллар, як єдина резервна валюта, в сукупності породжують проблему дисбалансів та нестабільності	Переоцінка ринкової ефективності в глобальній алокації капіталів. Надмірна еластичність поведінки ліквідності як фактора потоків капіталів. Асиметрична модель резервних активів, що породжує дисбаланси. Відсутність альтернатив нагромадженню резервів завищує попит на них	Відсутність адекватних механізмів корекції дисбалансів, спекулятивні потоки капіталу, надмірний попит на валютні резерви, відсутність глобального врядування	Неефективна модель глобальної пропозиції екстреної ліквідності. Асиметрії пристосування та дисбаланси	Надмірна еластичність глобальної ліквідності в системі асиметричного домінування долара США	Нестійкість можливостей досягати стабільності в розрізі національних та міжнародного монетарних режимів. Неврахування макрофінансових ризиків в рамках ортодоксального режиму цінової стабільності та відсутність стимулів до міжнародної координації
Формальний наднаціональний порядок	Розглядається в контексті зміни моделі резервних активів та їх пропозиції	Розглядається в контексті реформування системи глобальної ліквідності та механізмів пристосування	Розглядається в контексті нової моделі глобального врядування	Не розглядається	Не розглядається	Розглядається з позиції створення Міжнародного комітету центральних банків, який би діяв на постійній основі і готував аналітичні матеріали для G-20. Комітет повинен стати основою координації політики в питаннях управління глобальною ліквідністю

Продовження таблиці 30

Проблема міжнародного врядування	Те саме + багато-сторонній нагляд за країнами із значними перекосами в платіжних позиціях	Так само	Пропонується трирівнева модель глобального врядування, яка покликана забезпечити баланс інтересів між різними групами країн, офіційними організаціями і функціонувати в рамках пріоритету глобальної стабільності	Розглядається в контексті підвищення ролі МВФ в системі глобального нагляду	Розглядається в контексті підвищення ролі МВФ в системі глобального нагляду	Створення Міжнародного комітету центральних банків повинно забезпечити більш якісну координацію та створити передумови для обмеження «ефектів переливу». Пропонується підвищити роль МВФ в системі незалежного моніторингу «ефектів переливу»
Глобальна ліквідність	Зростання ролі офіційної міжнародної ліквідності як альтернативи національно-центричному нагромадженню резервів	Створення моделі резервних активів, що відображала би колективні інтереси та була би альтернативою чинним резервним валютам. Обмеження попиту на долар США є ключовим елементом підвищення контролю за глобальною ліквідністю в цілому	Акцент на зміні глумачення глобальної ліквідності як сукупності резервних активів, що вимагає більш комплексного підходу до аналізу зв'язків між монетарними змінними, фінансовими ринками та потоками капіталу. Надцільовий нагляд за глобальною ліквідністю є більш важливий, аніж запровадження нових моделей резервних активів	Наголос на посиленні мультитиповості в рамках системи резервних активів та міжнародних механізмів пропозиції ліквідності	Розглядається як ключова проблема трансформції глобальних монетарних взаємин. Акцент на альтернативах долару США та розширенні офіційних національних, багатосторонніх та двосторонніх механізмів пропозиції екстреної ліквідності	Розглядається як важлива проблема глобальної нестабільності. Основна причина: неспроможність національних режимів забезпечення цінової стабільності впоратись із проблемами макрофінансового характеру. Акцент на трансформації національних монетарних режимів в напрямі забезпечення цінової та фінансової стабільності та посилення міжнародної координації

Продовження таблиці 30

Механізм	Підвищення ролі офіційних потоків капіталу з наднаціональних джерел	Офіційне кредитування, багатосторонні угоди, розширення механізмів пропозиції екстреної ліквідності є основою механізму пристосування, який би був більш симетричним і не потребував би односторонніх змін валютного курсу	Не акцентується на напрямку, але передбачається, що трансформація моделі наглядно за глобальною ліквідністю, повноваженнями МВФ щодо валютних курсів та потоків капіталу підвищить імунітет до нагромадження дисбалансів, корекція яких мала би мати дестабілізаційний характер	Акцент на необхідності запобігати підтриманню фінансових дисбалансів	Акцентується на необхідності підвищення ролі симетричної поведінки валютних курсів, що забезпечуватиметься більш конкурентними принципами функціонування системи резервних активів	Підвищення ефективності національних монетарних та макропродуцентних режимів в сукупності із міжнародною координацією у сфері управління глобальною ліквідністю дозволить покращити еластичність пристосування глобальної економіки до нових рівноважних умов
Резервні валютні/активи	Конкурентна система резервних валют/активів повинна бути реформована	Поруч із національними резервними валютами / активами повинна існувати міжнародна визнана система, яка дозволить підвищити симетрію в пристосуванні до нових умов країн з дефіцитними і профіцитними позиціями	Реформування розглядається з позиції зростання ролі СДР як наднаціонального резервного активу	Мультиполарність повинна стати основою підвищення пресдавництва країн з ринками, що формуються, в системі резервних активів, відповідно до їх внеску в глобальний ВВП. Конкуренція долару США є бажаною	Посилення конкуренції на ринку резервних валют, рух до мультиполарності. Однак мультиполарність повинна досягатись на ринковій основі	Не акцентується на прямих рішеннях у сфері реформ. Допускається посилення конкуренції між резервними валютами, що сприймається як спосіб посилити адекватність механізму створення глобальної ліквідності

Продовження таблиці 30

Валютні курси	Акцент на стабільності реальних ефективних курсів	Акцент робиться на проблемі зв'язку між курсом та дисбалансами	Трансформація системи валютних курсів відповідно до приведення у відповідність їх динаміки із фундаментальними змінами. Запровадження норм та бенчмарків об'єктивних курсових співвідношень та санкцій за ухилення від курсової корекції в обидва боки	Реформування системи валютних курсів не розглядається. Наголос на необхідності симетричності процесу корекції курсів в розрізі країн	Наголос на необхідності адекватного плавання курсів	Те саме
Роль мування МВФ	Підвищення ролі та розширення механізмів пропозиції ліквідності в глобальних масштабах	Те саме	Суттєве підвищення ролі МВФ та надлення його повноваженнями примусу. Поєднання резолюцій МВФ із санкціями СОТ. Надлення МВФ повноваженнями глобального нагляду за відповідністю валютних курсів встановленим бенчмаркам.	Обговорюється підвищення наглядових функцій МВФ	Підвищення ролі МВФ в системі нагляду за глобальними макрофінансовими процесами	Те саме
Роль СДР	Повинна зрости в рамках трансформації системи глобальної ліквідності	Те саме	Повинна суттєво зрости як елемент глобальної алокації резервних активів	Повинна підвищитись в рамках пропозиції екстреної ліквідності та розміщення надмірних резервів	Підвищення ролі СДР не є продуктивним	Не розглядається

Продовження таблиці 30

Потоки капіталу	Акцент на посиленні нагледу за спекулятивними потоками та створення багатосторонніх умов елімінування коротко-строчкових перелівів спекулятивних капіталів	Те саме	Нагляд за фінансовими потоками повинен мати національний характер. Запобігання спекулятивним потокам в сукупності із बुльбашками на ринках активів, що ними порожується, є наріжним каменем розширення зони міжнародної відповідальності за стабільність національного та глобального рівня	Посилення системи моніторингу глобальних перелівів капіталів. Розширення спектру інструментів, що застосовуються країнами для нейтралізації значних впливів. Усунення глобальних передумов для спекулятивних перелівів	Лібералізація фінансових потоків повинна співвідноситись із додержанням принципів фінансової стабільності, нейтралізації спекулятивних потоків і відповідати критерію руху в напрямку мультиполярності у сфері резервних активів	Розглядається з позиції підвищення ефективності макропруденційного регулювання та впливу потоків капіталу на поведінку глобальної ліквідності
Рушійні сили змін	Міжнародні ініціативи	Те саме	Те саме	Міжнародні ініціативи та ринкові процеси	Те саме	Те саме

Примітка 1. Згруповано на основі: Reform of the International Monetary and Financial System. Trade and Development Report. Chapter IV. – UN: Geneva, 2009. – P. 113-132.; Mateos y Lago I., Duttagupta R., Goyal R. The Debate on the International Monetary System // IMF Staff Position Note. – 2009. – SPN/09/26. – P. 1-25.; Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF. – IMF. – 2009. – P. 1-13.; Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1-35.; Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead. – IMF. – 2011. – P. 1-32.; Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System. – NY: UN, 2009. – 140 p.; Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. – Paris, 2011. – 23 p.;

Аналіз висновків та пропозицій авторитетних дослідницьких груп дозволяє стверджувати наявність однозначної позиції щодо необхідності реформування глобального монетарного устрою. Однак, так само очевидно, що реформувати його в рамках формальних переговорів із наданням процесу реформування офіційного характеру є практично неможливим (про відсутність інституціонального формату спонук до змін чітко каже М. Обстфельд¹⁹⁷). Розглянуті пропозиції з реформування відрізняються ступенем глибини пропонованих змін в достатньо обмеженій площині, визначеній тим, де міжнародний підхід в принципі можна застосувати. Це означає, що структурні підйоми глобального монетарного порядку трансформуватимуться на основі національно-центричних підходів і під впливом ринкових сил. Перевагу цього слід бачити в тому, що нові обриси глобального монетарного устрою не будуть викривлені теоретичними упередженнями, внаслідок чого «слабкі місця» не будуть наслідком впровадження «інтелектуального конструювання оптимальної моделі». Недолік – нові обриси приховуватимуть відбиток підвищення глобальної нестабільності, основою якої будуть дифузії порядку та хаосу, а в плані методології дослідження варіантів трансформацій дедалі більше нагадуватиме конкуренцію альтернативних сценаріїв.

3.2. Рамкові передумови реконфігурації глобального монетарного устрою

Говорячи про варіанти трансформації глобального монетарного порядку, одразу слід виокремити ряд системних опцій, недосяжних до реалізації навіть попри потенційні переваги, які би вони могли привнести у створення більш Парето-ефективної моделі організації макрофінансів глобальної економіки.

¹⁹⁷ Obstfeld M. The International Monetary System: Living with Asymmetry // NBER Working Paper. – 2011. - №17641. – P. 1-61.

Гносеологічні, структурні та інституціональні детермінанти лабіринту глобальних монетарних реформ

Сформована впродовж тривалого часу модальність стереотипів у сфері монетарної політики та асиметрія інтересів глобальних гравців перетворюють будь-які процеси цілеспрямованої трансформації глобального монетарного устрою в лабіринт реформ. З одного боку, реформи виглядають приреченими на потрапляння в тупик. З іншого боку, це відкриває шлях до формування спонтанних порядків з відмінними типологічними формами взаємозв'язків національної монетарної політики, макрофінансової ситуації з їх системними наслідками на колективному рівні. Цьому є наступні пояснення.

По-перше, досягнення консенсусу про створення наднаціональної системи, в рамках якої будуть впорядковані, раціоналізовані та трансформовані глобальні монетарні процеси, є нереалістичним. Ямайська валютна система створила унікальні можливості для реалізації національно-центричних політик макрофінансової стабільності та розширила горизонт односторонніх дій. Глобалізація та глобальна дезінфляція цей горизонт «розтягнули» ще більше, надаючи самій Ямайській системі зовсім іншого системного виміру. Лаг між односторонніми діями та колективними наслідками варіюється в розрізі країн і, що саме головне, він є практично необмежений у випадку односторонніх дій системних гравців. Більше того, ринкові очікування та фінансовий цикл можуть виявлятися більш дієвими факторами визначення тривалості цього лагу, аніж системні обмеження, на які спирався і продовжує спиратись дизайн чинного глобального монетарного устрою.

По-друге, будь-які проекти централізації хоча б якогось елементу функціонування міжнародної валютної системи одразу зустрінуть або гегемоністську альтернативу окремих гравців, або регіоналістську альтернативу груп країн, які нерідко можуть перетворюватись на ширму імпліцитного гегемонізму монетарних лідерів, без якої останні виглядали би неприйнятно агресивними. Проекти по підвищенню ролі СДР чи формування іншої системи колективних валют, які би враховували необхідність більш

симетричного розподілу тягара нерівноважних платіжних позицій, слід визнати апріорі дискредитованими, по тій простій причині, що ідею цього просувають саме ті гравці, які найбільше доклались до підриву системних обмежень Ямайського монетарного устрою. Наприклад, Китай у 2009 р. в особі Голови Народного банку (так звана промова Керуючого Жоу¹⁹⁸) фактично офіційно висловив невдоволення доларо-центричною монетарною схемою світу з пропозиціями у сфері підвищення ролі СДР.

Однак, подальші дії Китаю вказують, що він взагалі не зацікавлений у будь-якому посиленні наднаціональних механізмів у сфері функціонування міжнародної валютної системи. Офіційна політика інтернаціоналізації юаня є цьому свідченням. Інший приклад США – країна, яка ніколи не висловлювалась за реформи чинної системи, продовжуючи діяти за принципом, що асоціюється з фразою Дж. Коннеллі, висловленою у 1971 р. у перемовинах з європейськими офіційними особами з приводу курсових коливань періоду кризи Бреттон-вудської системи: «Долар – це наша валюта, але ваша проблема». Очікувана криза корекції дисбалансів мала би суттєво вплинути та актуальність даної фрази в теперішній час. Втім, масштаби американської економіки та фінансової системи уможливають захисні дії ФРС, навіть якщо значна частина американських активів та зобов'язань підпадатиме під «гарячковий розпродаж», тим більше, що масштаби такого розпродажу завжди матимуть обмежений масштаб з огляду на те, що подібні операції ніколи не будуть грою з одностороннім виграшем. Незважаючи на це, рання реакція на кризу була більш оптимістична з приводу необхідності пошуку варіанту відновлення керованості глобальними монетарними процесами в стилі історичного Бреттон Вудсу¹⁹⁹.

Глобальні фінансові дисбаланси виявились показовим прикладом того, як брак академічного консенсусу з приводу їх зв'язків з кризою ефектно доповнюється асиметричними політичними позиціями у царині глобальних системних реформ.

¹⁹⁸ Zhou X. Reform the International Monetary System // BIS Speeches. - 2009. // www.bis.org

¹⁹⁹ Williamson J. On the Agenda of Bretton Woods II Institute for International Economics Speeches, Oct. 28, 2008. // www.petersoninstitute.org.; Bibow J. The Global Crisis and the Future of the Dollar: Toward Bretton Woods III? // Levy Economics Institute Working Paper. – 2010. - №584. – P. 1-19.

Так, в плані теорії проблема дисбалансів продовжує дискутуватись з позиції, чи становлять вони загрозу глобальній стабільності. Ряд дослідників вказує на те, що розростання платіжних контр-позицій справді має загрозливі наслідки по тій простій причині, що прив'язка валютного курсу великої економіки до валюти іншої великої економіки не може бути обмежена чи скасована останньою. Тривале підтримання такої прив'язки задля конкурентних переваг може мати далекосяжні наслідки. Якщо одні економісти говорять, що найбільшого клопоту розширення платіжних контр-позицій завдає вільній торгівлі, через що остання зазнаватиме викривлень та позаформальних обмежень (впритул до торговельних воєн)²⁰⁰, то інші якраз вказують на те, що подібна політика «розори сусіда» породжує також макрофінансову нестабільність, зокрема – бульбашки на ринку активів та проблему «занадто великих, щоб збанкрутувати». Задля унеможливлення цього бажаним є обмеження допустимих платіжних дисбалансів на певному кількісному рівні (окремі автори називають значення у 4% ВВП відповідної країни), по перетину яких мають бути активовані процедури наднаціонального моніторингу та спостереження з відповідним напрацюванням змін в економічній політиці країни, що прагне підтримувати зтяжну зовнішню нерівновагу. Запровадження ранжування країн за ступенем підтримання «надмірних дисбалансів» та «неадекватності» валютних курсів (в розумінні їх заниженості, що визначається не стільки відповідно до наближення до ПКС, скільки обсягом інтервенцій на утримання від ревальвації) для диференціації підходів щодо корекції їхньої політики є продовженням лінії реформ глобального монетарного порядку, що бере свій початок саме з проблеми дисбалансів. Нагромадження резервів та «маніпулювання» валютними курсами повинні розглядатись в системній ув'язці²⁰¹.

²⁰⁰ Truman E. The International Monetary System and Global Imbalances // Paper Presented at Conference International Monetary System: Looking to the Future and Lessons from the Past, Institute for International Economics, Dec. 15, 2009. – P. 1-10.

²⁰¹ Відповідно, в рамках даного варіанту реформ наголошується на проблемі системних зв'язків між політикою окремих країн щодо таргетування платіжних профіцитів, асиметричними проблемами у сфері ділового циклу, нагнітанням фінансових бульбашок. Природно, що в рамках пропозицій з реформування глобального монетарного порядку платіжні дисбаланси потребують колективного врегулювання на систематичній основі. Див.: Goldstein M., Weatherstone D. Confronting Asset Bubbles,

Більше того, реформування глобального економічного порядку повинно поєднувати дифузію функцій МВФ та СОТ задля усунення передумов впливу політики окремих країн щодо валютних курсів та валютних резервів на глобальні торговельні процеси та експлуатацію асиметричних можливостей проводити політику «розори сусіда»²⁰². Більш м'який та всебічний варіант пропонується Б. Ейченгріном, що зауважує про необхідність більш комплексного підходу до проведення глобальних фінансових реформ, внаслідок реалізації яких СОТ була би доповнена Світовою фінансовою організацією для проведення наднаціональної політики у сфері фінансового регулювання та нагляду. У свою чергу, більш жорсткий контроль та фінансовий нагляд за транскордонними переливами капіталів та фінансовою стійкістю глобальних компаній повинен бути збалансованим розширенням інструментів управління глобальною офіційною ліквідністю²⁰³.

Втім, запроваджений на Самміті G-20 у Пітсбурзі (2009 р.) «Взаємний процес оцінки» (від англ. – Mutual Assessment Process) щодо колективних підходів у сфері глобальних фінансових дисбалансів практично було фрустровано. Вже на наступному Самміті у Сеулі Китай та Німеччина – країни з найбільшими в світі профіцитами торгівлі – заблокували запровадження кількісного підходу до аналізу, оцінки та введення обмежень щодо країн із значними та стійкими надлишками поточного рахунка. Аналогічна ситуація стосувалась валютних резервів, як індикатора маніпулювання валютою та кількісного показника оцінки ступеня перебування країни в стані надмірних дисбалансів. Китай заблокував не просто кількісний, але й евристичний підхід до

Too Big to Fail, and Beggar-thy-Neighbor Exchange Rate Policies // Institute for International Economics Policy Brief. – 2010. – PB 10-3. – P. 1-8.; Goldstein M. Integrating Reforms of Financial Regulations with Reforms of the International Monetary System // Institute for International Economics Working Paper. – 2011. – WP 11-5. – P. 1-28.; Bergsten F., Gagnon J. Currency Manipulations, the US Economy, and the Global Economic Order // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-25. – P. 1-25.

²⁰² Див., наприклад: Goldstein M. Integrating Reforms of Financial Regulations with Reforms of the International Monetary System // Institute for International Economics Working Paper. – 2011. – WP 11-5. – P. 1-28.; Bergsten F., Gagnon J. Currency Manipulations, the US Economy, and the Global Economic Order // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-25. – P. 1-25.; Irwin D. Esprit de Currency // IMF Finance and Development. – 2011. – June. – P. 30-33.

²⁰³ Eichengreen B. Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/116. – P. 1-26.

аналізу дисбалансів з використанням кількісних даних щодо динаміки зовнішніх активів. На думку Б. Ейчєнгрїна до- і посткризова ситуація у сфері глобальних дисбалансів мало чим відрізняється від регіонального випадку євросони. Відсутність механізму корекції валютного курсу при втраті конкурентоспроможності має точно такі ж наслідки для розширення платіжних контр-позицій як і у випадку з країнами, які здійснюють прив'язку валютних курсів, та країнами, щодо валют яких така прив'язка відбувається; втім, різниця полягає в тому, що у випадку ЄВС брак гнучкості курсів піддається критиці, а у випадку світу в цілому одностайності такої критики не спостерігається²⁰⁴. І хоча в зоні євро можливим залишилось запровадження кількісного підходу до оцінки та моніторингу стійких дисбалансів (стартувало з 2012 р. в рамках реформування механізму макроекономічної політики в ЄВС), в світі в цілому розв'язання цієї проблеми так і не зазнало прогресу. Брак академічного консенсусу, якщо порівнювати з ЄВС, виступив гарною підставою для обґрунтування альтернативного погляду на реформи глобального рівня, підсумком чого виявилась їх відсутність.

По-третє, можливий спектр трансформації глобальних монетарних взаємин багато в чому буде процесом, зумовленим ринковими силами. В ньому обмеження життєвого циклу резервної валюти та еволюційні видозміни ринкової структури ринку резервних валют будуть продовженням фундаментальних принципів функціонування глобальної економіки активів. Іншими словами, національні валюти можуть набувати ознак ключових міжнародних валют, але резервними в глобально значимих масштабах вони можуть стати виключно у поєднанні з активами. Це є наслідком того, що в економіці активів ліквідність як якість може мати превалююче значення, навіть у порівнянні з доходністю. Попри те, що масштаби нагромаджених резервів для окремих країн зменшують значення критерію ліквідності в процесі вибору

²⁰⁴ Eichengreen B. Implications of the Euro's Crisis for International Monetary Reform // Paper Prepared for Session A New International Monetary Order? at the Allied Social Science Associated Meetings, Chicago, Jan. 6, 2012. – P. 1-7.

оптимальної структури при управлінні зовнішніми активами, цей факт не зменшує ключової ролі ліквідності ринку резервних активів, а також підвищує значення саме тієї резервної валюти, яка відкриває шлях до операцій з активами. Тобто резервна валюта повинна втілювати можливості щодо конвертації в активи, а не репрезентувати модель симетричного пристосування платіжних балансів в дефіцитних та профіцитних країнах. Саме через те, що СДР не має такої конвертованості, цей проект залишився за межами досягнення свого цільового призначення, навіть попри офіційний статус, який ніхто не піддає сумніву щодо доцільності. Будь-яка технічно синтезована міжнародна грошова одиниця є теоретичною конструкцією для монетарної економіки, заснованої на обміні, а не для фінансової економіки, заснованої на трансформації активів та зобов'язань у платіжну силу й ліквідність і навпаки. Проблема розриву зв'язку між чистими та валовими показниками в глобальних макрофінансах є наочним свідченням того, що без ув'язки резервної валюти з її конвертацією в активи також неможливо говорити про забезпечення стабільності національного та глобального рівня. Перехід від криз монетарної економіки «валютні курси – платіжні баланси – торгівля – інфляція / ВВП / зайнятість» до криз фінансової економіки «ліквідність – потоки капіталу – ціни активів – валові позиції – стабільність / здатність до фінансування інновацій та забезпечення конкурентоспроможності» робить як більш значимими вимоги до резервних активів, так і до центробанків-емітентів резервних валют. Так, без конвертації резервної валюти в активи можливості диверсифікації резервів в розрізі мотивів управління ними стають ілюзорними. Перевага доходності та збереження вартості над ліквідністю, що активується з певного обсягу володіння зовнішніми активами, може бути реалізована виключно, коли резервна валюта наділена реальною платоспроможністю, що в світі глобалізованих ринків означає, що доступ до активів на теперішньому етапі є наслідком підтвердження універсальної акцептабельності такої валюти на попередніх етапах кристалізації грошових ієрархій, в рамках яких активи, деноміновані в неї, є ліквідними.

По-четверте, будь-які варіанти трансформації глобальних монетарних взаємин по інерції, сформованій ще у Бреттон-вудську добу, продовжуватимуть визначатись тим, у якій формі еволюціонуватиме модель центрального банку. Абсолютизація національно-центричних підходів в забезпеченні національної та глобальної монетарної й фінансової стабільності сформувалась на підґрунті теоретичного обґрунтування та практичних можливостей, що переросли в академічну та політико-інституціональну формацію, цю стабільність досягати. Еволюція моделі центрального банку може допускати варіанти того, у який спосіб це може реалізовуватись. Пріоритет зайнятості та контрциклічної модальності економічної політики специфікував логіку дій центральних банків після Другої світової війни так само як і пріоритет цінової стабільності та гнучких курсів – під час формування та утвердження Ямайської системи. Таргетування інфляції, гнучкі курси не суперечили ідеї розширення можливостей центробанків досягати мінімізації коливань ВВП та споживчих цін, як найкращої передумови для підтримання фінансової стабільності, допоки не стало очевидно, що така монетарна модель вразлива до генерування фінансових дисбалансів. Аналогічно, формування нової теоретичної парадигми у сфері макрофінансового регулювання передбачає трансформацію центральних банків в напрямку коінтеграції функцій із досягнення і підтримання цінової та фінансової стабільності завдяки розширенню кола доступних інструментів та інновацій у сфері інституціонально-агентського виміру активності монетарних органів.

З вищесказаного випливає, що пошуки варіантів пристосування до еволюції глобальної фінансової економіки явно не будуть перебувати в площині формування наднаціональної системи, в рамках якої можна було би говорити про конвенціональне утвердження нового глобального монетарного порядку. Швидше за все слід говорити про те, що у світі формується монетарний порядок асиметричних можливостей лідерів різного рівня та значимості, який приймається іншими країнами, що не претендують на роль ключових акторів у сфері глобальної політичної економії. В світлі проблеми мультиплікації масштабів та

глибини дії спілловерів національно-центричних політик, утвердження такого порядку не гарантує більше стабільності. Відповідно, пошуки варіантів пристосування інституціональної та функціональної модальності монетарної політики до умов нестабільності, інтегрованої в «порядок», допускають появу нових форм організації глобального монетарного простору.

Руйнація «трилеми»: нові можливості і нові ризики спонтанних монетарних порядків

Поява таких нових форм уможливлується досить суттєвими змінами, які відбулися в колі процесів, що традиційно окреслюються «проблемою трилеми». Рамкові умови трилеми передбачають, що країна повинна робити вибір щодо режиму валютних курсів, мобільності капіталів та монетарної автономії (в розумінні спроможності нівелювати вплив зовнішніх шоків). Еволюція міжнародної валютної системи, як це показують емпіричні дослідження, чітко відповідає умовам трилеми: міжнародний золотий стандарт – фіксовані валютні курси, мобільність капіталів, пріоритет зовнішньої рівноваги (у вигляді забезпечення конвертованості банкнот у золото); Бретон-вудська система – фіксовані валютні курси, обмежена мобільність капіталів, пріоритет внутрішньої рівноваги (політика підтримання зайнятості та стабільності цін); Ямайська система – плаваючі валютні курси, мобільність капіталів, пріоритет внутрішньої рівноваги (цінова стабільність та мінімізація коливань ВВП). Це ж саме стосується спроможності окремих країн проводити політику всупереч рамковим умовам трилеми. В більшості своїй «гра проти правил трилеми» завершувалась валютно-фінансовими кризами²⁰⁵. Саме на підґрунті трилеми виникла ідея «спорожнення середини» спектру режимів валютних курсів і саме під впливом криз 1990-х

²⁰⁵ Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. – 2000. – P. 1-4.; 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.; 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.

трансформація монетарної політики в країнах з ринками, що формується, передбачала орієнтацію на цінову стабільність в сукупності із розширенням діапазону курсових коливань задля отримання вигод від глобальної фінансової інтеграції та пристосування до волатильних потоків капіталу.

Значні успіхи структурних реформ у 1980-1990-х продемонстрували, що країни з ринками, що формуються, спроможні залучати приватні капітали і швидко зростати, здійснюючи політику цінової стабільності та поступової лібералізації операцій капітального рахунку платіжного балансу, тоді як друга генерація реформ засвідчила, що ці країни прагнуть поглибити розрив залежності між макрофінансовою стабільністю і валютними курсами, зберігаючи вигоди від глобальної фінансової інтеграції. Послаблення ефекту «первісного гріха» (від англ. – *original sign hypothesis*, що передбачає неспроможність запозичувати на тривалий строк і у власній валюті, внаслідок якої формується розрив у валютній та строковій структурі активів та пасивів, що є джерелом вразливості до курсових шоків²⁰⁶) продемонструвало, що орієнтація на реформи внутрішнього фінансового сектора та зміни пріоритетів боргової політики виявились потужними передумовами наближення макрофінансових процесів в країнах з середніми доходами до аналогічних в розвинутих країнах²⁰⁷. Попри те, що це не є прямим свідченням прояву дії обмежень трилеми, а, швидше, демонстрацією закономірностей переходу до монетарної політики, що більшою мірою відповідає глибшому та диференційованішому внутрішньому ринку, дані зміни вказують на довгострокову пріоритетність внутрішньої рівноваги в рамках глобальної фінансової інтеграції.

²⁰⁶ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. – 1999. – №7418. – P. 1-54.

²⁰⁷ Наприклад, Е. Прасад констатує зменшення частки боргу, деномінованого в іноземну валюту, в структурі валових зовнішніх зобов'язань країн з ринками, що формуються. Він характеризує цю тенденцію як переорієнтацію на внутрішні запозичення, а підвищення концентрації валютних резервів в структурі зовнішніх зобов'язань – як продовження політики самострахування. З іншого боку, сам Прасад констатує, що це модифікує зовнішні ризики. Вони переміщуються в площину вартості зовнішніх активів. Див.: Prasad E. Role Reversal in Global Finance // NBER Working Paper. – 2011. - №17497. – P. 1-53.

З іншого боку, значний прогрес у переорієнтації суверенних запозичень на внутрішні ринки в національній валюті не вирішує повною мірою проблему «первісного гріха». Зростаючі масштаби приватних запозичень країнами з ринками, що формуються, на глобальних майданчиках суттєво підвищує значення кумулятивної зовнішньої заборгованості (а не виключно банківської) та відновлює роль валютно-курсних коливань як джерел макрофінансової нестабільності. Загрозливість цього є ще більш очевидною, якщо прийняти до уваги тенденцію до відходу ряду провідних центробанків від кількісних пом'якшень, що намітився останнім часом²⁰⁸. В більш широкому розумінні це означає, що виявлена Е. Прасадом тенденція до зменшення частки боргів, деномінованих в іноземну валюту (див. вище), в структурі зовнішніх зобов'язань країн з ринками, що формуються, може бути свідченням більш короткострокового ефекту, активованого пристосуванням позичальників з відповідних країн до нових рівноважних умов на глобальних ринках капіталу. Також складовою цього більш широкого розуміння є те, що коливання частки зовнішніх боргів в структурі зовнішніх зобов'язань є наслідком фаз фінансового циклу, інспірованого монетарною політикою провідних центробанків. Якщо монетарні органи країни раціонально оцінюють циклічність в процесах зовнішніх запозичень приватного сектора, то систематичне нагромадження резервів, яке згладжуватиме ризик вразливості до глобальних шоків, буде повністю виправданим в умовах відсутності реалістичних альтернатив доступу до екстреної ліквідності. Іншими словами, радикальних структурних зрушень в спроможності фінансових систем даних країн генерувати активи відповідно до темпів зростання наразі не спостерігається, а відтак зовнішні запозичення продовжуватимуть бути факторами зовнішньої вразливості²⁰⁹.

Водночас, незважаючи на те, що структурні зрушення в глобальній економіці вказують на розширення кількості країн,

²⁰⁸ Turner Ph. The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs // BIS Working Paper. – 2014. - №441. – P. 1-19.

²⁰⁹ Chen J., Imam P. Causes of Asset Shortages in Emerging Markets // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/114. – P. 1-41.

модель пристосування яких до обмежень трилеми відповідає подібні розвинутих держав (пріоритет внутрішньої рівноваги, мобільність капіталів, гнучкі курси), самі такі обмеження та політика реакції на них зазнають мутації.

Перше. В ряді ранніх досліджень проблеми глобальної фінансової інтеграції неодноразово наголошувалось на тому, що монетарна політика ФРС справляє потужний вплив на решту світу. Для країн, що здійснюють політику обмеження курсової гнучкості це є закономірним явищем. Однак, монетарний курс США виявився більш потужним фактором впливу на ринки розвинутих країн, яким властиве коливання курсу. Спроможність ставок в США впливати на ставки в зоні євро є значно вищою, ніж в зворотному напрямку. Трансмсія шоків опосередковується кореляцією ставок та трендами ринку корпоративних інструментів, а межі «старих» валютних блоків (долара, євро та єни) виглядають більш розмитими завдяки фінансовій інтеграції²¹⁰. В загальному це означає, що трилема не має імунітету не тільки від рівня фінансової інтеграції, а також від ситуацій, коли економічні агенти можуть передбачати напрям зміни валютного курсу і хеджувати ризики з незначними преміями. Тобто в рамках функціонування трьох ключових світових валют трилема не працює в чистому вигляді, хоча і не демонструє явного скасування обмежень, які передбачає.

В більш широкому розумінні це означає, що фонова кореляція ставок та ринку активів є наслідком звуження арбітражних можливостей, більш глибока системна кореляція є наслідком виникнення глобально-центричних детермінант поведінки широкого набору економічних трендів в провідних глобальних центрах, що не виключає ні асиметричних реакцій на глобально-центричні шоки, ні відмінностей в реакціях, зумовлених циклічною асинхронністю. Зокрема, суттєві відмінності в поведінці ФРС, ЄЦБ та Банку Японії у 2001 р. та в подальшому, а також чітка

²¹⁰ 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.; 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; Ehrman M., Fratzscher M. Global Financial Transmissions of Monetary Policy Shocks // ECB Working Papers. — 2006. — №616. — P. 5-53.

індивідуальна специфікація функції їх реакцій на параметри внутрішньої рівноваги засвідчили, що фінансова інтеграція не виключає монетарної автономії, як це і передбачає система плаваючих курсів. Можна заперечити, що наявність індивідуальних функцій реакцій, навіть якщо вони ідентифіковані емпіричним шляхом, нічого не говорить про ефективність монетарної політики з точки зору досягнення результату у сфері національно-центричної реакції на шоки, коли в поведінці інфляції та ВВП дедалі чіткіше простежуються глобально-центричні паттерни, а процентні ставки знаходяться під щільним впливом з боку інтегрованих фінансових ринків. Аналогічно, формування тренду валютного курсу дедалі більше визначається політикою щодо диверсифікації валютної структури зовнішніх активів ряду країн, тобто такий тренд не є виключно наслідком взаємодії центробанку та ринків в ув'язці «процентні ставки – курси». Зміна джерел та рівнів генерування шоків, до яких чутливі такі глобальні центри як США, зона євро та Японія, однозначно вказує на те, що трилема швидше допускає варіативність адаптаційних реакцій, що є достатньою умовою її існування.

Посткризові дослідження посилили градус дискусії довкола трилеми. В ряді праць Дж. Айзенмана, М. Чінна та Х. Іто показано, що рівень монетарної автономії в світі дещо знизився, тоді як тенденція до підвищення стабільності валютних курсів та фінансової відкритості зросла. В розрізі країн поведінка індексу монетарної автономії, стабільності курсу та фінансової відкритості також не є однорідною при загальній тенденції до конвергенції щодо фінансової відкритості (автори роблять застереження щодо розвинутих країн, для яких запровадження євро означає вибір на користь фіксованих курсів, що не відзначається у формальних показниках оцінки тенденцій). В кількісному вимірі збереження трилеми, на думку даних вчених, повинно супроводжуватись лінійною формою зв'язку між усіма трьома індексами, коли при збільшенні одного з них, хоча б один має зменшитись. Саме така закономірність простежується на прикладі агрегованих даних по

ряду груп країн²¹¹. Теоретично це відповідає обмеженням трилеми, навіть попри те, що це не співвідноситься з посиленням орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу, що вже неодноразово підкреслювалось. Пояснення, здавалось би, парадоксального збігу кількісно оціненого рівня монетарної автономії з посиленням значення цінової стабільності в монетарних пріоритетах багатьох центробанків можна знайти в посиленні глобально-центричних факторів поведінки інфляції та ВВП-розриву. Водночас, в першому наближенні висновки з емпіричних розвідок Айзенмана, Чінна та Іто швидше говорять про те, що умови трилеми підтримуються (про що вони самі стверджують²¹²), не враховуючи роль нагромадження валютних резервів (про це нижче).

Найбільш виражений скепсис щодо збереження здатності трилеми визначати конфігурацію монетарного вибору у відкритій економіці пов'язується з працею Х. Рей, в якій остання емпірично демонструє наявність «глобального фінансового циклу». Під глобальним фінансовим циклом вона розуміє поєднання панівного на глобальних ринках ставлення до ризику з масштабами потоків капіталу, мультиплікацією кредиту, лівереджу та поведінкою цін активів. Якщо фази глобального циклу (зростаюча фаза: прийняття ризику, зростання обсягів транскордонних потоків капіталу, експансія кредиту, підвищення лівереджу, інфляція цін активів; фаза стиснення: протилежна поведінка відповідних індикаторів) приблизно однаково впливають на більшість країн, відносно інтегрованих з глобальною економікою, то це означає, що національна макроекономічна політика не спроможна повною мірою контролювати внутрішні макрофінансові процеси безвідносно до режиму валютного курсу. Це означає, що країна тільки тоді зможе досягнути ефективного контролю за внутрішніми макроекономічними змінними, коли забезпечить ефективний

²¹¹ Aizenman J., Chinn M., Ito H. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time // NBER Working Paper. – 2008. - №14533. – P. 1-74.; Aizenman J., Chinn M., Ito H. Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma // NBER Working Paper. – 2010. - №15876. – P. 1-54.; Aizenman J., Ito H. Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility // NBER Working Paper. – 2012. - №17806. – P. 1-24.

²¹² Aizenman J., Chinn M., Ito H. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time. Jan. 09, 2009. // www.voxeu.org.

контроль за потоками капіталу, а відтак трилема насправді є дилемою і причина її деградації полягає в посиленні глобальної фінансової інтеграції²¹³.

Певною мірою висновки Рей узгоджуються з вищерозглянутими питаннями посилення глобально-центричних факторів поведінки інфляції та ВВП-розриву, але на рівні глобальних макрофінансів. Між глобальними фінансовими умовами, поведінка яких визначається та характеризується глобальним фінансовим циклом, та внутрішніми змінними може існувати більш складний зв'язок. Наприклад, такі умови привносять коливання на ринок активів та зумовлюють експансію споживання, що при збереженні інфляції під контролем (довіра до центробанку, або наявності іншої сильної дезінфляційної тенденції, як то структурні реформи, торговельна інтеграція чи шок продуктивності) призводить до розкручування спіралі дисбалансів. Якщо ж глобальні фінансові умови більш прямо впливають на внутрішні змінні (наприклад, експансія глобальної ліквідності, як правило, має короткостроковий позитивний реальний ефект на малу відкриту економіку), то це справді означає руйнацію обмежень трилеми.

Найбільшою проблемою, однак, слід визнати те, що розтягування лагу зв'язку між глобальними фінансовими умовами та внутрішніми монетарними змінними й ускладнення структури каналів глобальної монетарної трансмісії призводить до того, що зниження рівня монетарної автономії окремої країни стає менш помітним. Загальмована інфляційна реакція на глобальний фінансовий бум є причиною того, чому відсутність готовності центробанків підвищувати ставки на ранніх фазах роздування бульбашки переростає в колапс обмежень трилеми. Невипадково, що висловлені заперечення стосовно висновку Рей ґрунтуються на аналізі поведінки змінних, які безпосередньо контролюються центральними банками. З евентуальних міркувань очевидно, що багато центробанків підвищують ставки у відповідь на монетарну

²¹³ Rey H. Dilemma not Trilemma: Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // Federal Bank of Kansas City Economic Policy Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy, Jackson Hole, 22-24 August, 2013. – Kansas City Fed, 2013. – P. 285-333.

експансію США, а кореляція короткострокових ставок зі ставками по долару США не наближається до 1, що говорить про збереження принципу монетарної автономії. При цьому, визнається, що в умовах глобальної фінансової інтеграції потенціал життєспроможності трилеми звужується. Країна, що прагне проведення монетарної політики, зорієнтованої на внутрішню рівновагу, та фінансової відкритості стикається з суттєвими труднощами, які суттєво погіршують варіанти вибору в рамках трилеми²¹⁴. У свою чергу, це повертає до проблеми взаємозв'язку між монетарною політикою та фінансовою стабільністю. Власне, руйнація трилеми в категоріях Рей та ускладнення монетарного менеджменту в категоріях Обстфельда перш за все стосується того, що глобальна фінансова інтеграція обмежує спроможність національної монетарної політики забезпечувати внутрішню фінансову стабільність поза контролем за потоками капіталу (Рей) чи поза озброєністю макропруденційними важелями і наявністю транскордонних інструментів пропозиції екстреної ліквідності (Обстфельд). Тобто проблему, поставлену Рей, можна переформулювати наступним чином: трилеми, складовою якої є ув'язка монетарної автономії із національною фінансовою стабільністю, в чистому вигляді не існує. Питання, знову-таки, не в тому, чи реагують центробанки на зовнішні шоки, а в тому, чи досягають такі реакції цілей, тим більше, що такі цілі можуть суперечити одна одній.

Друге. У випадку країн з ринками, що формуються, трилема повністю викривлюється завдяки валютним резервам. Вже зазначалось, що сам факт уможливлення нагромадження зовнішніх активів в таких масштабах рівно, як і підтримання хронічних платіжних профіцитів, можливе виключно завдяки розриву

²¹⁴ Obstfeld M. Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization // BIS Annual Conference, June 2014.; Klein M., Shambaugh J. Is the Dilemma with Trilemma? Sept. 27, 2013. // www.voxeu.org.; Bordo M., James H. The European Crisis in the Context of Historical Trilemmas. Oct. 19, 2013. // www.voxeu.org. Бордо та Джеймс, зокрема, зазначають, що погляд на трилему можна суттєво розширити. Вони показують, що трилеми можуть мати типологічні відмінності і наводять 4 варіанти: класичний макроекономічний випадок (фіксовані курси, потоки капіталу, монетарна автономія); випадок фінансового сектора (фіксовані курси, потоки капіталу, фінансова стабільність); випадок встановлення міжнародних відносин (фіксовані курси, потоки капіталу, незалежність національної політики); випадок політичної економії (фіксовані курси, потоки капіталу, демократизація).

зв'язків між інфляцією та змінами грошової бази, пов'язаними з придбанням центробанками іноземної валюти. В сукупності з менш вираженою тенденцією до гнучких курсів, порівняно з випадком розвинутих країн (зокрема, даються взнаки «страх перед плаванням» та макрофінансові ризики неспівпадіння валютної структури активів та пасивів тощо) монетарна автономія в рамках трилеми мала би бути достатньо обмеженою, а волатильність ВВП вищою, адже валютний курс не є активним інструментом пристосування до шоків.

Як показують згадані Айзенман, Чінн та Іто, для країн з ринками, що формуються, простежується закономірність, коли вибір на користь більш плаваючих курсів кореспондує з вищим рівнем інфляції, який не має однозначних переваг щодо зниження варіації випуску, тоді як вибір на користь більш фіксованих курсів приносить більші вигоди у сфері стабільності цін, а зниження варіації темпів зростання досягається там, де рівень валютних резервів щодо ВВП перетинає певний поріг – 20%²¹⁵. Цю ж тенденцію підтверджують М. Обстфельд, Дж. Шамбау та А. Тейлор, які вказують, що величина резервів до ВВП напряму визначає спроможність країни реагувати на так звані подвійні впливи капіталів (від англ. – *double drain*, ситуація, коли внаслідок фінансового шоку вплив капіталів набуває форми його втечі закордон та збільшення внутрішнього попиту на конвертацію національної валюти в іноземну), внаслідок чого їх потенціал виступати в ролі стабілізатора випуску пояснює тенденцію до їх нагромадження в значних масштабах²¹⁶. Взагалі поєднання плаваючих курсів з вищою інфляцією суперечить логіці прагнення до вищої монетарної автономії. Для країн з середніми та низькими доходами таке поєднання слід також пов'язувати з політичною незахищеністю центробанків (навіть попри значні реформи у даній царині) та проциклічністю монетарної політики. В умовах

²¹⁵ Aizenman J., Chinn M., Ito H. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time // NBER Working Paper. – 2008. - №14533. – P. 1-74.; Aizenman J., Chinn M., Ito H. Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma // NBER Working Paper. – 2010. - №15876. – P. 1-54.; Aizenman J., Ito H. Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility // NBER Working Paper. – 2012. - №17806. – P. 1-24.

²¹⁶ Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves // NBER Working paper. – 2008. - №14217. – P. 1-48.

глобально-центричного зниження інфляції ув'язка плаваючих курсів з вищою інфляцією підкреслює активістські паттерни в орієнтації окремих центробанків.

В рамках пояснення стабілізуючої ролі резервів питання протиставлення їх нагромадження більш ємному внутрішньому фінансовому ринку не виходило за межі питань архітектури глобальних макрофінансів і, перш за все, стосувалось виявлення різниці в пристосуванні до шоків країн з фінансовими системами, що перебувають на відмінних стадіях розвитку. Тобто вища чутливість країн з ринками, що формуються, до шоків продуктивності та зміни реальних курсів без достатньо ємного внутрішнього фінансового ринку, що виконав би роль амортизатора шоку, розглядалась як причина нагромадження зовнішніх активів²¹⁷. Втім, як показують Айзенмен та Обстфельд із співавторами, саме значний масштаб акумульованих резервів дозволяє пояснити нові можливості виходу за рамки традиційної трилеми: вигоди від участі в процесах глобалізації (вибір на користь фінансової відкритості) разом із вибором на користь обмеження курсових коливань можуть кореспондувати зі зниженням вразливості до зовнішніх шоків, іншими словами, – більш високим рівнем монетарної автономії, завдяки величезним резервам. В найбільш радикальному випадку – випадку Китаю – величина нагромаджених зовнішніх активів призводить до цілковитієї руйнації трилеми. Порівнюючи Китай та Індію, Дж. Айзенман та Р. Сенгупта показують, що якщо для другої зв'язок між індексами монетарної автономії, курсової гнучкості, фінансової відкритості та валютних резервів зберігає свою лінійність (що є свідченням утворення певної індивідуальної комбінації в рамках обмежень трилеми), то для першого він є повністю нелінійним²¹⁸. У більш вузькому розумінні це можна

217 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; 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.

218 Aizenman J., Sengupta R. The Financial Trilemma in China and a Comparative Analysis with India // Manuscript. – 2011. – P. 1-35.

пояснювати неринковим характером поведінки процентних ставок в Китаї, внаслідок чого формально визначений рівень монетарної автономії КНР є відносний, а в більш широкому – це можна кваліфікувати як приклад зняття обмежень на економічну політику та спосіб пристосування до зовнішніх шоків, наявність яких асоціюється з трилемою.

З вищесказаного випливає ряд принципових висновків з точки зору перспектив трансформації глобального монетарного порядку:

А) посилення ролі глобально-центричних шоків зменшує можливості традиційних інструментів підвищити рівень монетарної автономії безвідносно до рівня фінансової відкритості, що робить трилему дуже вразливою з точки зору визнання її обмеженням економічної політики. Національно-центричні експерименти у сфері економічної політики можуть тільки інтенсифікуватись, підвищуючи загальний рівень нестабільності, природою якої будуть «війни зовнішніх ефектів». Такі війни є природним наслідком асиметричності країн, прагнучих до односторонніх некооперативних стратегій, що живитимуться думкою про відсутність «правил гри», що задаються не формальними обмеженнями інституціоналізованої системи, а «природним» порядком обмежень трилеми. Попри те, що наслідки кількісних пом'якшень у формі припливу капіталів на ринки країн з середніми доходами, є свідченням збереження елементів трилеми²¹⁹, сам факт реалізації неконвенціональних заходів в масштабах 2009-2012 рр. вказує на явне нехтування її обмеженнями. Найбільш небезпечним наслідком війни спілловерів є зміщення глобального монетарного устрою у інфляціоністський спектр, причому останній включає як споживчі ціни, так і ціни на первинні ресурси та активи;

Б) поширення усвідомлення відносності обмежень трилеми породжуватиме схильність до глобалізації макрофінансового

²¹⁹ Chinn M. Global Spillovers and Domestic Monetary Policy. The Effects of Unconventional Measure // BIS Working Paper. - №436. – P. 1-44.

Фахівці ЄЦБ також зазначають, що реакція країн з ринками, що формуються, на програми кількісного пом'якшення суттєво різняться, підтверджуючи раніше виявлену закономірність про посилення індивідуалізації реакції на масштабні припливи капіталів. Див.: Fratzscher M., Duca Lo M., Straub R. On the International Spillovers of US Quantitative Easing // ECB Working Paper. – 2013. - №1557. – P. 1-64.

опортунізму, коли жоден гравець не матиме мотивів грати за правилами в умовах, коли окремі, як правило впливові, актори прагнуть не грати за правилами не тому, що їх не існує, а тому що вони не вірять в механізм їх функціонування, або ж усвідомлюють, що факт підтримання такої гри залежить від них самих. Історичним прикладом цього можна назвати систематичні спроби проводити монетарну політику всупереч «правилам гри» золотого стандарту Банком Англії та ФРС до Першої світової війни. Такі «виходи за межі» не мали системних наслідків з тієї причини, що згадані інституції принаймні прагнули підтримувати принципи золотого стандарту. У міжвоєнний період та під час кризи Бреттон-вудської системи гра всупереч правилам призводила до системних криз. В теперішній ситуації гра без правил є природним наслідком того, що дестабілізації, що викликаються спробами вийти за межі обмежень трилеми, не є тотожними кризам, зумовленим колапсом міжнародного монетарного устрою певного типу. Такі дестабілізації локалізуються в межах окремої альтернативи вибору в рамках трилеми (наприклад, валютні кризи є наслідками неадекватного вибору курсового режиму чи режиму потоків капіталу, а фінансові кризи – наслідками неадекватного вибору режиму фінансового регулювання в умовах посилення фінансової відкритості), завдяки чому завжди можуть зводитись до помилок національно-центричного рівня політики, а не колективного рівня глобальної економіки;

В) можливості грати всупереч правилам, або ж грати так, наче гравець усвідомлює (чи вдає), що правил не існує, призводять до того, що інструменти політики відбиратимуться не стільки теоретичним шляхом, скільки прагматичним методом «спроб і помилок». У випадку глобальної економіки існуватиме ризик вибору на користь «перевіраних» інструментів, а не оптимальних. Нагромадження резервів буде типовим прагматичним вибором. Також виникатиме ризик її фрагментаризації за критерієм інновацій у сфері вибору і застосування інструментів економічної політики. Одні країни прагнутимуть до запровадження нових підходів, що відкриваються в рамках розвитку макрофінансової парадигми та, відповідно, макропруденційного регулювання, інші –

спиратимуться на більш традиційні інструменти. Формуватиметься глобальний цикл конвергенції інструментальної парадигми економічної політики, за образом того, як це мало місце у випадку поширення золотого стандарту, монетаризму, таргетування інфляції тощо. В межах цього циклу можливі дестабілізації набуватимуть форму еквіваленту тій, що є наслідком дестабілізації ринків, щодо яких здійснюється структурний арбітраж. Іншою проблемою цього є те, що такий цикл не виключає фрагментацію. Він може співіснувати із нею. Наприклад, розвинуті країни, впроваджуючи макрофінансові інструменти, запозичують елементи політики країн з ринками, що формуються, але залишаються більш однорідними з міркувань ключової ролі фінансових ринків та плаваючих курсів в пристосуванні до шоків, тоді як другі запозичуватимуть в перших курсову гнучкість, обриси фінансового розвитку та макропруденційне регулювання, залишаючись на принципах ключової ролі валютних резервів у забезпеченні макрофінансової стабільності;

Г) можливості систематичного додання обмежень трилеми завдяки валютним резервам слід кваліфікувати як передумову функціонування зовсім іншої архітекtonіки глобального монетарного устрою. По-суті, можна говорити про виникнення квазі-трилеми, яка значно ближча до «квадрілеми»²²⁰. Нагромадження валютних резервів дозволяє підтримувати достатньо широку варіативність комбінацій вибору щодо режиму валютного курсу, потоків капіталу та монетарної автономії. Гетерогенність стає складовою архітекtonіки глобального монетарного устрою. Можна говорити про паттерни подібності. Валютні резерви ставатимуть одним з таких паттернів на одному боці зближення подібностей, а резервні валюти / активи – на іншому. Приймаючи до уваги обмеження життєвого циклу резервних валют можна говорити про вірогідність виникнення проміжного варіанту, коли країна, маючи значні резерви в панівних резервних валютах, просуває власну валюту як резервну для інших країн. А останні прагнутимуть до уникнення жорсткого

²²⁰ Aizenman J., Ito H. Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility // NBER Working Paper. – 2012. - №17806. – P. 1-24.

протиставлення фіксованих та плаваючих курсів при збереженні курсу на фінансову відкритість. Є сенс стверджувати, що звичний «страх перед плаванням» значно більше ставатиме подібний на вибір проміжного курсового режиму, швидше адаптованого для індивідуальних особливостей країни. Втім, пояснювати посилення інтересу проміжних режимів, які в світлі криз 1990-х рр. розглядались як детонатори глобальної фінансової нестабільності, з позиції неадекватності протиставлення полярних режимів також некоректно²²¹. Слід визнати, що проміжні режими є більш адаптовані до ситуації, коли переливи глобальних капіталів адресовані ринку активів, коли їх обсяги визначаються глобально-центричними шоками ліквідності, коли курсова реакція на них однаково несумісна з макрофінансовою стабільністю в країні, коли ставлення до ризику є важливим інгредієнтом визначення масштабів транскордонних потоків капіталу. Фактична, а не декларативна, тенденція до проміжних режимів ілюструється розвідками Айзенмана, Чінна та Іто (див. вище) щодо трилеми. Втім, підтримання таких режимів потребуватиме валютних резервів значно більших, ніж ті, які вважались достатніми ще у 1990-х. Звідси, важливою рисою архітекtonіки глобального монетарного порядку буде гетерогенність варіантів пристосування до глобально-центричних шоків з посиленням однорідності стосовно того, що значення валютних резервів у цьому буде тільки зростати;

Д) гетерогенність також означатиме, що традиційні валютні блоки втрачатимуть свої чіткі контури. Скоріше утворюватиметься чітке ядро валютного блоку з більш м'якою периферією. Це пов'язано з тим, що менші країни будуть тяжіти до більш моновалютної прив'язки, порівняно з більшими країнами, які прагнутимуть комбінувати гнучкість курсу з елементами мультивалютної прив'язки та субстандартним підходом до

²²¹ Наприклад, Дж. Франкель достатньо критично оцінює позиції таких відомих авторів, як Б. Ейченгрін, К. Рогофф, М. Обстфельд, Л. Саммерс тощо з приводу необхідності здійснення вибору щодо полярних режимів валютних курсів – тези, що справді панувала наприкінці 1990-х. Втім, сам Франкель визнає, що це потребуватиме підвищення обсягу валютних резервів в розрізі країн. Див.: Frankel J. What's In and Out in Global Money // IMF Finance and Development. – 2009. – Sept. – P. 13-17.

обмежень на потоки капіталу. Диверсифікація значних резервів, у свою чергу, «розбавлятиме» щільність зв'язку з монетарним курсом емітента резервної валюти та, дозволяючи згладжувати шоки, обмежуватиме їх трансмісію. В сукупності це даватиме підстави говорити не стільки про традиційні валютні блоки, скільки про глобально значимі монетарні агломерації. В них значення торгівлі з країною-емітентом ключової валюти, деномінація зобов'язань та кореляція монетарних шоків при виборі валюти прив'язки є м'якшим, ніж в традиційному валютному блоці. Наприклад, прагнення обмежити чутливість до політики ФРС в доларовому блоці посилює тенденцією до диверсифікації торгівлі та резервів, яка, однак, не може повною мірою гарантувати, що за даного значення американської грошової одиниці в трансакціях відповідних країн трансмісія шоків повністю буде нівельована. Подібне стосується Китаю та блоку юаня, що формується. Посилення ролі прив'язки до юаня мало би означати підвищення чутливості процентних ставок багатьох країн Азії до політики Народного банку Китаю (далі НБК), однак попри окреслення даної тенденції та емпіричне підтвердження «гіпотези домінування Китаю»²²² (за аналогією з «гіпотезою домінування Німеччини» (мається на увазі в рамках функціонування Європейської системи валютних курсів до запровадження євро)) підвищення щільності кореляції ставок ще тривалий час буде обмежене внаслідок рестрикцій на потоки капіталу в та з КНР.

Домінування торговельних факторів у визначенні щільності кореляції перш за все курсів, а не процентних ставок, не виключає поєднання двох моментів. Конкурентне нагромадження резервів є фактором, що штовхає більшість країн-торговельних партнерів Китаю слідувати за ним. При умові, що останній раціонально сприймається як такий, що має перевагу у даній конкурентній грі, «делегування» йому визначення курсу щодо інших провідних

²²² Окремі дослідники вказують на достатність фактів формування блоку юаня (7 валют з 10 в регіоні фактично прив'язані до «народних грошей»), тоді як інші говорять про те, що «гіпотеза домінування Китаю» є підтвердженою з поправкою на двосторонню каузальність впливу валютного курсу юаня та інших азійських валют. Див.: Subramanian A., Kessler M., The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go? // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-19. – P. 1-36.; Fratzscher M., Mehl A. China's Dominance Hypothesis and the Emerging of a Tri-Polar Global Currency System // ECB Working Paper. – 2011. - №1392. – P. 1-46.

валют автоматично означає збереження конкурентоспроможності виробників та тренду нагромадження резервів, завдяки чому з'являється формально висока щільність кореляції курсів. Виявлений двосторонній зв'язок між курсами юаня та інших азійських країн якраз вказує на те, що сам Китай прагне зберегти конкурентні переваги в торгівлі з цими країнами. Але саме завдяки спроможності своїх резервів послабити трансмісію шоків і, відповідно, дію обмежень трилеми, Китай перетворюється на специфічного конкурента ФРС. Якщо остання спроможна гарантувати сервіси у вигляді необмеженої підтримки ліквідності, то Китай – послаблення трансмісії шоків для усього регіону. Він перебирає на себе цю функцію, а інші країни, посилюючи прив'язку до юаня, стають споживачами цього сервісу. В цьому розумінні аналогія з Бундесбанком є більш очевидною в світлі того, що беззаперечна антиінфляційна репутація останнього розглядалась як канал імпорту зниження інфляції через прив'язку до марки. Однак, саме з огляду на брак мобільності капіталів між КНР і світом блок юаня все ще перебуває на фазі життєвого циклу, коли він не переріс певну монетарну агломерацію, в якій домінують принципи домінування торгівлі з великою трансакційною зоною. Тим не менше, тенденцію до формування валютного блоку юаня вже сьогодні можна назвати структурною рисою рушійних сил трансформації глобального монетарного устрою.

3.3. Системний розрив між попитом і пропозицією резервних активів

Нагромадження резервних активів на сьогодні визнано «провалом» міжнародної валютної системи саме через те, що вона не спроможна забезпечити еластичну ув'язку між пропозицією ліквідності та симетричним розподілом тягаря пристосування профіцитних та дефіцитних країн. Дискусії про реформу цієї системи також вказують на те, що радикальні кроки зроблені не будуть, а спроби запровадження бодай-якихось кількісних критеріїв оцінки та моніторингу політики для напрацювання квазі-примусового пакету корекції політики певної країни не виглядають

переконливими. По-суті, відсутність реформ означає, що трансформація глобального монетарного устрою, індукована реформами, зайшла в тупик. Ключове питання – проблема ліквідності – не знаходить вирішення на міжнародному рівні, легітимізуючи національно-центричну відповідь на даний виклик. Дискреція у сфері нагромадження зовнішніх активів посилює напруження у сфері збереження їх вартості, ліквідності та більш ефективного управління ними. З огляду на те, що глобальна економіка є закритою системою, суттєві зміни в підходах до управління зовнішніми активами системно значимих країн, що ними володіють, можуть породжувати фінансові шоки, наслідком яких виступлять довгострокові перекося в структурі відносної доходності та ліквідності в розрізі класів активів.

Іншим боком проблеми є посилення гегемоністських амбіцій щодо національних валют в ряді країн, що прагнуть позиціонувати себе як альтернативи емітентам долара та євро. З огляду на те, що такі амбіції спираються на вже нагромаджені зовнішні активи, виникає питання про те, чи просування резервного статусу їх валют, чи в більш широкому розумінні інтернаціоналізації їхніх валют, не спиратиметься на збереження попиту на резерви ними самими. В такій ситуації ключова проблема глобальних монетарних взаємин – гіпертрофія резервів – збережеться, а кумулятивна їх якість знизиться, нагадуючи те, як у міжвоєнний період валюти розвинутих країн формували резерви країн-периферії замість золота. Однак, якщо в історичному плані даний крок був вимушеною реакцією на послаблення залежності глобальної еластичності ліквідності від фізичних обмежень монетарного золота та асиметричного розподілу його запасів в розрізі країн і, в цілому, передбачав послаблення дефляційного ухилу системи, то в теперішніх умовах це більшою мірою вказуватиме на те, що глобальний монетарний порядок не гарантує імунітету від інфляційного зміщення на системному рівні.

Прогнозні траєкторії зростання резервів та зміщення вгору їх оптимального обсягу

Прогноз динаміки глобальних валютних резервів швидше за все підтверджує тезу про те, що система матиме експансіоністський ухил.

Застосування більш простого методу екстраполяції показує, що зростання обсягу глобальних резервів, так само як резервів Китаю, в пропорції до ВВП США матиме експоненціальний характер. За припущення, що річні темпи зростання резервів до 2035 р. впадуть до 8,5% на рік з 15,4%, що мали місце в продовж 1999-2008 рр., співвідношення між обсягом резервів та ВВП США складатиме у 2015 р. 120%, у 2020 р. – 200%, у 2025 р. – 380%, у 2030 р. – 540%, у 2035 р. – 690%. При цьому, частка Китаю у даному співвідношенні зросте з 10% у 2008 р., до 35% у 2020 р. та до 57% у 2030 р.²²³. Інший підхід, – на основі визначення середніх темпів зростання балансу центрального банку для забезпечення економіки ліквідністю відповідно до певного рівня зростання ВВП та частки приросту грошової бази, що розміщуються в чистих зовнішніх активах – також демонструє однозначну тенденцію до зростання резервів (див. табл. 31).

З табл. 31 видно, що припущення про більш повільне зростання резервів в майбутньому все частіше розглядається як адекватніше щодо траєкторії розвитку глобальних монетарних взаємин, зумовлене посиленням процесів інтернаціоналізації валют нових монетарних лідерів та змінами в модальності монетарної політики. Цілком вірогідне зростання частки внутрішніх активів в механізмі формування грошової бази означатиме як підвищення дієвості процентного каналу монетарної трансмісії, так і фінансовий розвиток, внаслідок якого фінансові інституції будуть більш залежними від внутрішньої грошової пропозиції, тобто від монетарних ін'єкцій у власній валюті. Якщо інтернаціоналізація декількох валют справді може знизити попит на долар чи євро, зокрема внаслідок переведення платежів на нові резервні одиниці, то це не означає, що сам принцип попиту на резерви знизиться, що

²²³ Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 5.

красномовно підтверджують вищезгадані дані щодо експоненціальної траєкторії очікуваного зростання співвідношення резервів Китаю до ВВП США. Так само зростання ролі внутрішніх активів центробанків в системі макрофінансових процесів глобально значимих країн з ринками, що формуються, не означає факт зниження попиту на резерви. Це можна порівняти з нюансами функціонування так званих «нових валютних рад», коли в рамках фіксованого покриття грошової бази резервами, центробанк прагне створити буфер ліквідності задля того, щоб більш вільніше реагувати на внутрішні шоки. Сам по собі буфер не відіграє системної ролі, але тільки разом із гарантованим покриттям грошової бази він може виконати місію із посилення орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу.

Таблиця 31. Короткостроковий прогноз зростання валютних резервів в глобально значимих країнах з ринками, що формуються

Країна	Чисті зовнішні активи / грошова база			Обсяг резервів, млрд. дол. США	Сценарій А: чисті зовнішні активи / грошова база без змін	Сценарій Б: чисті зовнішні активи / грошова база – 50%	Сценарій В: чисті зовнішні активи / грошова база – 25%
	2001	2008	2011				
Бразилія	0,3	2,3	1,1	349	883	591	470
Гонконг	3,6	2,5	2,0	280	479	329	305
Китай	0,5	1,3	1,1	3776	9510	6483	5129
Індія	0,7	1,3	1,1	286	665	460	373
Корея	4,3	3,9	4,4	309	500	330	319
Росія	1,0	2,2	1,8	491	1456	755	623
Саудівська Аравія	2,8	11,3	9,4	547	1393	592	569
Разом	-	-	-	6036	14886	9540	7788

Джерело: Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – P. 31.

Відносно процесу поглиблення фінансових систем, що активно розвиваються, сповільнення формування грошової бази за рахунок викупу іноземної валюти може маскувати більш складний процес.

Фінансовий розвиток країн з ринками, що формуються, доти, доки проблема «первісного гріха» не буде подолана повністю, швидше за все потребуватиме збереження попиту на валютні резерви, навіть якщо формально матиме місце зменшення частки грошової бази, що приростає за рахунок збільшення зовнішніх активів. Дані табл. 32 переконливо доводять, що за два десятиліття найбільший приріст резервів відбувся відносно показників, що характеризують фінансову відкритість країни і правлять за індикатори ризиків валютно-курсової нестабільності.

Таблиця 32. Відносне значення валютних резервів в глобальній економіці

Показники	1990	2000	2010
	Глобальна економіка		
Місяці імпорту	4,4	5,2	13,5
Резерви / ВВП	5,2	6,9	17,1
Резерви / Валове формування капіталу	23,4	30,9	75,2
Резерви / Зовнішні зобов'язання	-	7,1	9,9
Резерви / короткостроковий зовнішній борг	-	-	-
	Країни з ринками, що формуються, та країни, що розвиваються		
Місяці імпорту	5,6	6,2	16,3
Резерви / ВВП	6,6	11,3	28,7
Резерви / Валове формування капіталу	25,7	47,1	89,1
Резерви / Зовнішні зобов'язання	-	23,1	40,1
Резерви / короткостроковий зовнішній борг	107,5	229,5	556,5
	Розвинуті країни		
Місяці імпорту	4,2	4,8	10,2
Резерви / ВВП	5,0	5,9	11,6
Резерви / Валове формування капіталу	22,9	26,9	62,8
Резерви / Зовнішні зобов'язання	-	5,2	5,3
Резерви / короткостроковий зовнішній борг	-	-	-

Джерело: Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – P. 31.

Поєднання можливостей долати обмеження трилеми та забезпечувати макрофінансову стабільність перетворює нагромадження резервів на універсальний інструмент стимулювання внутрішнього фінансового розвитку та зменшення його вразливості до шоків. Однак, таке нагромадження дедалі більше нагадує «голку», з якої тим більше неможливо злізти, чим більше вигод прагне отримати країна від фінансової відкритості. Емпіричні методики обрахунку оптимального обсягу резервів тільки посилюють цей ефект. Відіграючи амбівалентну роль в процесі нагромадження зовнішніх активів, вони виступають достатньо переконливим критерієм політики. Переконливість чітко проявилась у 2008-2009 рр., коли глибина падіння валют багатьох країн продемонструвала зв'язок з величиною зовнішніх активів за одночасного спрацювання ефекту «страху перед втратою резервів»²²⁴. Незважаючи на те, що структура зовнішньої заборгованості, а також враженість внутрішніми фінансовими дисбалансами була важлива, сам факт «озброєності» резервами засвідчив, що вони реально можуть амортизувати глобально-центричний вплив капіталів, навіть якщо і не запобігти йому повною мірою.

В найбільш загальній формі еволюція методик засвідчила відхід від визначення оптимальності резервів з міркувань забезпечення ліквідністю для торговельних операцій до оптимальності, продиктованої ризиками валютних дестабілізацій із зростаючим ризиком криз типу «раптова зупинка». Однак, в другому наближенні дані методики показують дещо іншу картину. Оптимальні обсяги резервів калібруються під презумпцію того, що глобальні фінансові процеси становлять загрозу для макрофінансової стабільності, а монетарний устрій світу не дає гарантій еластичного пристосування до стресу, оскільки доступ до ліквідності обмежено. Звідси, саме завбачливе нагромадження резервів розглядається як більш релевантний процес, ніж структурний меркантилізм. Показник Гвідотті-Грінспена (покриття

²²⁴ Козюк В.В. Валютні резерви в умовах глобальної фінансової кризи та у посткризовій перспективі // Вісник НБУ. – 2010. - №10. – С. 59-65.; Aizenman J., Hutchison M. Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Markets and Fear of reserve Loss During the 2008-2009 Crisis // NBER Working Paper. – 2010. - №16260. – P. 1-20.

резервами короткострокового боргу) перестає бути адекватним в умовах, коли активним зовнішнім позичальником стає приватний сектор, а приплив капіталів стає глобально-центричний. Так само він не дозволяє бути певним у макрофінансовій стабільності, якщо країна потерпатиме від кризи на ринку активів чи від зупинки кредитного буму, що провокуватиме відплив капіталів та підвищуватиме попит на ліквідність в середовищі національного фінансового сектора. Глибина фінансового ринку, що, як правило, вимірюється з допомогою агрегату M2, може краще відображати тиск на резерви. В її динаміці імпліцитно приховано приплив капіталів, реверс якого вірогідний, та розігрів фінансового сектора через грошову мультиплікацію. M2 також є відображенням добробуту домогосподарств, відкликання депозитів якими – це попит на валюту та банківський стрес²²⁵. Дані міркування є продовженням протиставлення валових показників чистим в світлі проблеми дисбалансів та ендогенної фінансової нестабільності, масштаби якої можна відстежити на основі динаміки агрегованих балансів фінансової системи, а не на основі статей платіжного балансу.

Проте, найбільшою мірою неоднозначна картина з'являється, якщо взяти до уваги, що нагромадження резервів з метою самострахування спирається на припущення про прямі втрати внаслідок відпливу капіталів та відкликання депозитів й непрямі втрати, як результат необхідності збільшувати внутрішню грошову пропозицію для розв'язання проблем у банківському секторі в сукупності із збереженням резервів в достатньому обсязі, щоб гарантувати подальші запозичення та мінімізувати вірогідність валютних спекуляцій з раціональними очікуваннями (чим менший обсяг резервів залишається, тим більше спекулянти мотивовані до атаки). Оптимальність ж резервів буде визначатись поправкою на стан глобального макрофінансового середовища, оцінку ставлення до ризиків та ступінь невизначеності на глобальних ринках, що можуть спровокувати «зміщення у бік більш якісних активів» (так званий *flight to quality*). З одного боку, це об'єктивно допускатиме,

²²⁵ Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves // NBER Working paper. – 2008. - №14217. – P. 1-48.

що оптимальний обсяг резервів буде різнитись в залежності від стану глобальних фінансів та чутливості країни до шоків. З іншого, – експертні методики суб'єктивізують процес визначення оптимальної «озброєності» резервами, завдяки чому прості співвідношення (коефіцієнти) не користуватимуться довірою, а складні – унеможливлуватимуть створення системи міжнародного моніторингу процесу нагромадження резервів задля визначення «валютних маніпуляторів» чи країн, що перебувають систематично в стані фінансових дисбалансів, оскільки завжди існуватиме спокуса визнати такі методики спекулятивними та неадекватними. Іншою проблемою методик є те, що оптимальні обсяги суттєво варіюватимуть в залежності від ситуації: чи це запобігання кризі, чи долання наслідків кризи. Визначення такого обсягу на основі діапазону значень в процентах ВВП породжує проблему поведінкового вибору на користь більшого обсягу, навіть якщо він не є оптимальний на перманентній основі. Так, при узагальненні докризових досліджень з цього питання можна побачити, що визначення оптимального співвідношення резервів до ВВП коливається на рівні 8-30%²²⁶. Табл. 33 демонструє, що країни з ринками, що формуються, вже у цьому діапазоні.

Таблиця 33. Валютні резерви в країнах з ринками, що формуються, % ВВП

	2001	2007	2013
Країни з ринками, що формуються, в цілому	17,7	28,4	27,7
Азія	24,5	39,9	34,0
Латинська Америка і Кариби	8,3	12,3	14,0
Близький Схід та Північна Африка	15,6	21,8	44,7
Африка, південніше Сахари	15,1	26,3	13,0
Європа	16,4	24,0	19,4

Джерело: Обраховано на основі IMF Global Financial Stability Report за відповідні роки (www.imf.org).

²²⁶ Dorrucchi E., McKay J. The International Monetary System After the Financial Crisis // ECB Occasional Paper. – 2011. - №123. – P. 1-62.

Збереження попиту на резерви віддзеркалює, що в рамках глобального монетарного устрою питання індивідуальної раціональності та колективної неефективності не знімається. Мотив самострахування, що ув'язуватиме таргетований обсяг резервів з рівнем розвитку фінансової системи, породжує проблему ендогенності. Глобальна фінансова інтеграція та внутрішній фінансовий розвиток перманентно штовхатимуть вгору кількісні критерії достатності резервів, тоді як оптимальні показники будуть їх перевершувати. Конкурентне уникнення втрати резервів та асиметрична реакція на вхідні і вихідні потоки капіталів з допомогою комбінації зміни курсу та зміни обсягу зовнішніх активів посилюють проциклічність глобальних макрофінансів, чим підвищують попит на глобальне кредитування останньої інстанції. А без міжнародної централізованої системи це повертає до питання про те, наскільки центробанк-емітент резервної валюти може гарантувати сервіси з підтримки ліквідності.

Невідповідність пропозиції резервної валюти та резервних активів: інтенції та рестрикції активного менеджменту резервів з боку медіанного центробанку

Однак, за нагромадження резервів в теперішніх масштабах набагато більшою проблемою є те, наскільки резервна валюта вміщує в собі релевантні властивості активів, деномінованих у ній. Причому, з огляду на зростання закордонного обігу ключових валют проблема стосуватиметься не стільки активів в цілому, деномінованих у таку грошову одиницю, скільки активів, що генеруються фінансовою системою, в якій така валюта є «рідною». Іншими словами, попит на резерви і попит на резервні активи тим більше розходяться з міркувань свого якісного змісту, чим менш нейтральними стають мотиви управління ними щодо нагромаджених обсягів. Це саме стосується розходження пропозиції резервної валюти і резервних активів. Програми кількісного пом'якшення чітко довели, що зростання грошової пропозиції збільшує притік валюти до країн-реципієнтів капіталу, що тисне на резерви у бік їх зростання. Однак, кількісне

пом'якшення не збільшує кількість резервних активів. Навіть, якщо такі програми допомагають підтримувати їх якість, завдяки чому ринок останніх не звужується, в загальному пропозиція активів, в яких можуть бути розміщені резерви в межах більш традиційних мотивів управління ними, прямує до певного кінцевого значення. Ним може бути співвідношення боргу до ВВП чи зв'язок емісії нових фінансових інструментів з темпами зростання ВВП. Саме через це, як показано у параграфі 2.4, фіскальна стійкість емітента резервної валюти має настільки фундаментальне значення. Наявність набору якостей резервних активів – основна причина їх обмеженого характеру.

Втрата цього набору, або погіршення властивостей його складових ставить питання про конкурентні альтернативи. І чим більшими будуть обсяги резервів, тим швидшою буде трансформація структури резервних активів, оскільки окремі учасники прагнутимуть до нестандартних портфелів, або ж розширюватимуть свої портфельні стратегії коло можливих ринкових варіантів. У свою чергу, чим більш нерівномірно будуть розподілятися резерви в розрізі країн, тим більшою мірою посилюватиметься фрагментація процесів трансформації структури резервних активів: країни з меншими резервами прагнутимуть підтримувати більш традиційні резервні активи, оскільки для них мотиви ліквідності будуть домінуючими, а країни з більшими – навпаки, - прагнутимуть диверсифікації та розширення ринку резервних активів, оскільки керуватимуться мотивами збереження їх вартості та доходності. Проте, це не означає, що країни зі значними резервами повністю відійдуть від традиційних мотивів управління ними. Навпаки, оскільки вони змогли їх награтися в таких обсягах, то вони ж будуть продовжувати цю політику і надалі, тим самим роблячи новий сегмент резервних активів більш рухливим завдяки пошуку більш вдалої конфігурації ефективного портфеля, а старий сегмент (традиційні резервні активи) – більш напруженим в плані достатності пропозиції. Він виглядатиме наче більш стиснутим попитом медіанного центробанку.

Перехід центробанків, що володіють значними резервами, в позицію активних менеджерів не може засвідчити вирішення проблеми. Тільки окремі з них справді можуть дозволити собі використовувати резерви в інвестиційних цілях, виводячи їх із зони попиту на традиційні резервні активи. Приклад НБК навряд чи стане загальним, тим більше, що фонди суверенного багатства вже зайняли відповідну інвестиційну нішу. Поєднання активного портфельного підходу до управління частиною резервів із політикою самострахування не вирішує проблему достатності активів, так само, як і проблему глобальної стабільності. Тільки у випадках дуже жорстких інституціональних розмежувань інвестиційного управління зовнішніми активами та забезпечення макрофінансової стабільності з допомогою резервів можна досягнути ситуації, коли останні не будуть використані як страхування на випадок збитків від падіння вартості активів внаслідок неефективних рішень. В протилежних випадках валютні резерви продовжуватимуть виступати в ролі стабілізатора шоків зміни вартості зовнішніх активів та інвестиційних надходжень з-за кордону. В світлі конкурентного нагромадження резервів те, що може дозволити собі центробанк лідер у сфері переходу на активний менеджмент зовнішніх активів, не може бути наслідуваним в чистому вигляді з боку медіанного центробанку. Але якщо медіанний центробанк перейде до активного портфельного менеджменту, то проблема достатності активів тільки загострюватиметься. Звідси, ситуацію, що складається у сфері резервних активів, можна охарактеризувати як системний розрив між попитом на них і їх пропозицією. Причому, як з боку попиту, так і з боку пропозиції існують свої особливості, які цементуватимуть макрофінансове підґрунтя для такого розриву.

Індивідуальна раціональність у царині нагромадження резервів є однією з найбільш важливих причин збереження у довгостроковому періоді попиту на резервні активи. Висока чутливість потоків капіталу до коливань глобальної ліквідності дедалі більшою мірою доповнюватиметься тим, що резерви виступатимуть як імпліцитний страховий механізм в системі зростаючої позикової активності приватного сектора з країн з

ринками, що формуються. А чим більшою мірою будуть зростати резерви, тим більшою мірою формуватиметься запит на формування їх адекватної структури. Збереження вартості та доходність, як вже неодноразово відмічалось, стають вкрай важливими факторами попиту на резервні активи саме тоді, коли обсяг резервів в найбільш ліквідній формі перетинає певну імпліцитну межу достатності для підтримання стабільності на грошових ринках. Іншим важливим моментом є те, що «зміщення у бік якості» під час фінансових стресів різко посилює значення ліквідності та збереження вартості. Причому, при такому зміщенні запити щодо ліквідності зумовлюватимуть активовану потребу у підтримці валютного курсу та фінансового сектора, а запити щодо збереження вартості віддзеркалюватимуть спроможність активів бути переведеними в розряд ліквідних без суттєвих втрат за одночасної мінімізації кредитного та ринкового ризику.

Поява концепції безпечних активів (від англ. – *safe assets*) достатньо широко тлумачить їх роль в глобальній фінансовій системі²²⁷. Проте, з позиції центробанків безпечні активи є не просто втіленням комбінації переваг щодо збереження вартості, ліквідності та доходності. Такі переваги мають втілюватись як з технічної точки зору (обмежений діапазон коливань відхилень від номінальної ціни інструмента), так і з фундаментальної. Наприклад, золото, щодо якого центробанки після кризи зайняли позицію чистих покупців, не відповідає цим критеріям повною мірою. Його спроможність забезпечувати збереження вартості може підтримуватись виключно за зростаючої ринкової ціни, яка, знову-таки, здебільшого знаходиться в оберненій залежності із ціновим трендом фондового ринку, та за панування невизначеності на ринку. Спекуляції, інспіровані кількісним пом'якшенням, у 2009-2012 рр. породили бульбашку на ринку золота. Ціни на нього зазнали істотної корекції у 2013 р., вказуючи на те, що розміщення резервів в ньому не може гарантувати уникнення ринкового ризику. Боргові інструменти у цьому відношенні у більш вигідній позиції, оскільки ціни на них не коливаються у широкому

²²⁷ Safe Assets: Financial System Cornerstone? Chapter 3. // IMF Global Financial Stability Report. – Chapter 3. – IMF: Wash. (D.C.), 2012. – Apr. – P. 81-122.

діапазоні. Втім, на відміну від золота, вартість якого визначається також і субстанціонально, їх вартість зумовлюється платоспроможністю емітента, а ліквідність – глибиною ринку. З іншого боку, клас безпечних активів є ширшим, оскільки допускає віднесення до нього боргових інструментів ключових фінансових установ та державних агенцій. Обираючи в рамках класу безпечних активів, центробанк формує перевагу щодо ліквідності та доходності. І саме тут відображається найбільша проблема попиту на них.

За нагромадженого значного фінансового багатства попит на безпечні активи з боку суверенних та приватних суб'єктів стає ендогенним, що особливо позначається на спроможності центробанків підтримувати макрофінансову стабільність з допомогою швидкого доступу до ліквідності, втіленої у безпечних активах. При нагромадженому рівні резервів та інших активів будь-який фінансовий стрес призводитиме до різких змін в кількісних параметрах ринку, а не цінових в сегменті безпечних активів (що засвідчила поведінка спредів та сегментація ринків за принципом сепарації «тихих гаваней»). В кількісних пропорціях ребалансування портфелів приватних інвесторів під час епізодів «зміщення у бік якості» не засвідчує ознаки конкурентного конфлікту з центробанками. Але масштаби своїх операцій ФРС вказують на протилежне. Іншими словами, якість безпечних активів може змінюватись через величину вірогідності дефолту емітента навіть без ознак цього в поведінці спредів. Ендогенність залежності фінансової економіки від таких активів впливає з того, що інвестиційна діяльність, особливо в моменти стресу та невизначеності, по-особливому залежить від доступності фінансування, а на останнє стан ліквідності ринку впливає істотно. Приватна ліквідність найбільшою мірою стає залежною від офіційної ліквідності в моменти шоку, коли довіра між учасниками ринку зникає.

В умовах розриву валютної структури активів та зобов'язань офіційна ліквідність, виражена у відповідних характеристиках резервних активів, перебирає на себе основний тягар пристосування до нових рівноважних умов. «Страх втрати

резервів» якраз є відображенням того, що без них ситуація може тільки погіршуватись, розпалюючи паніку та невпевненість, а також того, що масштаби тиску на них в умовах глобально-центричних шоків є апріорі несумісними зі спроможністю центробанків втримати валютний курс. Можна зробити висновок, що центробанки, що нагромаджують резерви, стикаються із суттєвою проблемою суб'єктивізації оптимальної структури зовнішніх активів. Вибір на користь вищої доходності міг би їх задовольнити, якби не проблема ліквідності, яка виникає, коли «зміщення у бік якості» стає дедалі більше глобально-центричним. Це ще раз повертає до проблеми фрагментації самих центробанків. Більш активний портфельний менеджмент зовнішніх активів можливий у випадках окремих монетних установ. Аналогічно саме вони будуть найбільше зацікавлені у виникненні валютних альтернатив усталеним резервним активам саме для того, щоб мінімізувати ризики збереження їх вартості. Просування власних валют буде свідченням не стільки їхньої втрати інтересу до нагромадження резервів, скільки того, що вони наразились на обмеження ефективності власного портфельного підходу. Медіанний центробанк, на відміну, змушений буде дотримуватись більш консервативної стратегії із «вкрапленнями» ідіосинкратичних преференцій на користь обмеженого, більш «ризикового», розміщення зовнішніх активів.

Проблема пропозиції безпечних активів також загострилась після кризи. По-перше, карколомне зростання державного боргу в усіх розвинутих країнах в першу хвилю кризи та збереження тенденції до нагромадження урядами боргових зобов'язань більшості країн в подальшому демонструє, що основні резервні активи в довгостроковій перспективі вміщуватимуть вищий рівень кредитного ризику, ніж це було ще донедавна. Проблема суттєво ускладнюється тим, що в рамках поєднання фіскальної експансії з програмами кількісного пом'якшення строкова структура державного боргу суттєво подовжилась. З міркувань суверенної платоспроможності це не є поганим знаком, особливо в світлі різкого підвищення рівня боргового тягаря. Проте, спроможність урядів у посткризовий період до збільшення частки

довгострокових інструментів є наслідком акомодативної політики центробанків, що яскраво засвідчив приклад ФРС та Банку Англії й значно меншою мірою ЄЦБ. Наприклад, на 2012 р. в активах Банку Англії частка боргових інструментів уряду із залишковою строковістю від 10 до 25 р. склала 40%. Аналогічні дані по ФРС вказують на 30% частку²²⁸. Програма подовження строкової структури (від англ. – *Maturity Extension Program*) як складова кількісного пом'якшення II найвірогідніше надовго законсервує концентрацію довгострокових зобов'язань на балансі ФРС, тобто за межами ринку. Оскільки це не є ринковим процесом, а більше відповідає активації «сервісів» центробанку-емітента резервної валюти, то в тенденції кредитний ризик підвищується також і за рахунок строкового фактора, і за рахунок розтягування в часі конфлікту цілей монетарної політики. Глобальна пропозиція резервних активів означає підвищення кумулятивної «вартості під ризиком», а не зниження.

По-друге, політика впливу на криву доходності, здійснювана в рамках неконвенціональних монетарних заходів, має неоднозначні зовнішні ефекти щодо якості резервних активів в глобальному вимірі. З одного боку, зниження ставок по довгострокових інструментах (посилення похилості кривої доходності) є однозначним сигналом поведінки ставок на тривалих часових інтервалах, що може вважатись фактом стимулювання інвестицій та реанімації ділової активності. Фіскальна стійкість також від цього виграє, оскільки кумулятивний процентний тягар знизиться. Це однозначно вказуватиме на те, що боргові зобов'язання, які потенційно можуть стати резервними активами, захищені від ризику платоспроможності. З іншого боку, агресивна політика кривої доходності може суттєво вплинути на мотивацію центробанків до розміщення резервів у відповідних інструментах. При масштабних ін'єкціях з боку центробанків-емітентів резервних валют політика кривої доходності одночасно посилює ерозію якості резервних активів через зниження ставок, через глобальну інфляцію (виміряну поведінкою цін активів та первинних

²²⁸ Safe Assets: Financial System Cornerstone? Chapter 3. // IMF Global Financial Stability Report. – Chapter 3. – IMF: Wash. (D.C.), 2012. – Apr. – P. 101.

ресурсів), через тиск на валютні курси країн-реципієнтів капіталів. Цикл курсової поведінки долара з 2008 р. відбиває дану закономірність. У випадку переходу медіанного центробанку до більш активного портфельного менеджменту ринок резервних активів, що зазнають ерозії внаслідок політики кривої доходності країн їх емітентів, насправді буде стискатись, штовхаючи до пошуку альтернативних способів розміщення резервів. Таке стиснення насправді може відбуватись навіть на тлі збільшення державного боргу емітентів резервних валют.

По-третє, реакція спредів «тихих гаваней» та країн, що зазнали зниження свого рейтингу впродовж 2009-2010 рр., засвідчила, що перші можуть мати суттєву перевагу з міркувань того, як ринки оцінюють їх платоспроможність навіть на тлі того, що їхня боргова траєкторія викликає застереження. Якщо для Німеччини це характерно меншою мірою, то для США навпаки. Це означає, що «тиха гавань» є чимось більшим, аніж стандартний набір макропоказників; складніша ринкова аналітика та суб'єктивізм відіграють не менш важливу роль. Разом вони справляють вплив на алокацію капіталів та поведінку спредів таким чином, що боргова політика «тихої гавані» може здобувати ту «надмірну привілею», якою ще недавно користувалися виключно США, як емітент резервної валюти. Переключення на розміщення активів в боргових зобов'язаннях глобально значимих «тихих гаваней» відображає проблему пошуку якоря боргової стабільності тому, що інші боргові інструменти насправді ще гірші. Така картина не тільки призводить до обмеження фізичного об'єму ринку безпечних активів в критичні моменти – він звужується до ринку «тихих гаваней», - але й позначається на посиленні фрагментації ринків, що тільки ускладнює управління масштабними резервними активами. Ризик фіскального опортунізму країн, спреди по боргових інструментах яких падають в моменти стресу, породжуватиме глобальне боргове зміщення та зміщення у бік резервних активів нижчої якості.

По-четверте, обсяг безпечних активів приватної емісії суттєво зменшився на підґрунті падіння ринку нерухомості та різкого підвищення спредів по зобов'язаннях, покритих іпотекою. Суттєві

ускладнення фінансового становища банків, внаслідок зміни фази кредитного циклу та кризи суверенного боргу, обмежили доступність інструментів управління пасивами останніх для формування ліквідної частини резервних активів. Окрім прямого звуження пропозиції безпечних активів внаслідок колапсу окремих сегментів ринку, посилення щільності зв'язку між суверенними та банківськими спредами переростає в опосередкований канал тиску на якість безпечних активів.

По-п'яте, якщо припустити, що шоки ліквідності та флуктуації ринків активів будуть вірогідною панорамою майбутнього, то спроможність безпечних активів, емітованих приватним сектором виконати свою місію в глобальній фінансовій економіці, буде обмеженою. На думку, Е. Прасада безпечні активи суверенного походження повинні розглядатись як основа глобальної ліквідності. Коливання їх вартості перебувають в значно нижчому діапазоні, і саме стосовно них можна розраховувати на підтримку ліквідності без суттєвих інституціональних обмежень²²⁹. В світлі масштабних зміщень у бік якості під час стресових епізодів та різкого збільшення попиту на ліквідність в моменти, коли ринки приватних інструментів знаходяться в стагнуючому стані, безпечні активи суверенного походження краще відповідатимуть логіці забезпечення глобальної стабільності. Пріоритет суверенних зобов'язань, як резервних активів, звичайно, не є прописаним стандартом управління. Однак, академічний клімат може справляти істотний вплив на формування логіки поведінки у сфері управління валютними резервами. Принаймні, падіння ставок по боргових зобов'язаннях урядів більшості розвинутих країн посилюватиме дилему вибору між ліквідністю та збереженням вартості, з одного боку, і доходністю, з іншого. Це однозначно означатиме, що сегментація мотивів управління резервами привнеситиме зміни в традиційну логіку поведінки центробанків. Більш активний портфельний підхід однозначно означає, що обмеження пропозиції резервних активів справляють вплив на мотивацію монетарних органів, але вихід за ці обмеження не

²²⁹ Prasad E. Global Safe Assets // Paper Presented at XI BIS Annual Conference held in Lucerne, June 20-21, 2012. – P. 1-52.

гарантує підвищення якості резервів в монетарному розумінні. Глобальна фінансова стабільність ставатиме більш чутливою до таких змін, оригіратором яких є проблема пропозиції безпечних активів в масштабах, які би були сумісні з попитом на резерви та їх структурою, що могла би гарантувати макрофінансову стабільність без ринкового ризику.

По-шосте, боргові інструменти міжнародних організацій розглядаються як важливі складові удосконалення системи глобальної ліквідності, заснованій на системі безпечних активів. Основне призначення таких інструментів в рамках проектів глобальних монетарних реформ подвійне – запропонувати альтернативу традиційним резервним активам, пропозиція яких виглядає обмеженою, або такою, що підпадає під «дилему Триффіна», та посилити симетрію втрат і вигод в процесі корекції платіжних контр-позицій. Запровадження ринку СДР, ринковий доступ до зобов'язань МВФ та емісія колективних євробондів розглядаються як складові посилення міжнародних підходів до вирішення проблеми резервних активів²³⁰. Втім, навряд чи в більшості своїй колективні боргові інструменти виступлять новими резервними активами в довгостроковій перспективі. Відсутність додаткових «сервісів» по типу кредитування останньої інстанції та умовність підтримки ліквідності роблять міжнародні підходи до запровадження колективних резервних активів нереалістичними. Інтерес до таких інструментів може мати місце впродовж відносного періоду часу в рамках політично вмотивованої філантропії, яка приховуватиме прагнення окремих країн до посилення свого статусу у міжнародних відносинах. Євробонди випадають з цього песимістичного погляду хоча б тому, що можуть бути підтримані в рамках політики ліквідності ЄЦБ. Підвищення гнучкості політики підтримки суверенних боргових інструментів з боку Європейського центрального банку істотно знизило інтерес до запровадження системи централізованої емісії облігацій в ЄВС,

²³⁰ Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1-35.; Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. – Paris, 2011. – 23 p.; Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. – London: CEPR, 2011. – 78 p.; Rethinking Central Banking: Committee on International Economic Policy and Reforms. – Wash. (D.C.): Brookings, 2011. – 38 p.

хоча і не зняло з повістки дня в рамках дискусій про перспективи фіскального союзу.

Модель ендогенної нестабільності акумульованих резервів: продовження фіскального виміру «дилеми Триффіна»

Завдяки системному розриву між попитом і пропозицією резервних активів координати фіскального виміру «дилеми Триффіна» стають дедалі більш чіткими. Рис. 17 дає можливість побачити, як змінюється ринкова вартість боргу країни-емітента резервних активів в залежності від поведінки частки її ВВП в глобальному випуску. Основне припущення моделі, представленій на рис. 17, є те, що відносне стиснення економіки емітента породжує проблему кореляції між часткою ВВП такої країни в глобальному випуску з часткою активів, що генерується її фінансовою системою, в глобальному портфелі. Зменшення вартості боргу на рис. 17 є наслідком зменшення попиту на боргові інструменти країни у відповідь на відносне зниження частки її фізичної економіки. Розширення цієї моделі, представлене на рис. 18, демонструє ситуацію із збереженням попиту на валютні резерви, проте із наслідками для погіршення якості резервних активів в розумінні боргової експансії країни-емітента.

На рис. 18 вісь ОХ демонструє співвідношення глобальних резервів до ВВП країни-емітента резервних активів. Рух по даній вісі означає випереджаюче нагромадження резервів, порівняно з приростом фізичної економіки країни-емітента. Це є природна ситуація, коли попит на резерви продовжує тривати. Верхня частина вісі ОУ – процентні ставки; нижня – співвідношення боргу до ВВП країни-емітента резервних активів. У верхній частині системи координат відображена поведінка процентних ставок по боргових інструментах країни-емітента; у нижній – динаміка боргу до ВВП. Припускається, що країна-емітент внаслідок зтяжнього попиту на резерви стикається із зниженням процентних ставок, внаслідок чого відносний тягар боргу для неї знижується, що дозволяє їй підвищити його рівень. Поєднання падіння ставок із

нарощуванням боргу відповідає наслідкам триваючого нарощування попиту на валютні резерви. Однак, якщо країна-емітент стикається з проблемою подальшої акселерації нагромадження боргу, то процентні ставки не реагують миттєво. Перегин функції боргу до ВВП відбувається швидше, ніж перегин функції процентних ставок.

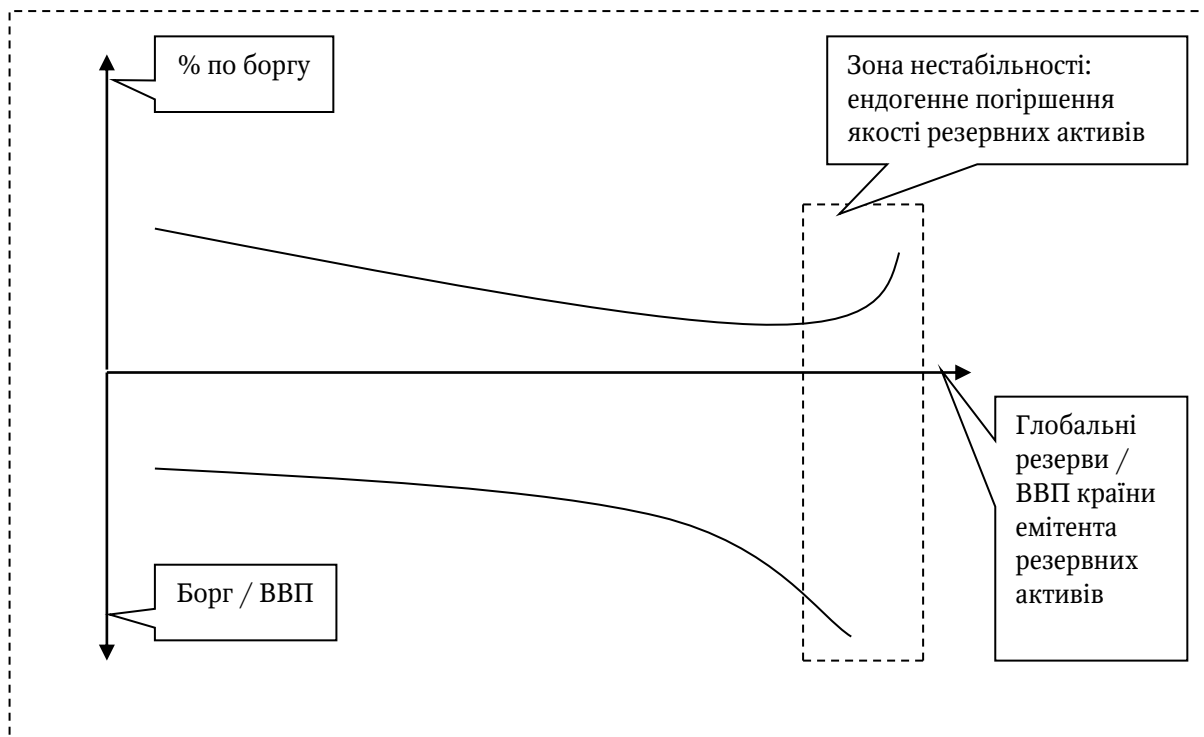


Рис. 18. Виникнення зони ендогенного погіршення якості резервних активів

Тобто збереження попиту на валютні резерви розриває зв'язок між траєкторією боргу та ставками на певний час. Подальше зростання попиту на резерви відбувається на тлі погіршення боргової ситуації в країні-емітенті, оскільки прискорення зростання боргу додається завдяки підвищенню ставок, що є відображенням реакції ринків на ризики послаблення фіскальної стійкості. Завдяки цьому процес нагромадження глобальних резервів опиняється в зоні боргової нестабільності. Якість резервів починає ендогенно знижуватись мірою їх зростання. Чому це можна кваліфікувати як фіскальний вимір «дилеми Триффіна»? Країна-емітент може задовольнити попит на резервні активи в довгостроковому періоді тільки ставлячи під сумнів власну

фіскальну стійкість. Чому зону ендогенного зниження якості резервних активів можна назвати зоною нестабільності? Тому що ринковий ризик боргових інструментів зростає, а це тягне за собою зниження ліквідності резервних активів. Підтримка ліквідності дедалі більше залежатиме від кредитування останньої інстанції з боку центробанка-емітента резервної валюти. Якщо в короткостроковому періоді – це є додатковий «сервіс», то в довгостроковому – інфляційне зміщення глобальних монетарних процесів. Причому тим інтенсивніший, чим менш гнучкими будуть курси вгору в решті світу. Темпоральний конфлікт резервного статусу валюти множить на «дилему Триффіна».

Співвідношення, яке означає вісь ОХ, вказує, що як зменшення чисельника, так і збільшення знаменника можуть відсунути фактичний стан глобальної економіки вліво від зони нестабільності, окресленої на рис. 18 Зменшення чисельника може означати: А) зменшення попиту на валютні резерви, що не співпадає з прогнозними даними по їх динаміці та ознаками зміни мотивів їх нагромадження; Б) трансформацію попиту на валютні резерви, коли ними будуть виступати інші активи; В) поєднання А і Б в рамках підвищення конкуренції на ринку резервних валют / активів. Збільшення знаменника може досягатись завдяки: А) випереджаючому зростанню країни-емітента, що мало вірогідно; Б) розширенню фізичного ВВП, що порівнюється з глобальними резервами за рахунок збільшення кількості країн, валюти яких можуть стати резервними, а зобов'язання – резервними активами. Останні два випадки вказують на те, що зміни структури ринку резервних валют / активів є фундаментальними передумовами подолання проблеми системного розриву між попитом та пропозицією резервних активів, при умові, що попит на резерви зберігається. Втім, зміна структури ринку резервних валют / активів не означає однозначних вигод, оскільки не виключає виникнення нових форм нестабільності.

Чому випереджаюче зростання країни-емітента резервної валюти не може розглядатись допустимим варіантом? В рамках моделі життєвого циклу резервної валюти (див. вище) наголошувалось, що відносне стиснення частки її економіки в

структурі глобального ВВП є закономірним наслідком проблеми атрофії конкурентоспроможності. Уникнення руху курсу вгору з боку решти світу, на що країна-емітент на пряму вплинути не спроможна, справді може суттєво негативно вплинути на конкурентоспроможність у випадку, коли країни-візаві перебувають на нижчих стадіях реальної конвергенції, але активно інвестують в інновації. В екстраполяції на відносини США-Китай варіант валютної війни не виключається. Певні ускладнення виникли між ЄВС та Швейцарією та ЄВС і Данією, які активно нагромаджують євро для запобігання ревальвації своїх валют. Між США та Японією також існує лінія напруження в світлі того, що єна знаходилась тривалий час під тиском у бік ревальвації, а Банк Японії активно запобігає цьому, вдаючись до монетарної експансії, що вже призвела до падіння єни на 25% тільки з 2013 р.

Валютні війни: резерви як захист та продовження життєвого циклу резервної валюти

Боротьба за подовження життєвого циклу резервної валюти може стати новою формою валютної війни, в якій країна-емітент захищатиме свою конкурентоспроможність не стільки з міркувань корекції дисбалансів, скільки задля сповільнення зниження частки свого ВВП в структурі глобального випуску. Втім, огляд питання валютних воєн дозволяє побачити продовження дискусії про глобальні дисбаланси та способи виходу з рецесії. Найбільш прикметною рисою саме проблеми, а не ускладнення ситуації, є те, що країни-візаві називають свої дії діями у відповідь, тоді як дії протилежної сторони – агресивною політикою «розори сусіда».

Наприклад, програми кількісного пом'якшення та нагромадження резервів внаслідок ухилення від ревальвації можна вважати двома сторонами однієї медалі, а можна – наявністю дискреційних можливостей пристосування до шоку і стимулювання економіки. Незалежно від того, як це назвати, історичний досвід валютних воєн є однозначний. Дисбаланси торгівлі та труднощі у відновленні економічного зростання дуже швидко призводять до односторонніх дій, які, як правило, є конкурентними та такими, що

супроводжуються контрзаходами. Причому, конкурентними є заходи саме в зоні відповідальності монетарної політики (насправді, проблемою є те, що валютна війна виникає на підґрунті неспроможності реанімації реального випуску з допомогою монетарних стимулів, внаслідок чого останні перетворюються в експорт інфляції закордон задля зміни номінальних витрат в розрізі країн-суперників; ця особливість є прикметною, інакше чутливість економіки до монетарних стимулів не передбачала їх реалізацію в масштабах, що викликали би реакцію, співмірну з тим, що можна кваліфікувати як валютну війну²³¹), тоді як контрзаходи здебільшого стосуються обмежень торговельної політики. Теоретично, режим валютного курсу має стосунок до того, чи буде країна схильна вдаватись до торговельних обмежень, чи ні. Як правило, плаваючий курс співвідноситься з нижчою схильністю до торговельного протекціонізму, тоді як фіксований – з вищою. Причина – різниця в можливостях відновлення конкурентоспроможності. Однак, так звана Третя валютна війна²³² продемонструвала, що при загальному підтвердженні тези про вибір на користь торговельного протекціонізму з боку країн, що підтримують фіксований курс, основна проблема полягає в тому, що такими країнами, по суті, є практично більшість країн з ринками, що формуються, які не стільки його підтримують, скільки ухиляються від ревальвації²³³. Це означає, що торговельний протекціонізм є не стільки породженням перекосів у валютних курсах, як це мало місце під час періоду так званої Другої валютної війни, скільки наслідком посилення односторонніх дій, викликаних конкурентним нагромадженням резервів.

²³¹ Rickards J. Currency Wars Revisited // CFA Institute. – 2014. – Third Quarter. – P. 15-22.

²³² Дж. Рікардс виділяє три валютних війни. Перша – конкурентні девальвації міжвоєнного періоду (1921-1936 рр.). Друга – диспаритети пізнього Бретонвудського періоду та подальші масштабні перекоси валютних курсів (1967-1987 рр.). Третя – пристосування до наслідків глобальної фінансової кризи (2010 р. - ?). Початком Третьої валютної війни визнається заява Міністра фінансів Бразилії Г. Мантега з приводу наслідків для країн з ринками, що формуються, оголошеної Б. Обамою програми відновлення американського експорту (іншими словами продовження політики кількісного пом'якшення) та пристосування до цього Китаю у вигляді збереження політики нагромадження резервів. Див.: Rickards J. Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis. – London, Penguin Books, 2011. – 342 p.

²³³ Currency Wars / Ed. by Dadush U., Eidelman V. – Carnegie Endowment, 2011. – 118 p.

В сучасних валютних війнах можна виділити три основні лінії:

боротьба з країнами, які через прив'язку чи обмеження руху курсу вгору створюють конкурентні переваги і, тим самим, погіршують конкурентоспроможність, зайнятість та економічну динаміку в країнах-емітентах резервних валют. Тобто політика нагромадження резервів є прямим свідченням «агресії», а кількісні параметри збільшення зовнішніх активів в сукупності з поведінкою реальних ефективних чи номінальних курсів є критеріями ідентифікації агресивної поведінки. Природно, що найбільшою мірою під таке визначення потрапляє Китай, політика якого розглядається як така, що погіршує платіжний баланс США та негативно позначається на перманентному стисненні американського експорту;

боротьба з країнами, які внаслідок агресивної політики кількісного пом'якшення прагнуть змінити номінальне курсове співвідношення, внаслідок чого приплив капіталів в решту світу призводить до погіршення конкурентоспроможності та перегріву фінансового сектора. В даному випадку політика нагромадження резервів виступатиме в ролі захисту від «агресії», а зміни обсягів грошової бази, внутрішніх активів центробанку країни-агресора, підтримка ним процентних ставок, наближених до нуля, є критеріями ідентифікації агресивної поведінки. В даному випадку Китай та США міняються ролями з тією різницею, що перший прагне обмежити імпорт інфляції та погіршення конкурентних позицій, тоді як другі можуть інтерпретувати політику кількісного пом'якшення чи як спосіб стимулювання експорту через зміни курсу, чи як долання пастки ліквідності;

боротьба з країнами, які, ведучи валютні війни між собою, завдають збитків країні-жертві. Як правило, це ситуація, коли кількісне пом'якшення в одній країні породжує спілловери, адресовані третім країнам, а дії з уникнення зміцнення курсу другої країни породжують спілловери у вигляді додаткового конкурентного тиску на треті країни. Ситуація, в яку потрапила Японія та ряд країн з ринками, що формуються, з гнучкими валютними курсами, відповідає особливостям цього випадку. Бразилія також потрапила в таку ситуацію, однак, на відміну від Японії, не може дозволити собі «модель абеноміки» (кількісне

пом'якшення, схильність до девальвації, акселерація державних видатків в сукупності з нульовими процентними ставками) з огляду на ризики інфляції та макрофінансової дестабілізації. З іншого боку, масштабне кількісне пом'якшення, реалізоване Банком Японії, окремі дослідники кваліфікують як реакцію на політику ФРС та Банку Англії, тобто валютну війну по лінії Японія-США можна вважати специфічним випадком війни неконвенціональних політик²³⁴.

Як видно з усіх трьох ліній Третьої валютної війни, валютні резерви скрізь виступають або інструментами її проведення, або елементами захисту від неї. Також вони перетворились на критерій ідентифікації агресивної поведінки. В сукупності з кореляцією між поточним рахунком та офіційними потоками, зв'язком реальних ефективних курсів зі змінами в зовнішніх активах фізичний обсяг резервів дозволяє спочатку ідентифікувати країни в якості «валютних маніпуляторів», а згодом, при продовженні цієї ж політики, - як агресорів. При цьому, на думку Дж. Гегнона, далеко не тільки Китай потрапляє під визначення країни-агресора²³⁵ (див. табл. 34). Попри відмінні структурні риси (високотехнологічні країни, експортери природних ресурсів, фінансові економіки тощо), режим валютних курсів, потоків капіталу та рівень розвитку їх об'єднує те, що нагромадження зовнішніх активів в значних масштабах не може бути зведене виключно до того, що для всіх них характерний профіцит поточного рахунка, як наслідок мікроекономічної ефективності; нагромадження резервів в таких масштабах може бути виключно результатом політики і те, що усі ці країни такі різні, це підтверджує.

Якщо таке широке коло різних країн об'єднані процесом нагромадження резервів, як результату політики уникнення руху курсу вгору, то це означає, що кількісні пом'якшення, як засіб силового впливу в напрямку корекції дисбалансів, навряд чи буде успішним. Якщо стереотип утримання від гнучкості задля підтримки конкурентоспроможності, або ж утримання від гнучкості курсу задля запобігання «голландській хворобі» сформувався до кризи, то після неї він не зникне.

²³⁴ McKinnon R., Liu Zh. Modern Currency Wars: The United States versus Japan // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2013. - №437. – P. 1-25.

²³⁵ Gagnon J. Currency Wars // Milken Institute Review. – 2013. – Jan. – P. 1-8.

Таблиця 34. Валютні резерви країн-агресорів, 2011 р.

Країна	Резерви, млрд. дол. США	Резерви, % ВВП
Данія	78	24
Гонконг	286	118
Ізраїль	73	30
Японія	1225	21
Корея*	335	30
Норвегія*	547	113
Сінгапур*	560	216
Швейцарія	272	43
Тайвань	386	83
Болівія	10	39
Китай*	3262	45
Малайзія	129	46
Філіппіни	66	31
Таїланд	166	48
Ангола	28	28
Алжир	181	95
Кувейт*	235	133
Лівія	97	264
Катар*	101	58
Саудівська Аравія	527	91
ОАЕ*	779	216
Азербайджан	33	53
Казахстан*	64	36
Росія	443	24

Примітка 1. * - включаючи дані по активах фондів суверенного багатства.

Джерело: Gagnon J. Currency Wars // Milken Institute Review. – 2013. – Jan. – P. 6.

А ще більші розширення внутрішніх активів в балансах центробанків знаходять відбиток у збільшенні зовнішніх активів в балансах центробанків-візаві. В найбільш загальній формі це означає, що валютні резерви перетворились на ампліфікатор

інфляційного зміщення глобальної монетарної системи, оскільки кумулятивні баланси усіх монетарних органів світу не стиснулись, а розширились. Те, що на це не реагують миттєво споживчі ціни є наслідком структурних змін в глобальній економіці. Зрештою, приклад сировинних економік якраз демонструє, що вони нагромаджують резерви завдяки злету цін на первинні ресурси, тобто вони є складовою механізмів глобальних дисбалансів. Як вже неодноразово зазначалось, теоретичні припущення про дефляційний ухил дисбалансів є неадекватними саме з тих міркувань, що політика агресивного стимулювання попиту призводить до перерозподілу ліквідності²³⁶. Якщо одна країна прагне експортувати інфляцію, а інша імпортувати стабільність, то з'являється ситуація, коли кожен, виносячи інфляцію за межі національних кордонів, підриває глобальну економіку в цілому, масштабні перекоси в цінах активів та первинних ресурсів чому є наочним свідченням.

Також проблемою Третьої валютної війни є асиметричні можливості країн-учасниць та апріорі відмінні інфляційні та структурні характеристики:

країни з дефляційними ризиками можуть дозволити собі практично необмежені масштаби стимулювання, але тільки у випадку, коли вони можуть покластися на глибокі та ємні фінансові ринки. Резервний статус валюти тут відіграє непряму роль. Японія, Велика Британія, Швейцарія – емітенти резервних валют, але їх частка є занадто незначна у порівнянні з масштабами їх фінансових систем в глобальній економіці. Усі три країни тією чи іншою мірою вдавались до кількісного пом'якшення. Японія та Швейцарія більш виражено впливали на валютний курс;

країни, що запобігають підвищувальному тиску на власні валюти, наражаються на обмеження у вигляді спроможності стерилізувати резерви. У вигравші знову залишаться країни з дефляційними ризиками та більш ємним фінансовим ринком;

²³⁶ Окремі автори стверджують, що кількісні пом'якшення ФРС є своєрідним порятунком світу від дефляційного ухилу, а відтак, порятунок від глобальної дефляції вартий більше, ніж валютна війна. Див.: Brahmhatt M., Canuto O., Ghosh S. Currency Wars Yesterday and Today // The World Bank Economic Premise. – 2010. - №43. – P. 1-6.

країни, де підтримуються обмеження на рух капіталів, мають кращі можливості протистояти «інтервенціям ліквідності» на власних ринках, ніж країни з ліберальним режимом руху капіталів. Однак, регулювання потоків капіталу вступає в конфлікт з політикою фінансового розвитку, внаслідок чого вигоди від фінансової відкритості можуть або обмежуватись на догоду макрофінансовій стабільності, або досягатись за одночасного нагромадження резервів в масштабах, які би дозволили долати обмеження трилеми (див. вище).

Унікальна позиція Китаю, як країни, що може до необмеженості стерилізувати резерви, поступово послаблюється завдяки тому, що перегрів фінансового сектора та проблеми на ринку нерухомості вимагають від НБК більш стриманої монетарної політики. Зацікавленість Китаю у послабленні позицій долара, як резервної, валюти продиктована тим, що його власні можливості стерилізувати зовнішні активи дедалі більше впираються в ситуацію, коли фінансовий розвиток сягнув стадії підвищення чутливості до монетарних умов, але ще не досяг глибини, щоб гасити шоки ліквідності, пов'язані з припливом капіталів.

Цікавим прикладом варіантів протистояння США агресивному нагромадженню резервів Китаю є активізація придбання китайських активів з боку ФРС як хід у відповідь. Теоретично така схема може бути успішною. Еквівалентне придбання активів нейтралізує вплив на курс протилежної сторони. Однак, як правило, витонченістю валютних воєн є те, що жодна країна не прагне продемонструвати негативний вплив на інших своїх односторонніх дій, обмежуючись демонстрацією, що такі дії продиктовані потребами забезпечення балансу в національній економіці. Реакція ФРС на дії НБК в такому форматі буде відкритим проявом ворожості. Найбільшою проблемою є відсутність прямого доступу на фінансовий ринок Китаю, внаслідок чого останній перебуває в значно виграшній позиції.

Найбільшою проблемою є те, що резервні валюти – старі і нові лідери – перебувають на відмінних стадіях життєвого циклу. ФРС, прагнучи стимулювати експорт і боротися з дефляцією, опосередковано запобігає подальшому стисненню трансакційної

зони долара. НБК, проводячи політику інтернаціоналізації юаня, намагається послабити залежність від зони долара, натомість сформувати власну. Японія, Велика Британія, Швеція та Швейцарія хоч і не є старими лідерами, але резервний статус їхніх валют їм приносить значно більше проблем, спонукаючи до більш активістської монетарної політики задля підтримання зовнішньої конкурентоспроможності в умовах конфлікту інтересів між США та Китаєм. ЄВС, емітуючи реальну альтернативу долару, також не прагне до відвертого домінування через те, що завищений курс євро негативно позначатиметься на конкурентоспроможності відносно перегрітого Півдня та ще більше спонукатиме до обмеження витрат задля підтримання конкурентоспроможності на Півночі. Звідси виникає питання, чи позначатиметься позитивно боротьба за подовження життєвого циклу резервної валюти на її статусі?

Відповідь на це питання не є очевидною, але можна зробити ряд застережень. Центробанк, що прагне подовжити життєвий цикл валюти, як резервної, шляхом створення агресивних монетарних стимулів, ризикує прискорити протилежний процес. Як агресивна політика на ринку активів третіх країн, так і монетарне стимулювання експорту посилюють темпоральний конфлікт щодо резервного статусу валюти, коли чинники його підтримання у коротко- та довгостроковому періоді будуть різноспрямованими. Дії такого центробанку відбуваються в координатах асиметричного ринку резервних валют. При більш конкурентній організації ринку можливості вести валютну війну були би значно обмеженішими, оскільки багато країн віддали би перевагу іншій резервній валюті, або посилили диверсифікацію резервів. З цього випливає, що рух у бік мультивалютності є кращим способом обмежити валютні війни, тим більше, що вони відбуваються в площині системного конфлікту між попитом і пропозицією резервних активів²³⁷. Однак, для центробанку –

²³⁷ Тією чи іншою мірою ідея мультивалютності, посилена міжнародними підходами до врегулювання провалів глобального монетарного устрою, що уможливорює валютні війни, досить широко акцептується. Див.: Bergsten F. Currency Wars, The Economy of United States and Reform of International Monetary System // Stavros Niarchos Foundation Lecture. – May 16, 2013. – P. 1-48.; Currency Wars / Ed. by Dadush U., Eidelman V. – Carnegie Endowment, 2011. – 118 p.; Rickards J. Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis. – London, Penguin Books, 2011. – 342 p.

нового лідера – також природним є обмеження власної політики нагромадження резервів. Перебуваючи виключно в рамках цієї стратегії неможливо створити передумови для повноцінної інтернаціоналізації валюти. Поєднання першого і другого можливе виключно в певній формі, і реалістично це виключно в рамках існуючої асиметричної системи резервних валют, коли брак конкуренції між резервними валютами поєднується з уникненням посилення валютного курсу. Розширення трансакційної зони відбувається за рахунок решти світу, але, на відміну від країн, валюти яких перебувають на пізніх стадіях життєвого циклу, воно ґрунтується на експансії реального, а не фінансового сектора. Це важливо для політики розвитку, але коли інтернаціоналізація потребуватиме повноцінної фінансової відкритості експансія реального сектора може сповільнитись через виникнення зовсім інших рамкових умов поведінки валютних курсів.

Мультивалютність однозначно обмежуватиме схильність до валютних воєн, але тільки у випадку, коли резервний статус валюти є цінним для країни-лідера. Якщо він таким не є, то нові можливості для односторонньої поведінки не варто виключати. Тобто мультивалютність дозволяє розв'язати проблему системного розриву між попитом і пропозицією резервних валют / активів, але розширення потенціалу односторонніх дій швидше призведе до значніших валютних перекосів. Причому, їх масштаб буде тим більший, чим більшою мірою центробанки-емітенти резервних валют будуть схильні поводити себе так, наче їхні валюти вже цей статус втратили і їм немає чим жертвувати іще.

РОЗДІЛ 4. МОНЕТАРНИЙ УСТРІЙ СВІТУ В МАЙБУТНЬОМУ: РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ ТА ПЕРИМЕТР НЕСТАБІЛЬНОСТІ

4.1. Ринкова структура мультивалютності: тиск у бік змін

Рух у бік мультивалютності, тобто такої організації міжнародної валютної системи, в якій роль резервної валюти виконується декількома, або багатьма валютами, розглядається як закономірна ситуація, яка поєднує запобігання ризикам однополюсного валютного світу, прагнення диверсифікувати зовнішні активи рядом глобальних гравців, інтернаціоналізацію валют розвинутих країн, що досі не вважалися значимими з міркувань резервних функцій, інтернаціоналізацію валют країн з ринками, що формуються, перш за все Китаю. Така закономірність спирається на фундаментальний процес трансформації внеску найбільших країн в розподіл глобальної економічної потужності, яка в найбільш спрощеній формі асоціюється із часткою країни в глобальному ВВП.

Мультивалютність: затребуваність та очікування в світлі пошуку альтернатив нестабільності однополюсного світу резервних валют

В довгостроковому періоді є очевидним, що монополія певної країни на глобальне лідерство підпадає під обмеження життєвого циклу, що є своєрідною фізичною основою життєвого циклу резервної валюти, якщо абстрагуватись від функціональних особливостей набуття відповідного статусу та специфічних вимог до резервної валюти. Табл. 35 підтверджує, що репрезентація більш диверсифікованого світу зі змінами позицій між лідером та

челенджером у макрофінансовому вимірі тягне за собою трансформацію структури, в рамках якої конкурують резервні валюти.

Таблиця 35. Довгострокові зміни внеску країн в глобальний ВВП (на основі валютних курсів 2005 р.), %

	1870	1890	1910	1930	1950	1970	1990	2010	2030	2050
США	14	20	27	30	40	27	23	21	14	11
Зона євро	-	-	-	-	-	-	-	15	8	6
Велика Британія*	30	25	20	15	8	6	4	3	2	1
Німеччина	9	12	14	10	7	8	6	-	-	-
Франція	8	7	6	6	7	5	4	-	-	-
Японія	3	3	3	4	3	8	9	6	4	3
Індія	-	-	-	-	2	2	3	4	5	8
Китай	10	6	4	3	2	2	4	14	30	34

Примітка 1. * - з основними колоніями.

Джерело: Angeloni I., Sapir A. The International Monetary System is Changing: What Opportunities and Risks for the Euro? // Bruegel Working Paper. – 2011/11. – Р. 6.

З іншого боку, природний характер руху до мультивалютності виводиться з того, що моновалютна система має цілий набір вмонтованих слабких місць, які виходять за рамки традиційної «надмірної привілеї»:

зміна розподілу економічної потужності в світі. Природна монополія резервної валюти передбачає наявність концентрації глобального виробництва, торгівлі та фінансів в межах однієї трансакційної зони. Навіть коли таких зон є декілька, ефект природної монополії не зникає. Вона реалізується в олігополії резервних валют. Втім, коли між розподілом економічної потужності в світі та ринковою структурою ринку резервних валют поглиблюється системний розрив, виникає питання щодо симетрії між валютною структурою глобального портфелю активів, його наповненням за країнами походження та внеском останніх в глобальний ВВП, торгівлю та потоки капіталу. Зміщений розподіл економічної потужності у бік однієї або декількох трансакційних зон допускає олігополію чи асиметричну конкуренцію. Однак, у

випадку, коли такий розподіл передбачатиме утворення одразу декількох масштабних трансакційних зон, які перебувають на відмінних стадіях життєвого циклу, утворена раніше ринкова структура зазнаватиме тиску в напрямку більшої відповідності між структурою глобального портфеля активів, глобального ВВП, торгівлі тощо. Питання лише в тому, чи дана тенденція до утворення відповідності є рівноважним ринковим процесом, чи наслідком усвідомлення нових можливих комбінацій втрат і вигод за моно- та мультивалютності. Ринковий характер цього процесу можна поставити під сумнів з тих міркувань, що резервна валюта є природною монополією, навіть якщо вона не втілена у конкретну монополістичну ринкову структуру. Іншими словами, ефективно функціонуючий моновалютний світ мав би задовольняти країни-учасниці. Однак, саме його дисфункції, асиметрії та вразливість до політичної інтерпретації втрат і вигод від оперування у ньому активують тиск у бік мультивалютності. Утворення нових центрів гравітації передбачатиме зміни в спонукальних мотивах вибору валюти прив'язки, за чим слідуватиме постановка питання про вибір між резервними валютами. Їх перебування на різних стадіях життєвого циклу та відмінності у відповідності критеріям резервної валюти породжує потенційний конфлікт між запитом щодо мультивалютності і спроможністю її втілити в рамках доступних структурних характеристик країни-потенційного емітента;

«дилема Триффіна». Як вже зазначалось вище, домінування долара США з його асиметричною конкуренцією з євро не можуть гарантувати достатній обсяг резервних активів. Навіть якщо припустити, що попит на резервну валюту може бути задоволений з монетарної точки зору, тобто шляхом фізичних трансакцій, наслідком яких є збільшення відповідних валют на балансі центробанків-покупців, це ще не означає, що дана валюта як втілення глобалізованої купівельної спроможності може бути розміщена в активах, профіль якості яких відповідає потребам. З огляду на те, що чим більшою мірою валютні резерви будуть відносно завищеними щодо показників їх оптимальних значень в одних країнах і чим більшою мірою відбуватиметься зміщення у бік володіння більшим обсягом таких резервів медіанним

центробанком, тим більш складними будуть потреби в розумінні цілей та мотивів управління зовнішніми активами. Звідси, повнота ринку активів резервної валюти може бути недостатньою гарантією переваг у конкурентній грі за резервний статус, якщо ринок недостатньо ємний. З іншого боку, конкуренція між ринками активів за критерієм повноти не виключає тенденції виходу за межі так званого ринкового портфеля і пошуку нестандартних шляхів алокації зовнішніх активів. У більш ординарній ситуації «дилема Триффіна» перш за все означає, що традиційні резервні активи підпадають під дедалі більш суттєві обмеження. Вичерпання фіскального простору країн-емітентів резервних активів та посилення ризику втрати чіткої межі між кредитуванням останньої інстанції і монетизацією державного боргу стають першорядними питаннями пошуку альтернативи моновалютній системі;

підвищення ризику коливання вартості активів. В умовах нормальної розподіленості обсягу резервів та величини, що відповідає критеріям оптимальності у тижнях імпорту та покриття короткострокового зовнішнього боргу, кумулятивна вартість зовнішніх активів практично не підпадає під ризик в глобально значимих масштабах. Навіть на рівні однієї країни такий ризик не значний, оскільки резерви виконують перш за все монетарні функції, а їх валютна структура оптимізована під структуру зовнішньої торгівлі та виплат закордон. В умовах значного нагромадження резервів їх функції виходять за межі монетарних; додаються макрофінансові. Ризик коливання вартості суттєво підвищується, оскільки зміни вартості, обумовлені коливаннями валютних курсів, стають значимими. Фінансові ризики значних зовнішніх активів, валютна структура яких відповідає моновалютній резервній системі, є тим більш істотні, чим більшою мірою монетарний курс країни-емітента резервної валюти підпадає під принцип односторонньої домінуючої стратегії. Також фінансові ризики володіння значними резервами посилюють конфлікт цілей монетарної політики країни-реципієнта капіталу, що пристосовується до відповідних дій країни-емітента резервної одиниці. Наприклад, з 2011 р. Китай потрапив в ситуацію, коли кількісне пом'якшення в США призводить до припливу капіталів, а

ревальвація юаня конфліктує не тільки з цілями у сфері конкурентоспроможності, але й з цілями у сфері зовнішньої заборгованості приватного сектора та збереження вартості китайських зовнішніх активів. Відсутність ж ревальвації «ренмінбі» означає перегрів фінансового сектора та виникнення бульбашки на ринку активів;

глобальна ліквідність. Моновалютна система перетворює глобальну ліквідність в похідну політики резервного центра, внаслідок чого решта світу повинна пристосовуватись до неї, або в похідну політики решти світу щодо нагромадження резервів. Відсутність автоматизму функціонування такої системи та брак еластичності пропозиції екстреної ліквідності з міжнародних офіційних джерел призводить до того, що країни, які зацікавлені в швидкому доступі до міжнародної ліквідності і, відповідно, для цього проводять політику самострахування, генерують проблему дисбалансів. Уся система глобальної офіційної ліквідності починає функціонувати в рамках спроможності підтримувати дисбаланси у довгостроковому періоді. Але у цей же час, це означає, що поєднання дисбалансів та офіційної ліквідності починає активно впливати на поведінку приватної ліквідності, за рахунок чого агреговані коливання ліквідності в глобальній економіці зумовлюються складним поєднанням монетарної політики країни-емітента резервної валюти, політики у сфері нагромадження резервів та поведінкою глобальних фінансових гравців;

глобальна проциклічність. Проциклічність у сфері глобальних фінансів напряду впливає з моновалютності. Вони підсилюють один одного завдяки тому, що резервна валюта та ключова валюта на фінансових ринках є національними грішми однієї країни. Феномен глобального фінансового циклу є відображенням того, як значний закордонний обіг резервної валюти робить надмірно чутливими глобальні процентні ставки до ставок на внутрішньому ринку країни-емітента такої валюти, але при цьому мультиплікація грошової пропозиції в глобальних масштабах може відбуватись поза змінами балансу центробанку-емітента. В системі глобально інтегрованих ринків значно більше значення набуває масштаб валових позицій у відповідній валюті. Стиснення ліквідності у ній

означає протилежний процес. Різниця в тому, що на фазі експансії глобальна грошова пропозиція чутлива до політики резервного центра, але може додатково примножуватись завдяки закордонному обігу, але на фазі стиснення вона стає залежною від того, наскільки центробанк-емітент готовий прийняти відповідальність за глобальний вимір кредитування останньої інстанції. В обох випадках фінансовий бум та фінансовий обвал є маргінальними випадками проциклічності, що підсилюються моновалютністю. В мультивалютній системі ситуація буде відмінною тільки в тому випадку, коли матиме місце колективна гнучкість валютних курсів. При асиметричній чи обмеженій гнучкості проциклічність не буде подолана. З іншого боку, можливості рефінансування в країні-емісії резервної валюти задля фінансової експансії на третіх ринках, особливо, якщо ця експансія спирається на доларизацію в країнах-призначення капіталів, звужують можливості мультивалютної системи нейтралізувати поведінку валових позицій глобальних гравців. Коливання курсів повинні бути вкрай чутливими;

глобальний ціновий тренд. Важливою перевагою реально функціонуючої системи мультивалютних резервних активів є нейтралізація тренду грошової пропозиції емітента однієї резервної валюти через коливання валютного курсу. Можна сказати, що це є стандартна перевага системи плаваючих курсів, яка в чистому вигляді виключає нагромадження резервних активів і робить резервні валюти зайвими. Втім, в ситуації асиметричного плавання поєднання політики нагромадження резервів з дозованою курсовою гнучкістю є більш реалістичним, що ставить питання про можливість мультивалютної системи автоматичніше нейтралізувати наслідки експансії / рестрикції грошової пропозиції країни-емітента резервної валюти на колективному рівні. Тобто мультивалютність мала би означати більш стабільну глобальну інфляцію. Водночас, якщо глобальна інфляційна ситуація значно більше зміщена в площину поведінки цін активів та цін на первинні ресурси, а поведінка ліквідності залежить від стійкості системи дисбалансів, очікувані вигоди мультивалютності для глобальної інфляційної стабільності можуть виявитись завищеними.

В історичному плані відсутність моновалютності, а не мультивалютності є більш адекватним відображенням монетарного порядку у світі. У міжвоєнний період валютні резерви були відносно рівномірно розподілені між фунтом, доларом з відставанням французького франка. Панівні позиції долара та фунта могли мінятися місцями в залежності від тих чи інших кон'юнктурних процесів, чи внаслідок структурних зрушень в тогочасній економіці світу. У Бреттон-вудську добу долар хоч і домінував, але не був настільки виразним втіленням монополізму²³⁸. Роль золота в монетарних активах суттєво коректувала ринкову структуру ринку резервних валют. Однак, щільної кореляції між концентрацією металевих резервів в розрізі країн та їх лідерством у сфері емісії резервної валюти не простежувалось. У міжвоєнний період відносні запаси металу у Франції були вищими, ніж в Британії, притому що економіка першої відносно стискалась внаслідок дефляційного тиску, спровокованого прагненням повернутись до довоєнного паритету обміну фунта на золото, але роль фунта в міжнародних операціях була значно вищою завдяки ролі Лондона як фінансового центра. Після Другої світової війни беззаперечне лідерство США щодо концентрації металевих резервів не було конвертовано миттєво у цілковите домінування долара як резервної валюти. Роль фунта та французького франка також були суттєвими. Тільки після розвалу Бреттон-вудської системи ситуація змінилась. Монополізм долара укріпився в системі, що допускала плаваючі курси, а економіку США наздоганяла Європа, за якою слідувала Японія.

В першому наближенні можна стверджувати, що історична мультивалютність допускала амортизуючу роль золота. Металеві резерви більш рівномірно розподілялись, а щільний зв'язок між зовнішніми активами та внутрішньою інфляцією обмежував

²³⁸ Eichengreen B., Flandreau 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. – P. 1-48; Eichengreen B., Flandreau M. The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-39 // BIS Working Paper. – 2010. - №328. – P. 1-38.; Chitu L., Eichengreen B., Mehl A. When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets // ECB Working Paper. – 2012. - №1433. – P. 1-43.; When Did the Dollar Overtake the Pound Sterling as the Leading International Currency? The “Old View” Versus the “New View” // International Role of the Euro. – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. - P. 39-45.

можливості підтримувати затяжні платіжні дисбаланси, які би вели до значних перекосів у нагромадженні резервів. Демонетизація золота змінила модель алокації зовнішніх активів. Конкурентні переваги конкретної резервної валюти почали проявлятися більш рельєфно, а попит на міжнародну ліквідність в сукупності із зростаючою роллю резервів в забезпеченні макроекономічної стабільності такі переваги наділили системними характеристиками. Але відхід від мультивалютності у бік домінування долара США відбувся саме завдяки тому, що нагромадження валютних резервів розпочалось в масштабах, які дозволили описувати його експоненціальним трендом. Рух у протилежний бік став наслідком прагнення до диверсифікації вже нагромаджених резервів. І тільки збереження тренду нагромадження зовнішніх активів активізувало «дилему Триффіна», як одну з відправних точок запиту щодо мультивалютності. Монетарне золото не вписується в цю парадигму. Воно перетворилось на об'єкт портфельної стратегії збереження вартості резервів в моменти зміщення у бік якості, коли одна з резервних валют опиняється під тиском спадного тренду вартості активів, які у ній деноміновані. Парадоксально, але не міркування довгострокової глобальної інфляції / дефляції виступили спонукальними мотивами до пошуку шляхів відходу від моновалютності, а саме ризики концентрації резервів в одній валюті, ризики обмеженого потенціалу диверсифікації та ризики недостатності резервних активів.

Повертаючись до поточного моменту, можна стверджувати, що браком простору для прогресу у сфері глобальної макрофінансової стабільності за очікуваної мультивалютності є те, що вона з самого початку уявляється не як система, де відбувається зменшення попиту на резервні валюти / активи, а як система, де доступна кількість резервних валют / активів зростає, посилюючи конкуренцію між ними. Реалістичне уявлення про характер мультивалютності суттєво контрастує з поглядом, що зменшення попиту на резерви є передумовою посилення стабільності внаслідок послаблення напруження у сфері обігу резервних валют. Невипадково, що більшість проектів реформування глобального монетарного устрою передбачають варіанти заміщення індиві-

дуального попиту на резерви, продиктованого мотивами самострахування, на механізми централізованої пропозиції ліквідності, а відхід від моновалютності піддають рефлексії з позиції обмеження зовнішніх ефектів монетарного курсу країни-емітента. Зниження попиту також асоціюється із загальним підвищенням фінансової стабільності у світі, обмеження спекулятивних потоків в якому розглядається ключовим²³⁹. Проблема, якій адресовані проекти реформ, окреслює ув'язку між глобальною фінансовою нестабільністю, потоками капіталу, вразливістю національних фінансових систем, підвищенням значення фінансових факторів, як джерел макроекономічної нестабільності, та політикою нагромадження резервів. Однак, за експоненціальним трендом зростання резервів криється взаємопроникнення мотивів, серед яких новий меркантилізм, завбачливі заощадження (самострахування), уникнення структурних реформ та конкурентне нагромадження, які унеможливають розв'язання проблеми зниження попиту на зовнішні активи на основі раціонального країно-центричного вибору²⁴⁰. Мультивалютність повинна гарантувати послаблення зовнішніх ефектів не тільки країни-емітента резервної валюти, а також країни, що нагромаджує резерви в глобально значимих обсягах. Кількісне пом'якшення чи будь-яка інша форма монетарної експансії з одного боку, як і гіпертрофія резервів та новий меркантилізм, з іншого, однаково повинні визнаватись слабким місцем моновалютної системи.

Це означає, що тенденція до мультивалютності інспірується раціональним вибором страхування від тих форм глобальної монетарної нестабільності, які пов'язуються з дисбалансами,

²³⁹ Reform of the International Monetary and Financial System. Trade and Development Report. Chapter IV. – UN: Geneva, 2009. – P. 113-132.; Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1-35.; Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead. – IMF. – 2011. – P. 1-32.; Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System. – NY: UN, 2009. – 140 p.; Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. – Paris, 2011. – 23 p.; Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. – London: CEPR, 2011. – 78 p.; Rethinking Central Banking: Committee on International Economic Policy and Reforms. – Wash. (D.C.): Brookings, 2011. – 38 p.

²⁴⁰ Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.

лідерством долара США та обмеженнями на вибір країни-нагромаджувача зовнішніх активів, що накладаються факторами підтримання резервного статусу валюти в короткостроковому періоді (кредитування останньої інстанції, фіскальний простір, глибина фінансового ринку, «втрати виходу» з резервної валюти).

Ринкова структура ринку резервних валют: мультивалютність як дефінітивне припущення

Також вибір на користь мультивалютності зумовлюється природним прагненням подолати обмеження ринкової структури ринку резервних валют, який будується за принципом «основна валюта-лідер + основна валюта диверсифікації + інші валюти диверсифікації»²⁴¹. Відсутність співмірності між останніми є наслідком того, що формально «валюти диверсифікації» відповідають критеріям можливості бути резервними, а фактично демонструють суттєву ущербність за окремим чи групою факторів, призводячи до утворення своєрідних маркетингових ніш. Чим більшою мірою медіанний центробанк перетворюватиметься на активного менеджера портфелю резервних активів, тим більшою мірою розширятиметься інтерес до окремих ніш, чи до їх репрезентації в цілості можливостей використати переваги повного ринку. Але за наявності обмежень за певним чи групою критеріїв такі валюти генерують ризик розриву між інтернаціоналізацією внаслідок активного підходу до управління резервами, гарантіями ліквідності резервних активів та фінансовою глибиною, якої би вистачило для того, щоб зростання зовнішнього попиту на валюту / активи не перетворилось на виклик глобальній конкурентоспроможності. Тобто в чистому вигляді мультивалютна система резервних активів повинна передбачати наявність таких альтернатив актуальному стану речей, щоб:

«надмірна привілея» обмежувалась більш гнучкими курсами між валютами-лідерами, кількість яких була би визначена під дією ринкових сил;

²⁴¹ В такій схемі не важко побачити «долар США + євро + фунт, швейцарський франк, єну та ряд інших валют».

ризиків вразливості до інтернаціоналізації компенсувались належною глибиною ринку та належними структурними характеристиками економіки та фінансової системи країни;

резервні активи мали би якості, сумісні з масштабними потребами у ліквідності в умовах фінансових стресів;

нішеві валюти, визначені для диверсифікації за моновалютної організації системи резервних активів, продовжували конкуренцією з набором валют-лідерів.

В такій інтерпретації мультивалютність апіорі зберігає реалістичне припущення про збереження принципу монополії у сфері пропозиції резервних валют, тобто допускає, що методологічно вона спиратиметься на теоретичну схему аналізу галузевих ринків. В аспекті пропозиції це означає:

валюти-лідери можуть відрізнитись за набором факторів підтримки резервного статусу в короткостроковому періоді, при тому, що на них будуть діяти приблизно однаково довгострокові фактори резервного статусу (економічна потужність, масштаб трансакційної зони, ефект мережі, валюти визначення світових цін, політична стабільність та якісні інститути тощо);

кількість валют-лідерів буде обмеженою кількістю валютних блоків або кількістю монетарних агломерацій на більш зрілих стадіях життєвого циклу;

пропорційність між внеском країни-емітента валюти-лідера в глобальну економічну потужність та часткою в портфелі глобальних резервів продовжуватиме не підтримуватись в силу того, що кожна з них відрізнитиметься за набором додаткових сервісів, а масштаби валютних блоків (монетарних агломерацій) відрізнитимуться;

нішеві валюти зберігатимуться і їх відбір зумовлюватиметься відмінним набором критеріїв. Як правило, валюти розвинутих країн-малих відкритих економік матимуть перевагу з міркувань якості активів та сервісів фінансової системи, а валюти країн з ринками, що формуються, матимуть перевагу з міркувань масштабу трансакційної зони. Очікувана швидкість фінансової конвергенції також прийматиметься до уваги;

як валюти-лідери, так нішеві валюти можуть перебувати на різних стадіях життєвого циклу процесу інтернаціоналізації.

В аспекті попиту це означає:

концентрація резервів буде суттєво відхилятися від нормального розподілу. Поділ на лідерів попиту, наближених до медіанних демандерів та периферійних нагромаджувачів зовнішніх активів збережеться;

інтернаціоналізація валют окремих країн буде відбуватись паралельно із нагромадженням резервів, внаслідок чого змінюватиметься їх валютна структура, а не сама тенденція до заміщення попиту на нові форми міжнародної ліквідності;

сегментація мотивів управління в залежності від масштабу нагромадження ставатиме ще виразнішою. Вихід за межі ринкового портфеля та активний менеджмент притаманний центробанкам з маргінально значними резервами, рух від медіанного центробанку у бік вищого володіння посилюватимуть інтерес до цього на основі більш виразної політики диверсифікації, рух від маргінально низьких та медіанних значень володіння резервами означатиме орієнтацію на ліквідність та менш виразну диверсифікацію.

Розглянуті характерні складові попиту і пропозиції на резерви утворюють основу для реалістичного припущення щодо мультивалютності. В результаті остання суттєво відрізняється від уявлень про неї як таку, що одразу забезпечить відповідність між часткою валют в глобальному портфелі резервів та внеском в глобальну економічну потужність країн-емітентів резервних валют. Дещо інакше формулюють проблему Б. Коен та Т. Бенні. Вони стверджують, що мультивалютність, як синонім мультиполярності, повинна підкріплюватись відносною рівнозначністю розподілу потужності, або значимості, вагомості. Однак, з емпіричної точки зору не має підстав стверджувати про мультиполярність. Показники концентрації в розрізі 6 ролей грошей у міжнародній економіці (табл. 1) демонструють наявність тільки двох справді міжнародних валют – долара та євро, при разючому лідерстві першого. Тобто в категоріях теорії галузевих ринків мульти-

валютність – це «спосіб говорити». Насправді має місце асиметрична конкуренція між долларом та євро²⁴².

Г. Генберг констатує, що удосконалення торговельних систем на глобальних ринках суттєво змінюють природу ефекту мережі та, відповідно, переваги природного монополізму резервної валюти у вигляді монополії як ринкової структури. Він стверджує, що сучасні технічні можливості дозволяють існувати багатьом мережам операцій паралельно, внаслідок чого трансакційні витрати наявності декількох міжнародних валют суттєво зменшуються. У свою чергу, вигоди від диверсифікації зростають, оскільки економічні агенти отримують доступ до відносно рівнозначних валют. Аналогічно, це означає, що заміна долара (як ринкової структури) на якусь більш конкурентну ринкову структуру не є важливою, оскільки самі ринки можуть адаптуватись до поєднання валют з відмінними ступенями інтернаціоналізації²⁴³.

Втім, слід розрізняти приватні операції та суверенні, а також валюти і активи. В рамках приватних операцій доступність активів, виражених в певному наборі національних валют, є більше портфельними, отже мікроекономічними вигодами. Вони не мають прямих монетарних наслідків системного рівня. Резервний статус валюти якраз відрізняється тим, що його набуття змінює модальність монетарних процесів в глобальній економіці в цілому. Удосконалення торговельних технік однозначно сприяє розширенню доступного ринкового портфеля. Масштаб економіки резервного центра буде залишатись важливою силою саме через можливість задовольняти попит на активи в достатній кількості. Переваги диверсифікації та обмеження у вигляді масштабу створюватимуть нову конфігурацію драйверів утвореної нової структури ринку резервних валют, в якій традиційний ефект мережі може набувати більш м'якого виразу.

Емпіричні дослідження у царині конкуренції між провідними валютами в екстраполяції на майбутню їх роль в структурі глобальних резервів також не однозначні. Чінн та Френкель у

²⁴² Cohen B., Benney T. What Does the International Currency System Look Like? // Department of Political Science University of California, 2012. – P. 1-31.

²⁴³ Genberg H. Currency Internationalization: Analytical and Policy Issues // BIS Speeches. – 2015. – P. 1-10.

2008 р. передбачали лідерство євро в структурі глобальних резервів вже у 2015 р., послуговуючись трендовими даними та припущеннями про необхідність альтернативи долару з позиції наявності агресивних мотивів диверсифікації резервів²⁴⁴. Тобто вони були однозначні з приводу того, що біполярна модель є найвірогіднішою. Більш обережні розрахунки Світового банку на основі методу головних компонент трьох показників відносної вагомості валют (частка в обороті глобального валютного ринку, частка в закордонних вимогах банків та облігаціях, частка в валютних резервах) показали підвищення значення євро на 10% за одночасного зниження долара на 6%, єни – на 5% тощо²⁴⁵. Підхід «глобальної ролі валюти», а не «міжнародної валюти», також продемонстрував відсутність передумов для масштабних змін в тенденціях формування полюсів в системі глобальних монетарних процесів²⁴⁶. Незважаючи на ствердження про фактичну наявність трьох валютних блоків, показники концентрації виконуваних 6 функцій міжнародними грішми доводять, що наявність зв'язку між ними усіма обмежує ефективність послуговування виключно одним індикатором оцінки тенденцій у сфері мультивалютності²⁴⁷.

Поточна конфігурація ринку резервних валют та сценарний аналіз її обрисів в перспективі

Оцінка поточного стану та потенціалу резервних валют та кандидатів на відповідний статус підкріплює припущення про те, що мультивалютність слід вважати певною вербальною умовністю, яка розрізняє ключові ознаки відмінних ринкових структур (див. табл. 36). Саме процес формування таких структур, заснований на ринкових силах (навіть коли певна країна проводить активну політику інтернаціоналізації, успіх валюти залежить від її визнання

²⁴⁴ Chinn M., Frankel J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency // *G7 Current Account Imbalances Sustainability and Adjustment*. – Chicago: University of Chicago Press, 2007.; Chinn M., Frankel J. Why the Euro Will Rival the Dollar // *International Finance*. – 2008. – 11(1). – P. 49-73.

²⁴⁵ *Multipolarity: The New Global Economy*. – World Bank: Wash. (D.C.), 2011.

²⁴⁶ Thimann Ch. Global Role of Currencies // *International Finance*. – 2008. – 11(3). – P. 211-245.

²⁴⁷ Cohen B., Benney T. What Does the International Currency System Look Like? // Department of Political Science University of California, 2012. – P. 1-31.

ринками в розумінні вибору приватних та офіційних гравців), є причиною опису мультивалютності в категоріях теорії галузевих ринків. Тільки за наявності міжнародних формальних регуляторів мультивалютності (наприклад, стандарт диверсифікації резервів, який би передбачав допустимі межі деномінації останніх в певних валютах відповідно до характеру торговельних зв'язків країни-демандера та внеску країни-емітента в розподіл глобальної економічної потужності) можна було би говорити, що вона є складовою міжнародної валютної системи чи схваленою структурною та регулівною інстанцією глобального монетарного порядку.

Іншим важливим компонентом формування мультивалютності є те, що тенденція у кількісному вираженні резервного статусу конкретної валюти цілком залежить від ситуації щодо валют-прямих конкурентів. В ранніх дослідженнях проблеми послаблення монополії долара США цілковито асоціювалось із зростанням значення євро. Навіть попри те, що в ряді праць визнавалась і так відносно завищена роль єдиної європейської валюти, порівняно з модельними розрахунками²⁴⁸, в більшості своїй перспективи євро, як альтернативи долару, виглядали однозначними з ряду міркувань: функціонування ЄЦБ спирається на більш стабільний інституціональний фундамент, завдяки чому його незалежність та жорстка орієнтація на цінову стабільність є основою для кращого виконання європейською валютою функції збереження вартості в глобальному контексті; фіскальна політика в ЄВС також підпадає під більш жорсткі обмеження, ніж в США, внаслідок чого фіскаль

²⁴⁸ Наприклад, з погляду реального сектора (частка в глобальному ВВП) євро є недооціненим з точки зору частки в структурі глобальних резервів, а з погляду торгівлі (валюта визначення цін, валюта платежу) – переоціненою: 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.

У цей же час, вибір між доларом та євро до кризи часто спирався на ставлення до ризику. При умові погляду на долар як на безризикову валюту та враховуючи домінування валюти прив'язки в структурі резервів, зовнішньої заборгованості та торгівлі, євро виглядало переоціненим: 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.

Якщо взяти до уваги, що долар не є безризиковою валютою, то цикл ставлення до ризику перед кризою однозначно означав виникнення циклу підвищення інтересу до євро і навпаки. Активна диверсифікація на користь євро з 2004 р. є наслідком посилення стриманості щодо ризику, що намітилась у 2003 р. Див.: Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – С. 450.

Таблиця 36. Експлікація детермінант резервного статусу валюти та потенціалу його набуття

Детермінанти		Долар США	Євро	Єна	Британський фунт
Фактори підтримки статусу в короткостроковому періоді	Глобальне кредитування останньої інстанції	Необмежене	Обмежене політикою ЄЦБ	Обмежене масштабами закордонного обігу єни	Обмежене
	Фіскальний простір	Поступово вичерпується	Контролюється фіскальними правилами	Критично вичерпується	Поступово вичерпується
	Глибина фінансового ринку	+++	++	+++	+++
	«Втрати виходу» з резервної валюти	Значні	Помірні	Мінімальні	Мінімальні
	Економічна потужність (комплексна)	+++	+++	++	+
	Масштаб трансакційної зони	+++	+++	++	+
Фактори довгострокового періоду	Повна конвертованість	+++	+++	+++	+++
	Макроекономічна стабільність	В цілому дотримується	В цілому дотримується	Має специфічний вираз в силу тривалої рецесії	В цілому дотримується
	Довіра до центрбанку та його орієнтації на стабільність цін	В загальному вигляді	Виключно висока	Має специфічний вираз в силу боротьби з дефляцією	В загальному вигляді
	Ефект мережі	+++	++	+	+
	Фінансова система	+++	+++	++	+++

Продовження таблиці 36

Життєвий цикл	Стадії	Зрілість	Квазі-зрілість	Зрілість	Зрілість
Позаекономічні фактори (міжнародна політична економія)	Поєднання економічної, військової та геополітичної потужності	+++	++	++	++
	Демократична система як гарантія прав власності	+++	+++	+++	+++
Валютний блок та гіпотеза домінування		Блок долара. Гіпотеза домінування справджується	Блок євро. Гіпотеза домінування справджується з поправкою на чутливість до ставок по долару	Відсутній. Не використовується як валюта при зв'язки через некорельованість шоків	Втрачено
Поточний статус		Лідер	Лідер в межах блоку та основна валюта диверсифікації	«Інші валюти диверсифікації»	«Інші валюти диверсифікації»
Детермінанти		Швейцарський франк	Шведська крона	Канадський долар	Австралійський долар
Фактори підтримки статусу в коротко-строчковому періоді	Глобальне кредитування останньої інстанції	Обмежене масштабами закордонного обігу франка	Обмежене потенціалом допустимого кількісного пом'якшення		-
	Фіскальний простір	Значний ++	Значний +	Достатній +	Значний +
	Глибина фінансового ринку «Втрати виходу» з резервної валюти	Мінімальні	Відсутні	Відсутні	Відсутні

Продовження таблиці 36

Фактори довгострокового періоду	Економічна потужність (комплексна)	+	+	+	+	+
	Масштаб трансакційної зони	+	+	+	+	+
	Повна конвертованість	+++	+++	+++	+++	+++
Фактори підтримки статусу в короткостроковому періоді	Макроекономічна стабільність	Висока	Висока	Висока	Висока	Висока
	Довіра до центрбанку та його орієнтації на стабільність цін	Висока	Висока	Висока	Вагома	Вагома
	Ефект мережі	++	+	-	-	-
Життєвий цикл	Фінансова система	+++	+++	+++	+	+
	Стадії	Зрілість	Початкова	Початкова	Початкова	Початкова
	Поєднання економічної, військової та геополітичної потужності	-	-	-	-	-
Позаекономічні фактори (міжнародна політична економія)	Демократична система як гарантія прав власності	+++	+++	+++	+++	+++
	Валютний блок та гіпотеза домінування	-	-	-	-	-
	Поточний статус	«Інші валюти диверсифікації»	«Інші валюти диверсифікації»	«Інші валюти диверсифікації»	«Інші валюти диверсифікації»	«Інші валюти диверсифікації»
Фактори підтримки статусу в короткостроковому періоді	Детермінанти	Юань	Корейський бат	Бразильський реал	Ренд ПАР	
	Глобальне кредитування останньої інстанції	В тенденції розвивається з особливим акцентом на СВОПи по торговельних операціях				
	Фіскальний простір	Значний	Достатній	Достатній	Достатній	Достатній
Фактори підтримки статусу в короткостроковому періоді	Глибина фінансового ринку	+	+	+	+	+
	«Втрати виходу» з резервної валюти	Навні з огляду на обмежену ліквідність	-	-	-	-

Продовження таблиці 36

Економічна потужність (комплексна)	+++	+	++	+
Масштаб трансакційної зони	+++	+	++	+
Повна конвертованість	-	++	+	++
Макроекономічна стабільність	Має специфічний вираз	Вразливість до зовнішніх шоків	Вразливість до зовнішніх шоків	Вразливість до зовнішніх шоків
Довіра до центробанку та його орієнтації на стабільність цін	Не має глобального виміру	В загальному вигляді	В загальному вигляді з поправкою на ризик слабких інститутів	В загальному вигляді
Ефект мережі	++	-	-	-
Фінансова система	+	++	+	++
Життєвий цикл	Початкова	Початкова	Початкова	Початкова
Позаекономічні фактори (міжнародна політична економія)	Поеднання економічної, військової та геополітичної потужності	-	+	-
Валютний блок та гіпотеза домінування	Демократична система як гарантія прав власності	++	++	++
Поточний статус	Активно формується. Гіпотеза домінування справджується Основна валюта-челенджер	-	-	Локальний характер
		«Інші валюти диверсифікації»	«Інші валюти диверсифікації»	«Інші валюти диверсифікації»

Примітка 1. Побудовано на основі авторських експертних оцінок.

Примітка 2. Позначення означає: «+++» - найвищий рівень; «++» - середній рівень; «+» - низький рівень; «-» - відсутність, або незначимість.

ний простір, як підґрунтя для майбутнього резервної валюти, також грав на користь євро; фінансова система ЄС є менш проциклічна і підпадає під жорсткіше регулювання, що, можливо, не так привабливо з міркувань пошуку нових форм стимулів до інвестування, але однозначно позитивно для створення надійної бази для забезпеченості міжнародних функцій євро відповідною внутрішньою фінансовою стабільністю тощо. Саме в такому контексті євро розглядалась як альтернатива долару, навіть якщо і визначалась як основна валюта диверсифікації²⁴⁹. Втім, фізичне домінування доларового блоку однозначно вказувало на те, що потенціал закордонної експансії євро є обмежений. В зв'язку з належністю азійських країн із значними резервами та країн-експортерів нафти до доларового блоку, євро є більше валютою диверсифікації для його представників, ніж валютою, що має потенціал посилення резервного статусу завдяки експансії власного валютного блоку²⁵⁰.

Однак, після глобальної фінансової кризи стало очевидним, що попередні уявлення про перспективу формування дуополії «долар – євро» виявились хибними. Тенденція до мультивалютності засвідчила, що як кожна з критеріально ідентифікованих резервних валют (долар США, євро, фунт, єна, швейцарський франк), так і обидві реальні – долар та євро – мають суттєві вразливі місця (табл. 37), які стають дедалі більш відчутними, чим більш рельєфно проступає експансіонізм Китаю, підтверджений релевантними змінами в розподілі глобальної економічної потужності.

²⁴⁹ Walter N. The Euro: Well Established as a Reserve Currency // Deutsche Bank Research. – 2005. – Sept. 8. – P. 1-12.; Posen A. The Euro at Five: Ready for a Global Role? // Institute for International Economics Conference Paper. – 2005. // www.iie.com.; Pisani-Ferry J., Posen A. The Euro at Ten: The Next Global Currency? // Institute for International Economics Conference Paper. – 2009. // www.iie.com.; The Euro at Ten: Lessons and Challenges. Fifth ECB Central Banking Conference. 13-14 November, 2008 / Ed. By B. Mackowiak, F. Mongelli, C. Nobiet, F. Sine. – Frankfurt-on-Main: ECB, 2008. – 317 p.; The Euro AT 10: Europeanization, Power, and Convergence / Ed. By K. Dyson. – Oxford University Press, 2008. – 453 p.; The Euro at Ten: Performance and Challenges for the Next Decade. – Goldman Sachs European Economic Group. 2008. – 141 p.; The Euro at Ten: The Next Global Currency? / Ed. By J. Pisani-Ferry and A. Posen. – 2009. – 252 p.

²⁵⁰ 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.

Таблиця 37. Слабкі місця чинних резервних валют та юаня

	Долар США	Євро	Єна	Британський фунт	Швейцарський франк	Юань
Внесок емітента в глобальний ВВП	На рівні 25%. Знижується	На рівні 22%. Знижується	На рівні 10%. Суттєво знижується	На рівні 5%. Знижується	На рівні 2%. Знижується	На рівні 23%. Зростає
Ефект мережі	-	Відносно	Так	Так	Так	Послаблюється
Доходність основних резервних активів	Низька. Негативні очікування	Фрагментація ринку – поляризація в розрізі груп країн	Вкрай низька. Негативні очікування	Низька. Негативні очікування	Низька	Важко визначити
Глибина та ліквідність ринку резервних активів	-	Ринок фрагментований внаслідок боргової кризи	-	-	-	Як такий відсутній
Фіскальний простір	Так	Частково	Практично вичерпано	Так	-	-
Статус центробанку	Швидше ні	-	Фактично так	Фактично так	-	Так
Політика інтернаціоналізації	Спирається на неформальну основу	Принцип «не сприяти, але й не обмежувати»	Фактично не проводиться	Фактично не проводиться	Фактично не проводиться	- (тобто проводиться активно)
Вразливість до глобальної реалокції портфеля активів	Незначна	Відчутна	Незначна	Незначна	Незначна	Значна
Вразливість до змін в політиці диверсифікації резервів третіх країн	Вплив на курс та доходність боргових інструментів може бути компенсований ФРС	Значна через зміни зовнішнього попиту, що передається курсу та конкурентоспроможності	-	Як у випадку євро	Як у випадку євро	Значна. Може йти всупереч політиці інтернаціоналізації
Вразливість до зміни статусу валют-конкурентів	Певною мірою так	Так	Так	Так	Так	Так

Примітка 1. «-» - означає відсутність, або вкрай мінімальний рівень ознаки

Перебування долара, євро та юаня на відмінних стадіях життєвого циклу та специфічні вразливості (табл. 37) кожної з них, в аспекті збереження та примноження частки в глобальних резервах, призводять до виникнення ситуації, коли в довгостроковій перспективі більш конкурентна ринкова структура ринку резервних валют описуватиметься як нова тріада + інші валюти диверсифікації, тоді як в середньостроковому періоді пануватиме невизначеність. Остання є наслідком того, що відносний успіх в збереженні позицій одних, так само як і успіх челенджера, є взаємозалежними. Це породило ситуацію, коли оцінки перспектив резервних валют спираються не на теоретичну модель, а на сценарний аналіз²⁵¹.

Аналіз сценаріїв дозволяє побачити в них приблизно однакову модель. Те, наскільки кожна з валют покращить свої позиції, залежить від того, наскільки будуть вирішуватись проблемні питання в економіці країн-конкурентів, які, власне, такі слабкі місця породжують. В світлі того, що значення ени в структурі валютних резервів та глобальних трансакціях знижується внаслідок рецесії в Японії і відповідного різкого зниження частки економіки цієї країни в глобальному ВВП, а британський фунт та швейцарський франк сприймаються як валюти, які можуть бути використані в рамках політики диверсифікації чи більш активного управління резервами, каркас очікуваної мультивалютності задаватиметься долларом, євро та юанем, матрицю сценаріїв для яких представлено у табл. 38.

²⁵¹ Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. - №444. – P. 1-75.; Angeloni I., Sapir A. The International Monetary System is Changing: What Opportunities and Risks for the Euro? // Bruegel Working Paper. – 2011/11. – P. 1-19.; Euro, Dollar, Yuan Uncertainties. Scenarios on the Future of the International Monetary System // World Economic Forum World Scenario Series. – 2012. – June. – P. 1-36.

Таблиця 38. Середньострокові сценарії щодо позицій долара, євро та юаня як резервних валют

	Внутрішні зміни		Міжнародний контекст	
	Сценарій 1	Сценарій 2	Валютні війни	Посилення централізованих підходів
Долар США	Стабілізація бюджету, помірна фіскальна консолідація, вихід з режиму кількісного пом'якшення. Частка долара в резервах поступово знижується до 45-50%	Збереження нестабільної боргової траєкторії, невизначеність щодо виходу з режиму кількісного пом'якшення. Частка долара знижується до 35-45%	Посилюються. Довіра до глобального кредитування інстанції ФРС наражатиметься не посилення ризику знецінення долара. Частка долара знижується	Обмежує «надмірну привілею» долара. Пошук шляхів зменшення нестабільності, пов'язаної з концентрацією резервів у доларах, знижує роль останнього
Наслідки для євро	Частка євро знижується	Частка євро підвищується	Частка євро знижується	Частка євро зростає
Наслідки для юаня	Частка юаня підвищується повільно	Частка юаня підвищується швидше	Частка юаня підвищується	Частка юаня підвищується
Наслідки для глобальних дисбалансів	Можуть відновитись	Можуть стати джерелом нестабільності	Взаємопов'язані	Поступово знижуються
Наслідки для механізму пристосування	Статус кво	Посилюється	Деградує	Посилюється
Наслідки для монетарної дисципліни колективного рівня	Статус кво	Еластичність колективної експансії системи послаблюється	Дисципліна зникає	Дисципліна посилюється

Продовження таблиці 38

Євро	Поступове розв'язання боргової кризи. Банківський союз. Ліквідація фрагментації ринків капіталу. Вірогідне запровадження колективних боргових інструментів. Частка євро в глобальних резервах підвищується до 30-35%	Затягування боргової кризи та подальша фрагментація ринків капіталу. Тиск на ЄЦБ щодо підтримки ліквідності. Посилення ризиків дивергенції. Частка євро в глобальних резервах знижується до 17-22%	Можуть спровокувати неочікуване підвищення попиту	Посилення ролі євро
Наслідки для долара США	Послаблення позицій	Посилення позицій	Послаблення позицій	Послаблення позицій
Наслідки для юаня	Повільне посилення позицій	Швидке посилення позицій	Посилення позицій	Посилення позицій
Наслідки для глобальних дисбалансів	Без істотних змін	Без істотних змін	Без істотних змін	Поступова корекція
Наслідки для механізму пристосування	Покращення	Статус кво	Без істотних змін	Дисципліна посилюється
Наслідки для монетарної дисципліни колективного рівня	Покращення	Статус кво	Деградує	Посилення позицій

Продовження таблиці 38

Юань	Активні реформи фінансового сектора, ринкові засади монетарної політики, перехід на повну конвертованість, агресивна політика інтернаціоналізації. Зростання частки в резервах до 15%	Мляві реформи, кваліфікована монетарна політика, затримка з лібералізацією потоків капіталу, градуалістська політика інтернаціоналізації. Зростання частки в резервах до 5%	Можуть спровокувати більш агресивну політику інтернаціоналізації	Посилення ролі юаня
Наслідки для долара США	Падіння частка в резервах	Дуже повільне послаблення позицій	Баланс вигод може бути на стороні Китаю	Зниження значення
Наслідки для євро	Зниження частки в резервах	Повільне послаблення позицій	Можливе надмірне зростання попиту	Статус кво
Наслідки для глобальних дисбалансів	М'яка корекція	Статус кво	Взаємопосилення	М'яка корекція
Наслідки для механізму пристосування	Посилення симетрії	М'яке посилення симетрії	Статус кво	Покращення
Наслідки для монетарної дисципліни колективного рівня	Посилення дисципліни	Статус кво	Погіршення ситуації за посилення ролі Китаю	Покращення

Примітка 1. При побудові таблиці враховані окремі позиції, висловлені в: Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. - №444. – P. 1-75.; Angeloni I., Sapir A. The International Monetary System is Changing: What Opportunities and Risks for the Euro? // Bruegel Working Paper. – 2011/11. – P. 1-19.

Альтернативи традиційній мультивалютності: пошук повного ринку резервних активів та політекономія прямих двосторонніх розрахунків

З огляду на процеси, які відбуваються у сфері глобальних монетарних взаємин, мультивалютність слід сприймати ширше, аніж підвищення представництва в зовнішніх активах валют, інших, ніж традиційні, і так само не зводити її до формування більш конкурентної ринкової структури ринку резервних валют / активів. Два важливих процеси вказують на це: вихід за межі стандартного портфеля резервних активів; дво- та багатосторонні угоди про прямі розрахунки в національних валютах. Обидва процеси явно не засвідчують кризу глобальної ліквідності в розумінні нестачі резервних активів та жорсткі обмеження доступу до резервних валют, що було характерно для 1970-1980-х рр. Глобальна пропозиція резервних валют, як вже зазначалось, не обмежується виключно монетарною експансією центробанка-емітента, а також спирається на закордонний їх обіг та мультиплікатор, що утворюється інтегрованою фінансовою системою світу. М'яка політика як до кризи, так і після, в країнах емісії резервних валют разом із експоненціальним трендом нагромадження резервів вказує на те, що мультивалютність набуває форми уникнення посередництва природної монополії резервної валюти і є наслідком нагромадження резервів в масштабах, коли сам їх обсяг стає джерелом глобальної макрофінансової нестабільності та проблемою збереження вартості резервних активів.

Тиском у бік послаблення монополії традиційних долара та євро є пошуки більш оптимального портфеля резервів з міркувань його спроможності гарантувати доходність та збереження вартості в умовах, коли центробанки-найбільш активні менеджери усвідомлюють, що від їх операцій з резервами, обсяги яких є глобально значимі, залежить волатильність ринків резервних активів та потоків капіталу. Наприклад, О. Жанне стверджує, що найбільшою проблемою долара, як ключової резервної валюти, є те, що доходність боргових інструментів США знизилась настільки, що вона перестає мотивувати продовжувати їх нагромадження країнами з найбільшим обсягом володіння резервами. Такі країни

зазнають втрат не стільки в категоріях порівняної доходності подібних інструментів, скільки в категоріях власного споживання²⁵². Якщо прийняти до уваги, що практично усі боргові ринки країн-емітентів резервних валют вміщують ризик суверенної платоспроможності і відповідну підтримуючу позицію центробанка, то можна побачити подвійну проблему. Вичерпання фіскального простору суміщається не з підвищенням спредів, а з підтриманням ставок на низькому рівні. Виникнувши у випадку Японії і вплинувши на падіння частки ени в глобальних резервах, дана закономірність поширюється на США, Велику Британію і певною мірою охоплює зону євро. Політика кількісного пом'якшення звичайно розриває зв'язок між швидкістю нагромадження боргу та ставками по ньому, але вона ж трансформується в приплив капіталів в ті країни, які активно акумулюють зовнішні активи. Тобто ринок, який є джерелом походження резервних активів, володіння якими є найбільш концентроване, втрачає привабливість не просто з міркувань доходності на пряму, а також з міркувань доходності на одиницю ризику платоспроможності, який викривлюється кредитуванням останньої інстанції. Якщо ліквідність та збереження вартості може невизначений термін мотивувати медіанний центробанк, то центробанк-активний менеджер прагне подолати обмеження низької доходності та додаткового ризику, який не враховується першим, а тому пошук повного ринку резервних активів розширює межі останнього.

Традиційні резервні активи починають конкурувати з активами, які умовно можна назвати неринковими. Вони є неринковими рівно доти, доки розглядаються як напрямки диверсифікації центробанками-найбільш активними менеджерами. Вихід за межі ринкового портфеля резервних активів стає додатковим поштовхом до втрати чітких контурів моновалютної моделі глобальних монетарних взаємин. Дані МВФ вказують на зростання частки неідентифікованої алокації резервів, а також на відновлення запасів монетарного золота за останні 10 років.

²⁵² Jeanne O. The Dollar and Its Discontents // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-10. – P. 1-25.

Можна припустити, статистична методологія МВФ не дозволяє ефективно відстежувати валютну композицію глобальних резервів. Однак, як показують дані табл. 39, існує занадто велика різниця між поведінкою такої неідентифікованої частки в структурі резервів розвинутих країн та решти світу. Майже незмінний перший показник та зростаючий другий однозначно вказує на те, що ця тенденція є не статистичного походження, а відображенням структурних змін, підтвердженням чого є новації у сфері резервного менеджменту в країнах з найбільшою концентрацією зовнішніх активів. Інформація про зростаючі обсяги інвестиційного використання надмірних резервів є цьому підтвердженням. По суті, тенденція до мультивалютності – це також тенденція до розширення меж ринку резервних активів, формування повного ринку за аналогією з тим, як посилення кореляції між інструментами штовхає до формування неринкового портфеля для забезпечення його доходності з ризиком, нижчим за ринковий.

Таблиця 39. Обсяги золота в глобальних валютних резервах та їх частка з неідентифікованою валютною структурою, %

	2003	2005	2007	2009	2011	2013
Золото, млн. трійських унцій	914,0	879,0	855,5	879,6	897,7	923,6
Частка в глобальних резервах	26,5	34,2	38,6	43,8	44,6	46,8
Частка в резервах розвинутих країн	11,9	12,5	11,5	12,8	11,5	11,2
Частка в резервах решти світу	47,0	54,4	54,0	59,8	61,2	63,9

Джерело: побудовано на основі IMF Annual Report Official Exchange Reserve Statistics за відповідні роки (www.imf.org).

Варіанти формування резервів з неринкових складових підпадають під обмеження. Звичні мотиви управління (ліквідність, доходність, збереження вартості тощо), ставлення до ризику, потяг до гегемонії тощо не можуть не розглядатись поза масштабами акумулювання зовнішніх активів. Складові неринкового портфеля в силу своєї специфіки та специфіки організації ринку, на якому

вони представлені, фокусують на собі певні мотивації у сфері резервного менеджменту. Схематично це можна зобразити наступним чином. Визначається частка зовнішніх активів, яка виділяється під розміщення за межами традиційного ринку резервних валют. Далі в залежності від диференціації мотивів наступного рівня визначається структура вкладень. Табл. 40 сумує особливості складових позаринкової частини резервів.

Дво- та багатосторонні угоди про операції без посередництва резервної валюти на перший погляд вказують на конфлікт між теорією природної монополії резервної валюти та фактами. При більш детальному погляді на проблему можна однозначно констатувати, що запровадження схеми розрахунків в національних валютах не стільки спростовує факт переваги природної монополії, скільки свідчить про поєднання декількох принципових обставин. До них можна віднести:

нагромадження резервів в значних масштабах, подальше збільшення яких посилює проблему конфлікту між валютно-курсними та інфляційними цілями і цілями підтримки такого валютного курсу, за якого валютні резерви зберігатимуть свою вартість, приймаючи до уваги коливання курсів закордоном (наприклад, приплив капіталів в країну зі значними резервами одразу справляє тиск на курс, підтримання якого ставить питання про інфляцію та перегрів фінансового сектора, а підвищення – про знецінення зовнішніх активів в суттєвих масштабах; країна із незначними резервами з такою дилемою не стикається в чистому вигляді, оскільки їх обсяг не допускає коливання їх вартості в межах, в яких з'являються прямі соціальні та фіскальні втрати);

інтернаціоналізація по каналах дво- та багатосторонніх розрахунків в національних валютах є способом уникнути одразу ризиків конфлікту у сфері двосторонніх торговельних зв'язків та ризиків коливання вартості резервних активів. Ініціація інтернаціоналізації валюти у такий спосіб на противагу природній монополії резервних валют, як правило, асоціюється з країнами, які вже нагромадили значні резерви, або перебувають в стані зтяжненого підтримання профіциту поточного рахунка.

Таблиця 40. Характеристика складових нестандартного портфеля зовнішніх активів

	Зумовленість вибору обсягом резервів в контексті традиційних цілей управління зовнішніми активами	Переваги	Ризики
Монетарне золото (або інші метали)	Повернення інтересу до металу свідчить про зростання значення мотивів збереження вартості резервів. З огляду на ліквідність ринку загальна ліквідність резервів суттєво не знижується. Це означає, що країна відчуває вразливість до дуже сильних шоків	Ліквідність ринку дозволяє підвищити стійкість вартості резервів, особливо у випадку значного коливання курсів між провідними валютами та диспропорцій їх представництва в структурі резервів. Золото є активом з чіткою контр-циклічною поведінкою вартості, що дозволяє посилити захисну стратегію в моменти фінансових обвалів	Коливання ринку можуть бути суттєвими. В умовах антикризової експансії ліквідності метал може бути переоцінений, що підвищить середньострокову волатильність ринку. Стабілізація вартості резервів можлива лише в довгостроковій перспективі. Низька або від'ємна доходність
Сировина	Превалює мотивація до збереження вартості та підвищення доходності в сукупності із сприйняттям стратегічного значення ресурсів для довгострокового стабільного розвитку. Обсяг резервів повинен бути значним	В умовах зростаючого цінового тренду забезпечується доходність резервів та стабільність їхньої вартості	Висока чутливість до зміни тренду. Короткострокова кон'юнктура може не збігатись зі станом ринкової ліквідності. Брак прозорості окремих ринків та операцій

Продовження таблиці 40

Сировинні родовища	Так само	При акценті на стратегічному забезпеченні розвитку фінансові міркування можуть не вважатись домінуючими. Однак, при зростаючому ціновому тренді контроль за копалинами підвищує імунітет від коливання цін на сировину, що робить вартість резервів більш стабільною	Низька ліквідність, відсутність ринку. Висока залежність від політичного фактора входу та виходу. При спадному тренді доходність може бути від'ємною
Інвестиційний фонд	В залежності від типу фонду акцент може робитись або на доходності, або на соціальних цілях. Обсяг резервів повинен бути дуже значним, щоб доходність по традиційних резервних активах виглядала неприйнятною в світлі можливих варіантів інвестування, що забезпечило би соціально прийнятну доходність в сукупності з мінімізацією альтернативних втрат	Якщо масштаб резервів не дозволяє їм виконувати ні монетарну, ні фінансову функцію, то продуктивне використання резервів може мати більше соціальних переваг. Фінансове спрямування фонду акцентуватиме на цілях у сфері доходності, корпоративного контролю, що може розглядатись як політика гегемонії	Доходність, збереження вартості та соціальна ефективність залежать виключно від якості інвестиційного менеджменту

При цьому, такі країни повинні бути достатньо значними трансакційними зонами, щоб ціни внутрішнього ринку могли виступити джерелом гравітації для закордонних партнерів, зацікавлених у прийнятті / розподілі валютних ризиків розрахунків в національних валютах так, щоб такі ризики явно не перевищували ризик коливання курсу резервної валюти;

інтернаціоналізація та пошук політичного формату обмеження гегемонії країни-емісії резервної валюти дуже часто щільно пов'язані між собою не стільки з міркувань того, що країна емісії справді є гегемоном в монетарній площині. Як відомо, гегемоністські концепції глобальної монетарної стабільності передбачають, що країна емісії резервної валюти отримує вигоди від цього, але вони збалансовані явними чи неявними зобов'язаннями щодо обмеження односторонніх дій. У випадку, коли односторонні дії є принципом монетарної політики національного рівня, гегемоністська концепція не діє, а країна емісії резервної валюти опиняється під таким самим тиском ринкових сил, як і всі інші. Це означає, що їй швидше приписують гегемонію в силу того, що її фінансова система та центробанк справляють вплив на решту світу. Тому прагнення вийти за межі такого впливу подається як обмеження гегемонії країни емісії, однак фактичні дії в цьому напрямку свідчать про політичні мотиви, а не економічні. Тобто модель мультивалютного світу, зокрема шляхом переходу на двосторонні розрахунки в національних валютах, просувають ті країни, які насправді під видом невдоволення гегемонією однієї країни прагнуть встановити власну, навіть якщо її масштаби матимуть більш локальний характер;

обсяг нагромаджених резервів в країнах партнерах має специфічне значення. З одного боку, країни зі співмірними обсягами резервів (і у відносному кількісному, і у функціональному розумінні) погоджуються перейти на двосторонні розрахунки в національних валютах тому, що від цього їхня спроможність підтримувати макрофінансову стабільність не постраждає, оскільки вони вже мають достатній для цього запас резервів. Вони швидше мінімізують ризики коливання їх вартості і не наражатимуть

власну конкурентоспроможність на флуктуації курсу резервної валюти. З іншого боку, країни можуть бути з явно не співмірними обсягами резервів. Країна, яка має їх в значно менших обсягах, отримає вигоди у вигляді доступу до міжнародної ліквідності. Її власні обмеження збільшити резерви в традиційній резервній валюті у такий спосіб можуть на певний час стати м'якшими;

фінансові системи країн-партнерів повинні перебувати на певному рівні зрілості, щоб гарантувати такі операції технічно та бути готовими до ризиків (курсів, операційні, ліквідності тощо), які при цьому виникатимуть. Також важлива довіра до рівня розвитку фінансової системи та прийнятність її інституціональних характеристик. Інакше, транскордонні операції у національних валютах швидко зведуться до офіційних двосторонніх платежів, що суперечить ідеї розрахунків на основі національних валют як альтернативи монополюсному валютному світу.

Угоди про розрахунки у національній валюті ініціював Китай, який запровадив регулярний інструмент валютних свопів з цілим рядом країн як на двосторонній основі, так і в рамках програми фінансової регіоналізації (ініціатива Чіангмей тощо), країни БРІКС, Росія, Туреччина. В кожному випадку, звичайно, є своя унікальна комбінація поєднання економічних і політичних мотивів. Однак, залишається очевидним, що країни-драйвери мультивалютності об'єднуються принципом вже нагромаджених резервів, гегемоністськими амбіціями та політичною мотивацією обмежити роль США та Європи в глобальній економіці.

В силу того, що національні валюти країн, що перейшли та здійснюють двосторонні розрахунки у них, далеко не відповідають критеріям резервних / ключових, виникає проблема часового розриву між інтернаціоналізацією, керованою ринковими силами, та виникненням додаткових ризиків. Основою останніх є те, що «зависання» на рахунках залишків валют, відсутність ліквідних інструментів, або ж обмеження на прямий доступ до процентного доходу від розміщення таких залишків, призводитиме до погіршення якості глобальних валютних резервів. Посилення тенденції до таких розрахунків створюватиме оманливу картину

забезпеченості міжнародною ліквідністю, тоді як це буде не більше, ніж бухгалтерським, а не функціональним феноменом.

Інша проблема впливає з процесу корекції балансу двосторонньої торгівлі. Двосторонні розрахунки справді можуть бути ефективним способом уникнення природної монополії резервної валюти, коли потік експорту та імпорту, що обслуговується в національних валютах, є еквівалентний. При зтяжних перекосах в експорті та імпорті виникає питання. Або країна з надлишком двосторонньої торгівлі кредитує у власній валюті країну-контрагента, що, звичайно вигідно першій з міркувань стимулів для власного виробництва. Або ж у неї утворюються неліквідні запаси валюти країни-контрагента, які неможливо використати. Нагромадження таких залишків на колективному рівні вимагає функціонування ринків, які би дозволяли здійснювати операції з інструментами, деномінованими у відповідні валюти. А це потребує як достатньої глибини фінансових систем, так і готовності до оперування в системі підвищеної мобільності капіталів.

Проблемою колективного рівня глобальних монетарних процесів є те, що відсутність посередництва резервної валюти означає відсутність системних обмежень за глобальною інфляцією і, що саме головне, - автоматичних, якими було монетарне золото в часи міжнародного золотого стандарту, золотий запас США в бретонвудський період, чи плаваючі курси в проекті Ямайської системи і якими вони були насправді певний період часу, допоки лихоманка нагромадження резервів її не зруйнувала. Чим більш децентралізованою в глобальних масштабах буде система валютних розрахунків між країнами з відмінним сальдо двосторонньої торгівлі, тим більшою мірою глобальна інфляція буде залежати від соціально прийнятного рівня інфляції в країні з надлишком торгівлі, готовій кредитувати партнерів у власній валюті. Це означає, що уникнення резервної валюти є таким самим проявом національно-центричної раціональності, як і нагромадження резервів у ній з тією різницею, що першій передувала друга. В світі, де країни-челенджери перебувають на ранніх стадіях реальної конвергенції, пріоритет односторонніх дій у

сфері стимулювання власної економічної експансії однозначно означає відсутність імунітету від тих форм глобальної макрофінансової нестабільності, які асоціюються із односторонніми діями у сфері системно необмеженої грошової пропозиції.

4.2. Ринкова структура мультивалютності: вибір між формами нестабільності

Попри указані специфічні джерела нестабільності, що виявляються в рамках більш широкого погляду на мультивалютність, варто визнати, що вона має ряд фундаментальних переваг та загроз.

Мультивалютність: конкурентна природа автоматизму стабілізуючих ефектів

Найбільшою перевагою більш конкурентної системи резервних валют є те, що вона має спонукати до більшої дисципліни. Часто згадувана проблема «надмірної привілеї» є однією з форм уникнення останньої, в зв'язку з тим, що обмеження платіжного балансу є значно м'якшими. Також «надмірна привілея» може виступати каналом експорту інфляції, що особливо чітко продемонстрував період розпаду Бреттон-вудської системи²⁵³. На рівні монетарної політики це означає, що експансія одного

²⁵³ З іншого боку, в сучасних умовах «надмірна привілея» вже не розглядається як настільки беззастережна перевага країни-емітента резервної валюти. Найбільшою загрозою, яку вона породжує, є атрофія стимулів до підтримання конкурентоспроможності. В сукупності із випереджаючим розвитком фінансової системи це може призвести до того, що конкурентоспроможність активів країни виявиться вищою, ніж товарів. В середньостроковій перспективі країна може отримувати значні вигоди від цього і бути невразливою до зтяжненого платіжного дисбалансу. Однак, в довгостроковій перспективі конфлікт між конкурентоспроможністю активів та товарів може датися взнаки, особливо коли посиляться розрив між внеском такої країни в глобальний ВВП і в глобальний портфель активів. США завдяки «надмірній привілеї» першими ризикують потрапити в цю пастку. Втім, переваги розвитку фінансової системи можуть ще тривалий час породжувати невизначеність щодо перспектив американського дефіциту торгівлі та ролі долара як резервної валюти всупереч очевидній втраті конкурентоспроможності американських товарів, особливо у порівнянні з азійськими. Див.: An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness // McKinsey Global Institute Discussion Paper. – 2009. – Dec. – P. 1-75.

центробанку є більш обмеженою бажаннями інших центробанків підтримувати резерви, деноміновані в його валюті. Експансія, як передумова зниження вартості резервів та їх доходності (падіння ставок на ринку, в рамках якого відбувається збільшення грошової пропозиції), запускає реакцію у відповідь в напрямку зміни валютної структури зовнішніх активів. При наявності адекватної конкуренції на ринку резервних валют / активів це стає можливим, порівняно із ситуацією, коли переорієнтація на іншу валюту є або неможливою, або такою, що підриває конкурентоспроможність відповідного валютного блоку. На системному рівні це означає, що монетарна експансія одного центробанку не переростає в колективну експансію, оскільки зміна валютного курсу залишає реальний запас грошової маси в глобальній економіці незмінним. Змін зазнає її валютна структура. Саме така модель автоматичного обмеження монетарної експансії закладалась в основу Ямайської системи гнучких валютних курсів.

Є суттєва відмінність між корекцією глобальної грошової пропозиції внаслідок дії автоматизму курсової гнучкості і внаслідок реакції центробанків щодо збереження вартості резервів шляхом переходу на конкурентну резервну валюту. Перший випадок передбачає високу еластичність між зміною грошової пропозиції, інфляції і, як наслідок, валютних курсів, на що, власне і був зроблений розрахунок при переході до системи плаваючих курсів. Однак, в умовах затримки в зв'язках між змінами монетарного курсу, інфляції та валютних курсів, або ж коли вони є немонетаристського спрямування (наприклад, підтримка ліквідності активів шляхом кредитування останньої інстанції підвищує курс, а не знижує) мультивалютність не є гарантією автоматичної монетарної стабілізації. Другий випадок вказує на те, що курсова гнучкість існує як така, що зміна вартості резервів відбудеться саме під дією зміни курсів і саме завдяки цьому відбудеться корекція глобальної грошової пропозиції. Слід визнати, що не існує гарантій підвищення курсової гнучкості тільки тому, що з'являється альтернатива розміщення резервів. Особливо це стосується випадку, коли процес нагромадження резервів триватиме надалі. Швидше за все алгоритм буде дещо інший.

Монетарна експансія одного центробанку не буде обмежуватись доти, доки інші центробанки, що нагромаджують резерви, не побачать появи можливостей кращого стандарту збереження вартості значних резервів в силу того, що номінальний курс вже змінився і перебуває на іншій траєкторії. Тобто повинна бути достатня кількість валют, щодо яких валюта центробанка-експансіоніста реально би знецінилась. Це означає, що мультивалютна система глобальних резервів буде мати монетарні стабілізуючі елементи тоді, коли гнучкі курси будуть існувати безвідносно до того, якою є валютна композиція глобальних зовнішніх активів.

Обхід «дилеми Триффіна» є іншою дуже суттєвою перевагою мультивалютності. Ризик обмеженої пропозиції резервних активів в одній валюті послаблюється завдяки тому, що з'являються альтернативи. У випадку, коли обсяг глобальних резервів є стаціонарний, або не зростає експоненціально, не має суттєвої різниці між моно- та мультивалютною системою. Головне, щоб пропозиція резервних активів відповідала потребам в глобальній ліквідності, а центробанк-емітент не здійснював односторонню політику. В умовах перманентного зростання резервів ситуація міняється. Обмеження, відомі як «дилема Триффіна», дуже швидко починають даватись взнаки, відображаючи цілковиту неадекватність системи резервних активів. Резервна валюта, щодо якої проявляється дана дилема, опиняється під ризиком раптової зміни портфельних преференцій центробанків, що нагромадили значні резерви. Посилення невідповідності між внеском в глобальний ВВП, торгівлю, портфель активів та роллю валюти країни в глобальних трансакціях тільки загострює питання про пошуки альтернативи.

Фіскальний вимір «дилеми Триффіна» є яскравим підтвердженням того, як обмеження фіскального простору США спонукають до зменшення ролі долара. Для нагромадження резервів на глобальному рівні агрегація фіскального простору самих США, зони євро та Китаю виглядає як однозначна перевага в плані виходу за межі тієї траєкторії зростання державного боргу США, яка співвідноситься з їх суверенною платоспроможністю. Як

не дивно, але саме на фіскальному аспекті фундаментальних переваг мультивалютності наголошується значно більше, ніж на, власне, монетарних²⁵⁴, підтверджуючи тим самим, що природою пошуку ширшого валютного представлення зовнішніх активів є не обмеженість пропозиції чи доступності резервних валют, а – резервних активів.

Додатковим фіскальним виміром стабілізаційного потенціалу мультивалютної організації системи глобальних резервних активів розглядається конкурентний тиск в напрямку підтримання державного боргу на рівні, консистентному з виконанням валютою резервних функцій²⁵⁵. За монопольного статусу однієї валюти не існує зовнішнього тиску в напрямку стримування від зростання державного боргу. При конкуренції резервних валют виникнення сумнівів у суверенній платоспроможності хоча б однієї з країн – їх емітентів з'являється вірогідність реалокації резервів. Оскільки це стосується усіх оферентів, кожен з них буде зацікавлений підтримувати рівень державного боргу в межах, які не будуть викликати застережень щодо якості резервних активів. Підвищення конкуренції між резервними активами виглядатиме як елемент стабілізації державного боргу. Однак, така схема спрацює виключно, коли кожна з резервних валют має однаковий набір переваг щодо «додаткових сервісів». Асиметричні можливості у сфері кредитування останньої інстанції можуть викривити механізм конкуренції між резервними активами, внаслідок чого експансія державного боргу однією з країн-лідерів буде можлива.

Це можна побачити на прикладі порівняння одно- та багатоперіодного сценарію. В одноперіодному сценарії розглянемо випадок ідіосинкратичного шоку. За актуальності останнього зростання державного боргу у відповідь на спад, без усвідомлення наявності кредитування останньої інстанції, може викликати додаткові складнощі у сфері стабілізаційних заходів у зв'язку з підвищенням чутливості спредів до заповнення фіскального

²⁵⁴ Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. – London: CEPR, 2011. – 78 p.; Eichengreen B. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and Future of the International Monetary System. – N.Y.: Oxford University Press, 2011.

²⁵⁵ Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. – London: CEPR, 2011. – 78 p.

простору в світлі того, як поведуть себе конкуренти. Конкуренція між резервними валютами може виглядати репресивною. Але це вимагає не просто підтримання більш низького державного боргу, а боргу на рівні, зростання якого із стабілізаційною метою користувалось би довірою. В багатоперіодному сценарії розглянемо випадок поєднання асиметричних та симетричних шоків. Період 1. Внаслідок глобально-центричного шоку усі країни симетрично підвищують рівень державного боргу. Конкуренція між резервними активами не виступить обмеженням, оскільки усі оференти перебувають під впливом спільного фактора. Період 2. За симетричним шоком слідує асиметричний. Внаслідок пристосування до нього країни-оференти опиняться на відмінних боргових траєкторіях. У випадку, коли «вихід з резервної валюти» є «дорогим», кредитування останньої інстанції допомагає підтримати довіру до резервної валюти, але й уможлиблює боргову експансію. Період 3. Повторний симетричний шок погіршує ситуацію там, де кредитування останньої інстанції є або обмежене, або неможливе. Звичайно, посилення фіскальної дисципліни внаслідок конкуренції між резервними активами є суттєвою перевагою мультивалютності. Однак, поєднання асиметричних можливостей у сфері кредитування останньої інстанції із значними «втратами виходу з резервної валюти» не виключають односторонньої боргової експансії.

Ендогенна схильність до координації також розглядається як важлива перевага мультивалютності²⁵⁶. Наявність конкуренції між валютами-лідерами передбачає, що для забезпечення кращого розподілу конкурентного виграшу між усіма уникнення односторонніх дій повинно стати домінуючою стратегією. Припущення про ендогенний характер посилення інтересу до координації робиться на підставі того, що система з декількома валютами-лідерами насправді може бути навіть більш нестабільною, ніж монополія однієї світової валюти. Підвищення курсової волатильності може стати наслідком того, що кількість глобальних центрів економічної потужності, що здійснюватимуть

²⁵⁶ Dailami M., Masson P. Prospects for a Multipolar International Monetary System // Danish Institute for International Studies Report. – 2011: 13. – P. 1-64.

політику гнучких курсів, зросте. Чіткіше окреслені межі валютних блоків уможливуватимуть політику, зорієнтовану на внутрішню рівновагу, безвідносно до масштабу зовнішніх ефектів. Звичайно, чим сильніші останні, тим більшою мірою кожен з учасників мав би прагнути координувати свої дії, інакше відсутність координації мала би вдаряти по своїй економіці.

Найбільш сильними аргументами проти того, що мультивалютність запускає ендогенну схильність до координації слід визнати наступні:

країни-лідери повинні мати симетричні цілі для того, щоб процес координації мав підґрунтя для активації. Як мінімум, вони повинні перебувати на співмірних стадіях економічного розвитку та мати подібні політичні системи. У випадку дистанції між рівнями розвитку та моделями політичної організації координація має мало шансів. Найбільш успішні випадки глобально значимої міжнародної координації економічної політики, відомі як Плаза-Лувр, датуються 1980-ми, коли США, Європа та Японія мали подібну зацікавленість у подоланні проблеми різких стрибків курсу долара. Посткризова рецесія посилила схильність до односторонніх дій, а значна дистанція між розвинутими країнами та Китаєм робить координацію мало вірогідною;

ефективна координація в рамках функціонування мультивалютної системи резервних активів повинна передбачати погодження дій в широкому діапазоні структурних елементів, які стосуються валютних курсів, потоків капіталу, регулювання фінансового сектора тощо. Рішення Плаза-Лувр також спирались на пакетні домовленості, що охоплювали більш широкі зони погоджених дій, аніж виключно монетарна політика. Однак, США, Європа та Японія були більш симетричні в плані засадних принципів макроекономічної політики та її режиму. В сучасних умовах вибір режиму валютних курсів, потоків капіталу та фінансового регулювання є вкрай чутливий до ризиків глобальної нестабільності та можливостей використати переваги фінансової відкритості. Відмінні канали пристосування до шоків в розрізі нових країн-лідерів унеможливають виникнення спільних принципів макроекономічної політики, а дистанція у фінансовому

розвитку, помножена на роль валютних резервів у забезпеченні макрофінансової стабільності, робить координацію мало вірогідною, що підтвердили дискусії на Саммітах G-20 з приводу корекції дисбалансів.

Дестабілізуючі ефекти мультивалютності

Як показано вище, більшість фундаментальних переваг мультивалютності може мати негативне дзеркальне відображення. Однак, є декілька джерел породження нестабільності, які мультивалютність генерує як така. Підвищення волатильності курсів та потоків капіталу розглядається як найбільший ризик симетрії між глобальними центрами економічної потужності²⁵⁷. Посилення схильності до односторонніх дій розглядається як природний наслідок поширення курсової гнучкості на валютно-челенджери. Така закономірність виводиться з принципів валютно-курсної нестабільності з досвіду 1980-1990-х і не має прямого стосунку до світу, де зростання валютних резервів та інтернаціоналізація валют відбуваються паралельно. Мультивалютність є вразливою до підвищення рівня взаємозамінності резервних валют. Чим більшою мірою останні є взаємозамінними, тим більшою мірою глобальні потоки капіталів та валютні курси стають чутливими до рішень у сфері вибору валютної структури резервів. Погіршення ситуації в одній з країн-лідерів, наприклад підвищення рівня державного боргу, спонукає до переорієнтації на валютно-альтернативи задля виведення вартості резервів з під ризику²⁵⁸.

Проблема полягає навіть не в тому, що центробанки, які мають значні резерви, будуть схильні до їх реалокатії, скільки в тому, що сам ризик вартості зовнішніх активів може завищуватись тим більшою мірою, чим доступніші альтернативи. Масштаб резервів також має значення. Країна з меншими резервами не відчуватиме такого тиску у бік їх реалокатії з огляду на пріоритет ліквідності

²⁵⁷ Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1-35.

²⁵⁸ Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. – London: CEPR, 2011. – 78 p.

зовнішніх активів, тому для неї висока взаємозамінність резервних валют-лідерів має відносно значення. Більш чітка ідентифікація з валютним блоком такої країни додатково обмежуватиме потяг до надмірної диверсифікації. Країни зі значними резервами, як вже зазначалось, маючи схильність до активного портфельного менеджменту, якраз і будуть найбільшою мірою використовувати можливості взаємозамінності валют-лідерів. Для них як пріоритет збереження вартості зовнішніх активів, так і можливості скористатись нижчими втратами часткового «виходу з однієї резервної валюти» є більш вагомими джерелами мотивів управління, ніж ліквідність резервів у валюті того блоку, з яким вони себе асоціюють. Виявлене посилення чутливості потоків капіталу до відхилення процентних ставок від глобальної середньої має таке ж застосування до сфери управління резервами. Зростання значення доходності в мотивах управління вказуватиме на те, що процеси реалокації будуть щільно інтегровані в арбітражні можливості на ринках активів, деномінованих у валюти-лідери. Тобто мультивалютність, виражена як взаємозамінність ключових валют, посилює поштовх до активного управління зовнішніми активами і, як показують моделі управління портфелем в складному інформаційному середовищі, яке задається розширенням кола доступних інструментів²⁵⁹, волатильність потоків капіталу значно підвищиться.

Мультивалютність, як засіб обмеження односторонньої поведінки через конкуренцію на ринку резервних активів, може вважатись більш стабільною системою тільки в тому випадку, коли центробанк-емітент справді покладається на вигоди резервного статусу своєї валюти²⁶⁰. Коли такі вигоди не становлять самостійної цінності, навіть якщо кількісно підтверджуються, а гнучкість політики є більш значимою інстанцією, конкуренція між валютами

²⁵⁹ 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.

²⁶⁰ Наприклад, дослідження переваг подальшої інтернаціоналізації євро демонструє наявність потенціалу підвищення вигод розширення закордонного використання єдиної європейської валюти. В кількісному виді такі вигоди можуть сягати 5-7% ВВП. Нейтральне ставлення ЄЦБ та міжнародної ролі євро в світлі цього піддається критиці. Див.: Papaioannou E., Portes R. Costs and Benefits of Running an International Currency // European Commission Economic Papers. – 2008. - №348. – P. 1-95.

не виключає суттєвих перекосів в валютних курсах та потоках капіталів в сукупності із розходженням траєкторій державного боргу чи монетарної експансії. У випадку взаємозамінності резервних активів усвідомлення наявності альтернативи власній валюті може спонукати до посилення односторонніх дій. Якщо чутливість закордоном до реалокації і так висока, то сенсу обмежувати національну політику немає, адже інші центробанки і так відреагують на зміни в макроекономічному курсі. Сприйняття факту полегшеної реалокації знімає перестороги відносно зовнішніх реакцій.

Стабільність та нестабільність в розрізі варіантів ринкових структур ринку резервних валют

Взаємозамінність резервних активів і відповідно високу конкуренцію у сфері резервних валют варто визнати теоретичними елементами концепції мультивалютності. В чистому вигляді конкуренція та взаємозамінність можуть виникнути тільки за наявності хоч і обмеженої, але певної кількості альтернатив з приблизно однаковим набором характеристик, включаючи внесок країни-емітента в глобальну економічну потужність, масштаби валютного блоку, позиціонування центробанку та «додаткові сервіси». Емпіричні дослідження формування мультивалютності однозначні у тому, що сьогоднішній світ прямує до кристалізації трьох валют лідерів: долара, євро та юаня²⁶¹. Значні асиметрії між ними не дозволяють говорити про те, що вони утворюють рівнозначні полюси. Конкуренція та взаємозамінність також калібруються стороною попиту. Значні відмінності в концентрації резервів та мотивах управління ними є підставою стверджувати, що на боці попиту також формуються передумови для стриманого сприйняття мультивалютності як більш конкурентної моделі

²⁶¹ Dailami M., Masson P. Prospects for a Multipolar International Monetary System // Danish Institute for International Studies Report. – 2011: 13. – P. 1-64.; Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. - №444. – P. 1-75.; Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 1-33.

забезпечення глобальної монетарної стабільності. З огляду на те, що наявність більше, ніж однієї ключової валюти часто дає підстави стверджувати про мультивалютність, варто висунути реалістичнішу гіпотезу про те, що вона є загальнішим описом певного набору ринкових структур, які зміщуються від поєднання монополії пропозиції резервної валюти із концентрацією резервів в одній валюті у бік ширшого представництва доступних альтернатив з боку пропозиції та нижчої концентрації з боку попиту.

Табл. 41 демонструє варіанти ринкових структур, що утворюються відмінностями у сфері попиту та пропозиції резервних валют / активів, та їх властивості щодо підтримання стабільності типу зв'язків та глобальної монетарної стабільності.

Таблиця 41. Варіанти ринкових структур ринку резервних валют / активів та їх вплив на глобальну монетарну стабільність

Варіанти ринкової структури на боці пропозиції	Варіанти ринкової структури на боці попиту		
	Висока концентрація володіння резервами	Неоднорідність концентрації резервів	Резерви розподілені відносно рівномірно
Монополізм однієї резервної валюти	Стабільність типу зв'язків. Система нестабільна: відсутність обмежень на монетарну експансію	Нестабільність типу зв'язків. Система нестабільна: слабкі обмеження монетарної експансії, відмінні мотиви управління резервами	Стабільність типу зв'язків. Система стабільна виключно в межах стриманої політики емітента резервної валюти
Асиметричний монополізм: валюта-лідер + валюта диверсифікації + інші	Нестабільність типу зв'язків: ризики масштабної реалокації. Система нестабільна: відсутність обмежень на монетарну експансію + ризик дестабілізації економіки країни, що емітує валюту диверсифікації	Нестабільність типу зв'язків: ризики реалокації. Системна нестабільність: фрустрація обмежень на монетарну експансію, вірогідність валютних воєн, коливання курсів між валютою-лідером та валютою диверсифікації, активний менеджмент резервів	Нестабільність типу зв'язків: ризики реалокації зберігаються. Системна нестабільність як в попередньому випадку, тільки менш виражена схильність до диверсифікації та активного управління резервами

Продовження таблиці 41

Асиметрична олігополія (відсутність взаємозамінності)	Нестабільність типу зв'язків: високі ризики реалокатії. Система нестабільна: хоч можливості монетарної експансії більш обмежені, висока вразливість до коливань валютних курсів	Нестабільність типу зв'язків: високі ризики реалокатії. Система нестабільна: монетарна експансія, дисбаланси, валютні війни. Активне управління резервами обмежене через відносну сталість оптимальної диверсифікації	Стабільність типу зв'язків: реалокатія обмежена ідентифікацією з валютним блоком. Система швидше нестабільна: монетарна експансія обмежена валютним блоком, вразливість периферії блоків до коливання валютних курсів між валютами-олігополістами. Оптимальна диверсифікація є відносно сталою
Мультивалютність (висока взаємозамінність резервних активів / валют)	Нестабільність типу зв'язків: реалокатія є джерелом флуктуацій курсів та потоків капіталу. Система нестабільна: монетарна експансія обмежена, але коливання валютних курсів та потоків капіталу різко зростають відповідно до односторонніх дій країни, що нагромаджує резерви	Нестабільність типу зв'язків: схильність до реалокатії резервів з боку тих, хто концентровано ними володіє. Система швидше є нестабільною. Монетарна експансія обмежена. Ризики коливання валютних курсів. Відсутність оптимальних пропорцій диверсифікації, активне управління портфелем і, відповідно, курсові коливання. Можливий експорт дефляції через прив'язку великих країн зі значними резервами до конкуруючих резервних валют	Стабільність типу зв'язків: попит і пропозиція відносно однаково підпорядковані конкурентним силам. Система є стабільною: односторонні дії країн з боку попиту та пропозиції резервів обмежені

Поряд з утворюваними певним типом ринкової структури характерними джерелами нестабільності (табл. 41), кожен з них демонструє також відмінні можливості розв'язання традиційних проблем у сфері глобальної монетарної економіки (табл. 42).

Таблиця 42. Тип ринкової структури ринку резервних валют / активів: особливості протікання глобальних монетарних процесів

Складові глобальних монетарних процесів	Ринкова структура			
	Монополізм однієї резервної валюти	Асиметричний монополізм: валюта-лідер + валюта диверсифікації + інші	Асиметрична олігополія (відсутність взаємозамінності)	Мультивалютність (визначення взаємозамінності резервних активів / валют)
Висока концентрація володіння резервами				
Системні обмеження на монетарну експансію (інфляційне зміщення системи)	Відсутні	Відсутні	Спираються на конкуренцію між валютами	Так
Системні обмеження на дефляційний ухил системи	Відсутні	Теоретично так	Теоретично так	Так
Надмірна привілея	Так	Так	Обмежена	Ні
Надмірний тягар (ризик країни, що емітує резервну валюту)	Можливий	Так	Так	Так
Ефект мережі	Сильний	Сильний	Відносно розподілений	Не сильний
Втрати виходу з резервної валюти	Дуже значні	Дуже значні	Значні	Незначні
Дилема Триффіна	Можлива	Так	Можлива	Ні
Дисбаланси	Так	Так	Так	Ні
Валютні війни	Можливі	Так	Так	Ні
Коливання валютних курсів та потоків капіталу	Ні	Так	Так	Так
Сегментація мотивів управління резервами	Ні	Так	Так	Так
Активне управління портфелем резервів	Ні	Так	Ні	Швидше так
Неоднорідність концентрації резервів				
Системні обмеження на монетарну експансію (інфляційне зміщення системи)	Ні	Ні	Ні. Країни, що нагромаджують резерви, уможливають експансію однієї з країн-емісії	Теоретично так

Продовження таблиці 42

Системні обмеження на дефляційний ухил системи	Ні	Теоретично так	Теоретично так	Теоретично ні
Надмірна привілея	Так	Так	Можлива	Ні
Надмірний тягар (ризик країни, що емітує резервну валюту)	Можливий	Так	Можливий	Можливий
Ефект мережі	Сильний	Сильний	Сильний	Слабкий
Втрати виходу з резервної валюти	Дуже значні	Дуже значні	Значні	Можуть бути значними
Дилема Триффіна	Так	Так	Можлива	Ні
Дисбаланси	Так	Так	Так	Обмежені
Валютні війни	Так	Так	Так	Можливі
Коливання валютних курсів та потоків капіталу	Так	Так	Так	Так
Сегментація мотивів управління резервами	Лімітована доступністю альтернатив	Так	Так	Так
Активне управління портфелем резервів	Лімітоване доступністю альтернатив	Так	Обмежене набором альтернатив	Так
Резерви розподілені відносно рівномірно				
Системні обмеження на монетарну експансію (інфляційне зміщення системи)	Ні	Ні. Монетарна експансія може поширюватись між валютними блоками	Швидше так. Монетарна експансія можлива на рівні валютного блоку	Так
Системні обмеження на дефляційний ухил системи	Ні	Ні. Дефляція може поширюватись між валютними блоками	Швидше так. Монетарна експансія можлива на рівні валютного блоку	Так
Надмірна привілея	Так	Так	Швидше так	Ні
Надмірний тягар (ризик країни, що емітує резервну валюту)	Ні	Ні	Швидше так	Ні

Продовження таблиці 42

Ефект мережі	Сильний	Сильний	Відносно розподілений	Слабкий
Втрати виходу з резервної валюти	Значні	Відносно значні	Значні	Незначні
Дилема Триффіна	Так	Можлива	Швидше ні	Ні
Дисбаланси	Можливі	Можливі	Можливі	Швидше ні
Валютні війни	Швидше ні	Можливі	Можливі	Швидше ні
Коливання валютних курсів та потоків капіталу	Так	Так	Так	Так
Сегментація мотивів управління резервами	Ні	Швидше ні	Швидше ні	Швидше ні
Активне управління портфелем резервів	Ні	Швидше ні	Ні	Обмежене спроможністю до концентрації резервів

Варіація переваг, ризиків та загроз типів ринкових структур ринку резервних валют: випадковість, політична мотивація та «згода» на вектор трансформації

Аналіз «ідеальних типів» ринкових структур ринку резервних валют / активів (табл. 41-42) показує, що набір переваг, ризиків та загроз в них можуть суттєво різнитись. Більше того, не існує такої ринкової структури, яка би мала однозначні теоретичні переваги за виключенням конкуренції на боці попиту і пропозиції, але вона потрапляє під обмеження принципу природної монополії і в ній відсутні гарантії того, що тенденція до концентрації резервів підпадатиме під автоматичні обмеження. Також можна зробити висновок, що причиною колапсу міжнародних валютних систем або їх затяжних дисфункцій є конфлікт між їхніми структурними характеристиками, механізмами регулювання та самопідтримання, з одного боку, і ринковою структурою ринку резервних валют / активів, з іншого. Перехід від однієї моделі ринкової структури до іншої свідчить про нагромадження ризиків колапсу системи, відсутність автоматичних обмежень на односторонню поведінку як на боці попиту, так і на боці пропозиції резервних валют / активів.

В межах такого переходу не відбувається миттєва системна криза. В цей період закладаються передумови для нестабільності в майбутньому. В результаті поєднання нагромаджених системних вразливостей із шоком (послідовними шоками), який потребує масштабної макроекономічної реакції, тобто який стає тригером односторонніх дій, призводить до виникнення зовсім іншої картографії балансу втрат і вигод перебування в чинній міжнародній системі як на індивідуальному, так і на груповому рівні. Реформи міжнародної валютної системи, відповідно, спираються на принцип пошуку Парето-ефективного рішення, яке би відновило автоматизм обмеження односторонніх дій в нових умовах, однак фактично перетворюються на наближення до того балансу втрат і вигод, який є можливим за даного рівня дискреційності політики та ринкової структури ринку резервних валют / активів.

На відміну від конкретного переліку формалізованих реформ формування консенсусу щодо характеру протікання глобальних монетарних процесів (яке можна ототожнити з неформальним глобальним врядуванням) відштовхується від імпліцитної згоди на рух від однієї ринкової структури резервних валют / активів до іншої за даного рівня дискреційних можливостей (монетарної та фіскальної політики) як на боці країн, що емітують резервні валюти, так і країн, що нагромаджують резерви. Це означає, що баланс переваг, загроз та джерел нестабільності, асоційований із імпліцитно обраною ринковою структурою, рух до якої сприймається толерантно, або ж такий рух підштовхується локальними реформами на рівні окремих країн та міжнародної валютної системи, визначається як прийнятний політично. Ступінь його прийнятності може суттєво варіювати в розрізі країн. Для одних країн достатньо збереження дискреційних можливостей; інші країни бачать варіанти адаптації до нових ризиків; треті змушені приймати його як даність, або реагуючи шляхом адаптивних непопулярних реформ, або не реагуючи і підвищуючи вразливість до екзогенних шоків.

Вибір ринкової структури, рух до якої імпліцитно погоджується, не є Парето-ефективним рішенням на користь

«першого кращого». Він здійснюється, враховуючи реалістичність досягнення, фактичні обмеження та екстраполяцію очікувань. Цю закономірність можна простежити на прикладі історичних епізодів трансформації міжнародної валютної системи та теперішніх тенденцій.

Певним ускладненням проведення єдиної лінії аналізу від історичних моментів до сучасності є роль золота, яке як резервний актив важко інтерпретувати в категоріях пропозиції, в категоріях попиту – аналіз буде хибувати оцінковістю ступеня раціональності прагнення максимізувати запаси монетарного металу. Аналогічно факт колоніального поділу світу обмежує чистоту аналізу. Втім, табл. 43 дає уявлення про взаємозв'язок між ринковою структурою резервних валют / активів та прагненнями збереження переваг дискреційної політики.

З табл. 43 видно, що майже природний автоматизм золотого стандарту практично не генерував конфліктів на системному рівні, хоча і не виключав їх на національному рівні окремих країн, які неспроможні були забезпечити макроекономічну дисципліну. Усі інші варіанти не є позбавлені конфлікту між системними обмеженнями та односторонніми діями, що особливо чітко простежується на прикладі Ямайської системи, в якій плаваючі курси мали би функціонувати за принципом природного автоматизму (разом із фіксованими курсами, щодо яких допускався принцип макроекономічної дисципліни: політика виключно консистентна із можливістю підтримувати фіксацію). Саме за чинності цієї системи відбувся найбільш характерний випадок трансформації ринкової структури ринку резервних валют / активів із перетворенням можливостей діяти односторонньо у критерій спроможності досягати і підтримувати макрофінансову стабільність в національно-центричному розумінні. Якщо ж говорити про рух «від-до» у сфері ринкової структури, то слід виділити початкову точку, проміжний етап та очікувану точку, в якій допускається виникнення відносно усталених паттернів ринку резервних валют / активів (табл. 44).

Очікувана структура, рух до якої знаходить широку теоретичну та практичну підтримку, насправді не є відображенням руху до більш стабільної основи глобальних монетарних процесів.

Таблиця 43. Трансформація міжнародної валютної системи в світлі взаємодії ринкової структури ринку резервної валюти та схильності до односторонніх дій

	Міжнародний золотий стандарт (1870-1913)	Міжвоєнний період (1921-1939)	Бреттон-вудська система (1945-1971)	Ямайська система (1976-д.ч.)
Ринкова структура: пропозиція	Монополія золота не ставила питання про резервні валюти	Підрив монополії золота та перетворення боргових інструментів провідних країн на резервні активи, що виявились базою емісії	Монополізація в рамках концентрації металу в США + асиметрична конкуренція між долларом та фунтом, яка завершилась втратою позицій останнього	Поступовий перехід від монополізму долара до асиметричного монополізму долара з виникненням основної валюти диверсифікації (спочатку марка потім євро) + додаткові валюти диверсифікації
Ринкова структура: попит	Відносно рівномірно розподілені золоті резерви	Неоднорідність розподілу. Концентрація (Франція) та втрата резервів (Британія) стали глобально значимими	Відносно рівномірна розподіленість з появою окремих країн зі схильністю до хронічних профіцитів + концентрація вимог щодо золота за рахунок погіршення внутрішньої ситуації	Поступова руйнація відносної рівномірної розподіленості і посилення тенденції до неоднорідності із виділенням країн зі значною концентрацією резервів
Односторонні дії країн-емітентів	Певні можливості контрциклічної політики провідних центробанків	Стали можливими через збільшення попиту на міжнародну ліквідність + конкурентні девальвації	Уможливились через небажання країн офіційно ревальвувати курси та через заміщення золота на американські зобов'язання з метою бі-льш гнучкого доступу до ліквідності	Необмежені
Односторонні дії країн, що нагромаджують резерви	Обмежені інфляційними наслідками всередині країни	Стали можливими через асиметричні зміни пріоритетів політики + конкурентні девальвації	Були обмежені, але час від часу активувались внаслідок появи можливостей концентрувати вимоги щодо золота	Необмежені

Продовження таблиці 4.3

Механізм обмежень односторонніх дій теоретичний	Коливання цін у відповідь на зміну запасів металу доповнений коливаннями процентних ставок у відповідь на потоки капіталу	Як в попередньому випадку, але він був втрачений	Фізичні обсяги золотого запасу США, внутрішня інфляція, міжнародно визнана схема зміни центральних курсових паритетів	Плаваючі курси та внутрішня інфляція
Механізм обмежень односторонніх дій фактичний	Довіра до спроможності країни збільшувати зовнішню заборгованість	Не працював	Працював виключно на першому етапі (до 1958 р.). Далі працював в межах згоди на збільшення зовнішньої заборгованості США, а з 1969 р. був зруйнований	М'яка форма взаємозалежності. При втраці зв'язків між резервами та інфляцією в сукупності зі схильністю до фіксації курсів фактичні обмеження більше спираються на допустимий ступінь вразливості до фінансових шоків
Основна лінія конфлікту	Можливості порушення «правил гри» золотого стандарту мали м'яку форму конфліктності і не мали суттєвих наслідків. «Правила гри» були суворими щодо обмежень на досягнення внутрішньої рівноваги	Конфлікт між країнами з переоціненою та недооціненою валютою означав конфлікт щодо концентрації золотих резервів. Конфлікт у формі конкурентних девальвацій. Конфлікт щодо асиметричних обмежень на потоки капіталу в розрізі країн та слідування «правилам гри»	Конфлікт між спроможністю США виконувати зобов'язання щодо доларового вмісту золота. Конфлікт щодо динаміки міжнародної ліквідності. Конфлікт щодо повернення золота на вимогу профіцитних країн. Конфлікт щодо монетарної експансії США, яка перетворилась в експорт інфляції тощо	Конфлікт щодо односторонніх дій великих країн, перш за все США. Конфлікт щодо односторонніх дій у сфері таргетування профіциту, уникнення ревальвації та нагромадження резервів окремими країнами. Конфлікт щодо неадекватності внеску в глобальну економічну потужність і природною монополією резервної валюти. Конфлікт щодо конкурентоспроможності країн, валюта яких обрана для цілей диверсифікації концентрованих резервів. Конфлікт щодо колювання глобальної ліквідності, флуктуації потоків капіталу та валютних курсів тощо

Таблиця 44. Вектор очікуваних змін ринкової структури ринку резервних валют / активів

Теперішня структура	Проміжна структура	Очікувана структура
З боку пропозиції: Асиметричний монополізм: валюта-лідер + валюта диверсифікації + інші; З боку попиту: неоднорідність концентрації	З боку пропозиції: динамічне протистояння валюти-лідера, валюти диверсифікації та валюти-челенджера + розширення застосування інших валют диверсифікації + розширення застосування альтернативних резервних активів; З боку попиту: неоднорідність концентрації за поступового підвищення рівня медіанних резервів + виділення гіперконцентрації	З боку пропозиції: асиметрична олігополія (відсутність повної взаємозамінності між долларом, євро та юанем в рамках обсягу резервів, призначеного для цілей забезпечення макрофінансової стабільності; висока взаємозамінність в сегменті диверсифікації та активного управління резервами); доллар залишиться резервною валютою з найбільш розвинутими «додатковими сервісами»; євро – валютою з інституціональним захистом підґрунтя макроекономічної політики; юань буде валютою на ранніх стадіях життєвого циклу, в рамках яких ключове значення буде відігравати торгівля та генерування нової мережі

В рамках аналізу ідеальних типів ринкових структур (табл. 41-42) видно, що перехід від структури «асиметричний монополізм: валюта-лідер + валюта диверсифікації + інші» з неоднорідною концентрацією резервів до структури «асиметрична олігополія (відсутність повної взаємозамінності) з неоднорідною концентрацією резервів є імпліцитним вибором між джерелами та формами прояву нестабільності. Це є тим більш очевидно, якщо прийняти до уваги дистанцію між якістю резервних активів. Імпліцитний вибір, по-суті, є компромісним обміном санкціонування односторонніх дій провідних акторів в надії, що ринкові процеси відіграватимуть важливу роль у підтримці саме їх позицій.

4.3. Інтернаціоналізація валют в ракурсі нестабільної мультивалютності

Справжній перехід до мультивалютної організації глобального монетарного устрою можливий за умови, коли утвориться декілька відносно рівнозначних гравітаційних полюсів, спроможних емітувати глобально акцептабельні валюти з приблизно симетричним виконанням функцій міжнародної валюти у їх структурній цілісності. При цьому, ефекти концентрації як мінімум мають бути послаблені (це стосується і володіння резервами, і домінування тієї чи іншої валюти в більшості сфер виконання міжнародною валютою своїх функцій), а як максимум – нівельовані. Попри те, що переходу до теоретичної мультивалютності не очікується, формування нової ринкової структури ринку резервних валют так чи інакше спиратиметься на процес інтернаціоналізації валют країн-членджерів. З огляду на те, що конфігурацію асиметричної олігополії будуть утворювати долар, євро та юань, процес інтернаціоналізації з самого початку може підпасти під певні політико-економічні викривлення. Мультивалютність залишиться недосяжною під впливом утворення жорсткої олігополістичної схеми.

Олігополія долара, євро та юаня: ринкові та політичні драйвери

Теоретично олігополістична організація ринку резервних валют може будуватись на основі різних ступенів їх взаємозамінності в портфелі зовнішніх активів при збереженні базового каркасу валютних блоків, в рамках яких позиції валют-лідерів будуть домінуючими. В площині варіантів взаємозамінності будуть приховуватись суттєві відмінності щодо глобального монетарного порядку та стабільності у світі. Так, при високій взаємозамінності волатильність курсів та потоків капіталу суттєво підвищиться завдяки чутливості політики управління зовнішніми активами до ситуації в країнах-емітентах, але це допускає кращі перспективи контролю за інфляційним зміщенням на колективному рівні. При

нульовій взаємозамінності волатильність курсів та потоків капіталу буде нижчою завдяки тому, що з певним часом структура диверсифікованих зовнішніх активів стане динамічно рівноважною. Однак, це не виключає брак контролю за колективною монетарною експансією, оскільки курси повільніше реагуватимуть на зміни в політиці провідних центробанків.

Можна припустити, що в майбутньому олігополія спиратиметься на три валюти лідери з асиметричною взаємозамінністю, але вона не витіснить повною мірою ряд валют, які будуть функціонально інтернаціоналізовані або за нішевим принципом, або за регіональним, або за принципом політичних домовленостей. Як вже зазначалось, долар США буде найбільш універсальною резервною валютою з розвинутими «додатковими сервісами», але вмщуватиме конфлікт щодо довгострокової доходності та вразливості світу до односторонніх дій США, які в короткостроковому періоді сприяють ліквідності активів, деномінованих у нього. Євро – буде менш універсальною валютою з яскраво вираженим пріоритетом в межах власного валютного блоку, частково основною валютою диверсифікації, при цьому його сильною стороною будуть жорсткі інституціональні рамки макроекономічної політики в ЄВС. Юань виступить в ролі регіонального лідера, довкола якого сформується валютний блок, але у цей же час він виступить новою валютою диверсифікації та валютою, завдяки якій буде зроблено найбільший внесок в розв'язання «дилема Триффіна». Його найбільшою перевагою буде значний фіскальний простір. Інші інтернаціоналізовані валюти виконуватимуть роль нішевих для активного портфельного управління резервами, або ж будуть функціоналізовані в рамках певного типу операцій, причому з часто політичним підґрунтям для цього (наприклад, валютні свопи для заохочення торгівлі на двота багатосторонній основі). За будь-яких обставин проблема полягатиме в тому, що неявна згода на таку модель організації ринку резервних валют / активів спирається на вірогідність того, що очікування щодо валюти-челенджера виправдають самі себе і тим самим законсервують прояви негативних аспектів олігополії з асиметричною взаємозамінністю.

Наявність конвенціональної валюти-челенджера може спровокувати обмеження інтересу до більш конкурентного процесу інтернаціоналізації, який би створював підґрунтя для уникнення тих форм глобальної монетарної нестабільності, які притаманні ринковій структурі з відсутністю взаємозамінності резервних валют та нерівномірним володінням резервними активами. Наприклад, інтернаціоналізація окремих валют в Азії дозволила би підвищити стійкість системи регіональної торгівлі і була би кращою основою для подальшого руху у бік регіональної монетарної інтеграції, керованої багатосторонніми домовленостями²⁶². Подібне варто очікувати і для Латинської Америки, і для Африки. Це саме можна було би сказати і щодо перспективного зростання значення Росії в регіоні Середньої Азії, щоправда після падіння курсу рубля, цін на нафту в 2014 р., прискорення інфляції та фінансових санкцій її амбіції на роль регіонального монетарного лідера виглядають непідкріпленою економічно політичною ілюзією. Більш агресивна політика Китаю у сфері інтернаціоналізації заморожує прагнення до інтернаціоналізації ширшого кола валют по тій причині, що перспективи юаня вже визнані утвердженими в структуру глобального монетарного порядку майбутнього безвідносно до того, як це позначатиметься на глобальній монетарній стабільності в силу відсутності достатніх передумов для виконання юанем справжніх функцій резервної валюти. Наприклад, Індія та Китай є подібними економічними потужностями, але перша є значно більш фінансово відкрита (що видно на основі аналізу сукупності факторів, до складу яких увійшло вісім показників, чотири з яких відображають дію закону єдиної ціни, а решта – критерій Філдстайна-Хоріоки, критерій Лейна-Мілесі-Ферретті, частка закордонних банків, рівень інтернаціоналізації валюти)²⁶³. З огляду на те, що в емпіричному вимірі частка валюти в структурі глобальних резервів детермінується не тільки масштабом країни, рівнем інфляції та ефектом мережі, а також рівнем відкритості за потоками капіталу, міжнародна роль рупії та юаня мали би бути

²⁶² Lee Sung-il. Opening Remarks // Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific // BIS Papers. – 2011. - №61. – P. 4-5.

²⁶³ Ma G., McCauley R. Is China or India More Financially Open? // BIS Working Papers. – 2013. - №410. – P. 1-35.

подібними, але насправді це не так. Прогноз зростання частки юаня в структурі глобальних валютних резервів до 2030 р. на основі виявлених зв'язків між часткою валюти в резервах та згаданими вище кількісними факторами резервного статусу дозволяє очікувати значення у 12%²⁶⁴. Такі дані в світлі ряду інших розвідок слід визнати достатньо песимістичними²⁶⁵. Але саме торговельна політика Китаю в сукупності з політикою інтернаціоналізації дозволили останньому створити фундамент для блоку юаня вже сьогодні (див. вище). Завдяки цьому його стартові позиції є незрівнянно виграшніші, а в сукупності з очікуваним зростанням внеску в глобальну економічну потужність та масштабом нагромаджених резервів монетарне лідерство КНР стало конвенціональним.

Роль політики в процесі інтернаціоналізації часто недооцінюється. Як показують Б. Ейченгрін та М. Фландрю, виконання ФРС функції макет-мейкера на ринку зовнішньоторговельних акцептів відіграло важливу роль у завоюванні долларом лідерства у міжвоєнний період. На підставі цього вони зробили висновок, що інтернаціоналізація, забезпечувана політикою, не може бути підмінена інтернаціоналізацією, керованою ринковими силами. Тобто країни, які більш активні у цій сфері, можуть досягати кращих результатів²⁶⁶. Випадок марки ФРН, євро та єни також підтверджує цю гіпотезу. Бундесбанк не прагнув напряду просувати марку як міжнародну валюту особливо у 1970-х, коли ФРН зіткнулись зі значним припливом капіталів. Експансія марки забезпечувалась інституціоналізацією процесу євроінтеграції, що на підґрунті успіхів у підтриманні низької інфляції та зростання німецького експорту в глобальній торгівлі створило підґрунтя для посилення інтернаціоналізації на ринковій основі. Це саме стосувалось євро. При цьому, як вже зазначалось, ЄЦБ не підтримує політику активної інтернаціоналізації єдиної

²⁶⁴ Lee Jong-Wha. Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? // Asian Development Bank. – 2010. – June. – P. 1-33.

²⁶⁵ Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 1-33.

²⁶⁶ Eichengreen B., Flandreau M. The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-39 // BIS Working Paper. – 2010. - №328. – P. 1-38.

європейської валюти, яка від моменту запровадження вже була інтернаціоналізована як наступниця марки. Японія також обмежувала процес інтернаціоналізації єни у 1970-х. У 1983 р. та у 2003 р. були зроблені кроки у бік посилення японської валюти як міжнародної валюти. Однак, конвертування Японією світового та регіонального економічного лідерства у інтернаціоналізацію єни (за аналогією з регіональним лідерством марки в Європі) хоча б на рівні країн АСЕАН не відбулося. Можлива причина – прохолодне ставлення багатьох азійських країн до можливої японської гегемонії, внаслідок чого вони віддавали перевагу деномінації трансакцій в долари, навіть коли операції в єнах були би менш ризикові²⁶⁷. Китай може зіткнутись з подібною проблемою. «Американський підхід» – інтернаціоналізація на основі ринкових сил без інституціоналізації процесів інтеграції – дає підстави вважати, що на основі конкуренції між резервними валютами частка юаня сягне співмірного значення з долларом та євро, тоді як «німецький підхід» – інтернаціоналізація, що спирається на інституціоналізовану регіональну інтеграцію, – обіцяє створення валютного союзу на основі китайської грошової одиниці, що укріпить її статус в глобальному масштабі²⁶⁸. Реальний вибір Китаю між «американським» та «німецьким» варіантом наразі є питанням віддаленої перспективи. КНР справді може постати перед необхідністю робити такий вибір. І вірогідність саме такого вибору також є в діапазоні варіантів розвитку глобального монетарного порядку, на який ситуація у сфері інтернаціоналізації валют країн з ринками, що формуються, і перш за все юаня, має справляти фундаментальний вплив вже сьогодні.

Формування нової ринкової структури ринку резервних валют / активів підвищуватиме глобальну монетарну нестабільність. Підвищення вразливості світу до утворюваної конфігурації монетарного порядку є наслідком перетину цілого ряду процесів фундаментального характеру.

²⁶⁷ Lee Jong-Wha. Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? // Asian Development Bank. – 2010. – June. – P. 1-33.

²⁶⁸ Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific // BIS Papers. – 2011. - №61. – P. 1-236.

Інтернаціоналізація валюти: за межами однозначних вигод, в межах гонитви за перевагами

Поєднання перебування традиційних резервних валют на зрілій стадії життєвого циклу із особливостями конфігурації ринкової структури попиту на резерви (неоднорідність їх концентрації та збереження тенденції до їх зростання) породжує конфлікт між вигодами і втратами від інтернаціоналізації валюти. Зокрема, не є фактом, що традиційна інтерпретація втрат і вигод є адекватною для країн, які перебувають на ранніх стадіях фінансової конвергенції. Табл. 45 узагальнює широко визнані в теорії переваги міжнародної валюти та ризики, які супроводжують даний статус.

Таблиця 45. Вигоди і ризики статусу міжнародної (резервної) валюти

Вигоди	Ризики
Зниження трансакційних витрат. Спроможність резидентів здійснювати операції закордоном у власній валюті суттєво знижує їх витрати і підвищує мікроекономічну ефективність. Нівелювання валютного ризику при торговельних та інвестиційних операціях	Конфлікт між цілями щодо валютного курсу та інфляцією. Ця проблема нап'яму впливає з «трилеми», оскільки статус міжнародної валюти потребує зняття обмежень на потоки капіталів. Спроможність центробанку впливати на внутрішні процентні ставки може опинитись під питанням в разі, коли транс-кордонні переливи капіталів становитимуть критичне співвідношення щодо глибини та ємності внутрішнього ринку
Зниження процентних ставок. Зовнішній попит на активи призводить до зниження їх доходності, що на мікроекономічному рівні означає зменшення вартості капіталу	Вразливість до змін зовнішнього попиту на активи. Значні транскордонні операції з міжнародною валютою можуть похитнути траєкторію валютного курсу, консистентну з досягненням внутрішніх макроекономічних цілей
Фінансова глибина та премія за ліквідність. Інтенсифікація операцій сприяє поглибленню внутрішнього ринку, що позитивно відображається на структурі процентних ставок. Підвищення ліквідності фінансових інструментів спонукає до стиснення спредів. Поглиблення ринку та макростабільність взаємодіють за принципом синергії	Фіскальні обмеження. Брак довіри до суверенної платоспроможності при значному закордонному володінні державним боргом країни-емітента може викликати обвал валюти та «вихід» з боргових інструментів, що ускладнить процес рефінансування

Продовження таблиці 45

Сеньйораж. На макроекономічному рівні використання національної валюти закордоном еквівалентно імпліцитному трансферу товарів та послуг	Вразливість ринку активів. Значне зовнішнє володіння боргом у національній валюті не виключає виникнення проблем у сфері фінансової стабільності. Брак довіри до платоспроможності компаній може похитнути ринок активів та спровокувати падіння курсів
Макроекономічна гнучкість. Транскордонний попит на валюту означає, що монетарна політика може не реагувати так суттєво на поведінку платіжного балансу. Ризик негативного впливу останнього на фінансову стабільність також мінімізується. Більш низькі ставки і постійний попит на боргові зобов'язання уможлиблює рівноважне підвищення рівня державного боргу	Глобальне кредитування останньої інстанції. Незважаючи на те, що надання екстреної допомоги фінансовому сектору позитивно впливає на ліквідність ринку, масштаби останнього можуть йти в розріз із внутрішніми інфляційними цілями і загрожувати статусу резервної валюти у майбутньому
Здатність до впливу на інших. Міжнародна валюта підвищує потенціал країни емітента у сфері застосування «м'якої сили». Її дія має прямий вплив на інших через монетарний канал, чи зворотний, коли макроекономічна гнучкість послаблює вплив інших на країну-емітента і у такий спосіб дозволяє останній мати перевагу у впливі	Конкурентоспроможність. Перманентний зовнішній попит на валюту та активи країни може похитнути схильність останньої співвідносити економічне зростання із конкурентоспроможністю експортного сектора. Дефіцит торгівлі є тільки аспектом цієї проблеми. Більш важливим є те, що дисбаланси можуть викривлювати алокаційні процеси, відхиляючи інновації та інвестиції з експортного сектора з високою доданою вартістю, наприклад, в напрямку фінансової системи
Репутація. Як складова «м'якої сили» уможлиблює кращі позиції країни-емітента у сфері міжнародної політики, а також породжує атмосферу «захисту» економічних агентів, задіяних в трансакціях закордоном	Відповідальність. Гегемоністська концепція глобальної монетарної стабільності передбачає, що країна-емітент міжнародної валюти приймає додаткову відповідальність за монетарну ситуацію у світі в цілому. Цілі у сфері глобальної стабільності можуть іти в розріз із національними цілями підтримання внутрішньої рівноваги. Преференція перших перетворює статус міжнародної валюти на тягар

Примітка 1. Узагальнено на основі: Papaioannou E., Portes R. Costs and Benefits of Running an International Currency // European Commission Economic Papers. – 2008. - №348. – P. 1-95.; Cohen B. The Yuan Tomorrow? Evaluating

China's Currency Internationalization Strategy. – 2012. – P. 1-11.; Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific // BIS Papers. – 2011. - №61. – P. 1-236.

Щодо дискусій про переваги та недоліки статусу міжнародної валюти, то випадок Британії міжвоєнного періоду є класичним аргументом того, як пріоритет стабільності у світі (повернення до довоєнного паритету фунта щодо золота спровокувало дефляцію та відтік золота) може суперечити внутрішнім цілям²⁶⁹. Р. МакКіннон наводить приклад того, що саме зовнішній попит на долари США призводив до систематичних провалів таргетування грошових агрегатів з боку ФРС²⁷⁰, внаслідок чого монетаристська модель зазнала критики в аспекті проблематичності використання зв'язків між грошовою пропозицією та інфляцією як критеріїв політики. Водночас, більш сучасні дослідження однозначні: міжнародний статус не впливає на проведення монетарної політики, незважаючи на те, що обсяги потоків капіталу суттєво зросли порівняно з 1980-ми²⁷¹. Найімовірніше експліцитне чи імпліцитне таргетування інфляції краще пристосовані до спроможності центробанку досягати цілей в режимі волатильних транскордонних потоків капіталу. З іншого боку, глибина та зрілість фінансового сектора нейтралізують деструктивний вплив потоків капіталу, пов'язаних з інтернаціоналізацією валют розвинутих країн, та здатністю центробанків контролювати внутрішні монетарні процеси.

Втім, навіть у випадку розвинутих країн масштаби акумуляції резервів та перманентний характер цього процесу може впливати на спроможність контролювати ставки навіть на глибокому фінансовому ринку, про що відомо із зауважень А. Грінспена про погіршення спроможності ФРС тиснути на довгострокові ставки вгору внаслідок припливу капіталів з Азії. Якщо мова йде про валюти диверсифікації, а не валюти-лідери, то питання конкурентоспроможності стають ще більш гостро. Аналогічною є

²⁶⁹ Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1-55.

²⁷⁰ McKinnon R., An International Standard for Monetary Stabilization. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.

²⁷¹ Papaioannou E., Portes R. Costs and Benefits of Running an International Currency // European Commission Economic Papers. – 2008. - №348. – P. 1-95.

проблема схильності до ризику внаслідок затяжного підтримання занижених процентних ставок. При поєднанні проциклічності глобальної фінансової системи із м'якою монетарною реакцією на шоки комбінація резервного статусу валюти та експансії фінансового сектора може загрожувати швидкому переростанню початкових позитивних імпульсів ліквідності у кредитний бум та інфляцію вартості активів й цін на первинні ресурси. Тобто проблема полягає не просто в тому, що міжнародний статус ускладнює монетарну політику, а в тому, що масштаби зовнішнього володіння резервами та закордонного обігу резервних валют є такими, що вони можуть трансформувати вигоди у тягар. Навіть для глибоких ринків розвинутих країн конфлікт між конкурентоспроможністю та траєкторією цін активів є не просто вірогідний, а підтверджений подіями напередодні, під час та після глобальної фінансової кризи. У випадку країн, що не перебувають на завершній стадії фінансової конвергенції, ситуація виглядає не просто інакше, бо масштаби фінансової глибини та акумуляції резервів у порівнянні з розвинутими країнами відмінні, а значно загрозливіше в силу більш глибоких структурних відмінностей.

Дану проблему можна сформулювати таким чином: інтернаціоналізація валюти країн з ринками, що формуються, яка стартувала у формі двосторонніх свопів, вказує на те, що усі готові до уникнення валютно-курсової дилеми вибору між конкурентоспроможністю та фінансовою стабільністю, але навряд чи готові до такого рівня фінансової лібералізації, щоб національні валюти були більш активно залучені в операції по рахунку руху капіталу. Іншими словами, усі готові бути інтернаціоналізованими для торговельних операцій, але практично ніхто не готовий до того, щоб інтернаціоналізація просувалась за потоками капіталів. Основна причина цього – допоки не буде сформовано справжньої мультивалютної моделі резервних валют / активів більшість національних грошових одиниць, які перебувають на початковій фазі життєвого циклу резервної валюти, автоматично опиняються в зоні інтересів центробанків, які прагнуть диверсифікації чи в рамках політики зниження ризику коливання їх вартості, чи в рамках політики підвищення їхньої доходності. Але у цей же час,

без кроків в цьому напрямку мультивалютність не відбудеться, що означає підвищення нестабільності, пов'язаної з недостатньою глибиною фінансових систем країн з ринками, що формуються.

Фінансовий розвиток: передумова руху у бік мультивалютності та джерело її нестабільності

Проблема недостатньої глибини дається взнаки далеко не у вигляді різниці в рівнях капіталізації, внутрішнього кредиту та активів банківської системи до ВВП чи співвідношення між банківськими та ринковими запозиченнями. Більше того, країни з ринками, що формуються, здійснюючи структурні реформи, зорієнтовані на фінансовий розвиток, демонструють достатньо високий ступінь неоднорідності, хоча в цілому розрив між розвинутими країнами і ними ще тривалий час залишатиметься відчутним. По-перше, в розвинутих країнах приріст показника фінансової глибини, вираженого як внутрішні фінансові активи / ВВП + $1/2$ * зовнішні вимоги та зобов'язання) / ВВП, в середньому зріс з 3 до 7,5 з 1989 р. по 2009 р., тоді як в країнах з ринками, що формуються, тільки з 2 до 2,7. По-друге, середні та медіанні значення у випадку розвинутих країн є майже ідентичними, тоді як для других властива суттєва дистанція: середнє значення значно вище, ніж медіанне, що говорить про проблему явної переваги обмеженого набору країн за цим показником. Іншими словами, розвинуті країни є значно більш однорідними, ніж решта світу за індикатором фінансової глибини, навіть якщо існують лідери з другої групи, які обходять аутсайдерів з першої групи. По-третє, існує суттєва різниця в прирості показника фінансової глибини в розрізі дефіцитних та профіцитних країн. Так, у випадку розвинутих країн із надлишком платіжного балансу зважене значення показника фінансової глибини у 1990-1994 рр. склало 4,8, у 1995-1999, відповідно, 5,3, у 2004-2004 – 6, у 2005-2009 – 6,1, у випадку країн з дефіцитом за аналогічні часові періоди – 3,4, 3,8, 4,5, 5,5. У випадку країн з ринками, що формуються, різниця явно суттєвіша. Для країн з профіцитом, відповідно, – 1,6, 2,1, 2,9, 3, тоді як для країн з

дефіцитом – 1,4, 1,5, 1,7, 1,8²⁷². Таку суттєву різницю в темпах фінансового розвитку країн з ринками, що формуються, які відрізняються за критерієм статусу платіжного балансу можна пояснити, спираючись на те, як нагромадження резервів та структурний меркантилізм сприяють економічному зростанню, з одного боку, і як нагромадження резервів створює передумови для страхування фінансового сектора від шоків, внаслідок чого можливості для фінансової діяльності суттєво розширюються, а спреди стискаються, відкриваючи можливості для синергії зв'язків між економічним розвитком та поглибленням фінансової системи.

Однак, з міркувань потенціалу інтернаціоналізації найбільш важливим є не стільки фінансова глибина, виміряна в категоріях власного ВВП, скільки в категоріях глобального. Порівняння змін, які відбулися з 1989 р. по 2009 р. є достатньо показовими. За показником фінансової глибини щодо національного ВВП п'ятірка лідерів з обох груп країн у 1989 р. сформувалась таким чином: Японія (показник фінансової глибини – 7,25), Швейцарія (6,48), Бельгія (5,45), Велика Британія (4,51), США (4,51) та Ліван (8,94), Гонконг (7,44), Малайзія (4,92), Сінгапур (4,76), ПАР (3,96). А у 2009 р. вона дещо змінилась: Ірландія (21,61), Велика Британія (12,64), Швейцарія (11,48), Нідерланди (10,63), Японія (9,31) та Гонконг (26,67), Сінгапур (10,47), Ліван (7,44), ПАР (6,47), Малайзія (6,3). Однак за показником фінансової глибини щодо глобального ВВП зміни відбулися виключно у випадку п'ятірки країн з ринками, що формуються. У випадку розвинутих країн п'ятірка залишилась тією ж у 2009 р., що і в 1989 р. Змінилися лише показники. Так, для США вони склали 1,38 та 1,96, Японії – 1,2 та 0,88, Великої Британії – 0,24 та 0,52, Німеччини – 0,23 та 0,41, Франції 0,19 та 0,36. П'ятірка країн з ринками, що формуються, у 1989 р. виглядала так: Бразилія (0,08), Китай (0,04), Гонконг (0,03), Корея (0,03), Індія (0,02). У 2009 – Китай (0,48), Бразилія (0,11), Гонконг (0,10), Корея (0,08), Індія (0,08)²⁷³.

²⁷² Financial Deepening and International Monetary Stability // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/16. – P. 1-21.

²⁷³ Ibid. – P. 7

Іншим важливим аспектом поглиблення фінансових систем країн з ринками, що формуються, є те, що окремі з них справді перетворюються на регіональних лідерів з глобальними амбіціями, але тим самим вони стають цілями припливу глобальних спекулятивних капіталів. Так, табл. 46-47 демонструють суттєвий прогрес ряду країн, особливо Китаю, фінансовий сектор якого за показником капіталізації став другим у світі. При цьому, є очевидними суттєві розбіжності в структурі фінансових систем, наприклад з точки зору масштабів капіталізації ринку акцій, внутрішнього банківського кредиту приватному сектору та обсягів випуску внутрішніх боргових паперів. Це означає, що інтернаціоналізація валют країн з ринками, що формуються, не виглядатиме лінійним процесом і навіть лідери стикатимуться з суттєвими труднощами. Китай демонструє формування глобально значимого ринку акцій, внутрішній кредит свідчить про значні масштаби банківської системи, але обсяги випуску боргових паперів на внутрішньому ринку залишаються відносно мізерними.

Незважаючи на структурну нерівномірність фінансового розвитку, найбільш важливим є те, що прогрес останнього є атрактором капіталів. Чим більшою мірою ринок стає привабливим саме з позицій майбутнього зростання вартості активів, тим більшою мірою він приваблюватиме приплив капіталів як для прямих інвестицій, так і для формування глобально диверсифікованого портфеля. Наявність розриву в рівнях доходів та очікування подальшого зростання ВВП на душу населення перетворюють процес взаємозв'язку між реальною та фінансовою конвергенцією на нелінійний. На початкових стадіях реальної конвергенції приріст доходів на душу населення випереджатиме приріст вартості активів, а на подальших – останній буде випереджати другий. Раціональні очікування випереджаючого зростання вартості активів будуть самовідтворюватись поруч із стимулами фінансового розвитку з боку глобальної фінансової інтеграції та поглиблення ринку (детальніше див. додаток В)²⁷⁴.

²⁷⁴ Козюк В.В. Фінансовий розвиток та ціни активів у процесі реальної конвергенції: теоретичний вимір та глобальні макрофінансові ризики // Банківська справа. – 2013. - №8. – С. 31-49.

Таблиця 46. Індикатори розвитку фінансового сектора

	Капіталізація ринку акцій, % ВВП		Ринкова ліквідність, вартість акцій, що торгуються, % ВВП		Показник обороту, вартість акцій, що торгуються, до капіталізації, %		Внутрішній кредит приватному сектору, %	Рейтинг	Індекс Чін-Іто
	2005	2012	2005	2012	2005	2012			
США	129,6	115,5	164,3	132,2	129,2	124,6	49,0	AAA	Max.
Японія	103,5	61,8	109,3	60,5	118,8	99,8	110,0	AAA	Max.
Велика Британія	126,8	115,5	172,8	95,2	141,9	84,0	155,0	AAA	Max.
Німеччина	42,7	42,1	61,7	34,7	146,0	91,8	93,0	AAA	Max.
Китай	34,6	44,9	26,0	70,8	82,5	164,4	140,0	AA-	-1,1
Бразилія	53,8	54,7	17,5	37,1	38,3	67,9	71,0	BBB-	0,4
Гонконг	381,9	421,9	162,0	468,1	43,3	123,1	219,0	AAA	2,5
Індія	66,3	68,0	52,0	33,5	92,2	54,6	52,0	BBB-	-1,1
Індонезія	28,5	45,3	14,7	10,5	54,2	23,3	34,0	BB+	1,1
Корея	80,0	96,5	133,9	123,8	209,8	139,2	135,0	A	0,4
Мексика	27,6	44,3	6,1	10,0	25,7	25,3	22,0	BBB	1,1
Росія	71,8	43,4	20,9	36,3	39,0	87,6	53,0	BBB	0,2
Сінгапур	248,5	144,3	94,0	54,5	40,4	43,3	129,0	AAA	2,5
ПАР	228,9	160,1	81,2	81,5	39,3	54,9	70,0	BBB+	-1,1
Туреччина	33,4	39,1	41,7	44,2	154,9	136,5	66,0	BBB-	0,1

Джерело: World Bank World Development Indicators за відповідні роки (www.worldbank.org).

Дана проблема є особливо важливою з міркувань глобальної фінансової стабільності і стабільності системи резервних активів, оскільки потенціал трендового зростання вартості активів країн з ринками, що формуються, закладає основи для раціонального сприйняття такого тренду як фундаментальної тенденції. Приплив капіталів завжди буде підштовхувати ринок вгору і у цей же час перебувати в стані очікувань його корекції, якщо існуватимуть навіть незначні загрози короткострокових коливань. Саме це призводитиме до ситуації, коли ризик переоцінки ринку перетвориться на перманентний, а схильність до генерації внутрішніх дисбалансів стане структурною рисою. Чутливість до коливань глобальної ліквідності також є важливою. Глобальна

ліквідність на фазі експансії уможливорює швидке перетворення на бульбашку прискореного вирівнювання вартості активів, так само як може перетворити незначну корекцію ринку на затяжну депресію ринку активів на фазі стиснення. Інституціональні відмінності між приймаючими країнами є іншим проявом проблеми, оскільки вони формують профіль асиметрій в структурі потоків капіталу приймаючої країни. Табл. 48 узагальнює джерела макрофінансової нестабільності, пов'язані із суттєвим відхиленням цін активів в країнах з ринками, що формуються, від фундаментально рівноважного випереджаючого реальну конвергенцію тренду.

**Таблиця 47. Ринкова капіталізація
та кількість компаній лістингу**

	Капіталізація ринку акцій, млн. дол. США		Кількість національних компаній у лістингу		Загальна вартість випущених боргових паперів, млрд. дол. США	
	2005	2012	2005	2012	2011	2014
США	16 970 865	18 668 333	5143	4102	32 109,9	34 946,7
Японія	4 736 513	3 680 982	3279	3470	15 674,1	12 966,0
Велика Британія	3 058 182	3 019 467	2759	2179	5 555,4	6 214,4
Німеччина	1 221 250	1 486 315	648	665	4 383,1	4 286,4
Китай	780 763	3 697 376	1387	2494	3 398,2	4 248,2
Бразилія	474 647	1 229 850	381	353	-	-
Гонконг	693 486	1 108 127	1020	1459	216,0	338,6
Індія	553 074	1 263 335	4763	5191	-	-
Індонезія	81 428	396 772	335	459	-	-
Корея	718 180	1 180 473	1620	1767	-	-
Мексика	239 128	525 057	151	131	-	-
Росія	548 579	874 659	296	276	350,8	509,1
Сінгапур	316 658	414 126	685	472	240,7	352,7
ПАР	565 408	612 308	388	348	-	-
Туреччина	161 537	308 775	302	405	252,7	300,8

Джерело: World Bank World Development Indicators за відповідні роки (www.worldbank.org) та BIS Security Statistics за відповідні роки (www.bis.org).

Найбільш вразливими в даному випадку стануть якраз ті країни, валюти яких будуть найбільш інтернаціоналізованими, оскільки для останнього потрібні висока ступінь відкритості, відсутність обмежень на переливи капіталів та зовнішній попит. Перетворення таких валют на резервні в сукупності із перманентним ризиком перегріву фінансового сектора створює загрозу для глобальної монетарної стабільності, оскільки макрофінансова стабільність в таких країнах і мотивація до інтернаціоналізації валют спирається на нагромадження резервів, тобто не здійснюється в режимі плаваючого валютного курсу. Це означає, що глобальний рівноважний приплив капіталу у відповідь на підвищувальний тренд активів таких країн та додатковий попит на активи, що стають резервними внаслідок інтернаціоналізації, посилює конфлікт між трендом вартості активів та конкурентоспроможністю, яка є основою платіжного профіциту, що є джерелом нагромадження резервів (отже фактором макрофінансової стабільності) і фактором зростання внеску в глобальні торгівлю та ВВП, які є тригерами переходу на вищу стадію життєвого циклу резервної валюти, генерованого ринковими силами.

Таблиця 48. Джерела макрофінансової нестабільності в процесі фінансової конвергенції

Джерело	Характеристика
Переростання випереджаючого зростання цін активів у фінансову бульбашку	Внаслідок формування раціональних очікувань щодо того, що реальна конвергенція збільшуватиме доходи і, тим самим, гарантовано підштовхуватиме вартість активів вгору, висока вірогідність переростання рівноважного випередження цінами активів зростання доходів у бульбашку призводить до погіршення алокаційної ефективності, зниження кредитних стандартів та підвищення вразливості банківської системи до внутрішніх та зовнішніх розривів в структурі активів та пасивів
Приплив капіталів на ринок активів	Можливості отримання доходу за рахунок зростання ринку перетворюється на фундаментальний фактор припливу капіталів, які розігривають фінансовий сектор. Масштаб припливу на ринок активів є більшим, ніж на ринок боргових зобов'язань, оскільки відсутня верхня межа зростання ціни. Значні обсяги припливу стають фактором розкручування спіралі дисбалансів

Продовження таблиці 48

Проциклічність глобальної ліквідності	Випереджаюче вирівнювання вартості активів, порівняно з вартістю товарів, стає особливо чутливим до коливань глобальної ліквідності. Очікування рівноважного зростання ринку активів заохочує приплив капіталів, але також збільшує запозичення резидентів та схиляє їх до більш ризикової поведінки. Наявність раціональних очікувань щодо вірогідності перетворення рівноважного випереджаючого зростання вартості активів у бульбашку також означає, що на фазі стиснення глобальної ліквідності корекція ринку активів може бути описана з допомогою моделі гіперреакції Дорнбуша
Завищення попиту на резерви в силу сприйняття припливу капіталів як апріорі нестабільного	Випереджаюче зростання вартості активів призводить до того, що фінансові індикатори (агрегований баланс банківської системи, активи пара банківських компаній, зовнішня позиція фінансової системи тощо) також знаходяться під тиском з боку фінансової конвергенції. Оскільки вони так чи інакше зав'язані на індикатори макрофінансової стабільності та критерії достатності резервів, то в сукупності із припливом капіталів випереджаюче зростання вартості активів запускає ендегенне зростання обсягу резервів. Раціональні очікування з приводу нестабільності потоків капіталу заохочують підвищення попиту на резерви з метою самострахування, що тільки поглиблює проблему ліквідності всередині країни і створює надмірний попит на резервні активи закордоном
Прискорене зростання вартості активів як фінансовий акселератор	Очікування рівноважного випереджаючого зростання вартості активів змінює поведінку у реальному та фінансовому секторі в напрямку збільшення споживання та інвестицій. Таргетування профіциту платіжного балансу означає конфлікт між поведінкою абсорбції і валютним курсом. В протилежному випадку виникає ризик швидкого погіршення поточного рахунка
Асиметричне прискорення злету цін на нерухомість	У випадку, коли випереджаюче зростання вартості активів знаходиться під впливом сильного структурного фактора (наприклад, у випадку експортерів, ціни на продукт спеціалізації яких стабільно зростають), а якість інститутів залишається низькою, брак гнучкості реалокації ресурсів призводить до звуження інвестиційних можливостей. Ринок нерухомості, як найбільш доступний варіант інвестицій, перетворюється на епіцентр розкручування дисбалансів, долучаючи кредитний бум. Фінансова система та платоспроможність у реальному секторі стають вразливими до коливання цін на нерухомість. Приплив капіталів на ринок нерухомості ще більше розхитує амплітуду його коливань

Продовження таблиці 48

Асиметричний фінансовий цикл в розрізі декількох ключових країн	Перебування на зміщених підфазах фінансової конвергенції, відмінні інституціональні характеристики, структурні особливості можуть призводити до послаблення синхронності в поведінці ринку активів значимих для глобальної економіки країн. Арбітражні переливи капіталів між ними третіх інвесторів та асиметричний попит на резерви і розміщення їх в активах на ринках третіх країн в розрізі центробанків підвищує волатильність глобального ринку капіталів
Нестабільність глобальних портфельів та флуктуації глобальних потоків капіталу	Фундаментальний характер випереджаючого зростання вартості активів в процесі фінансової конвергенції охоплює різні групи країн, фінансові цикли яких не можуть бути повністю синхронізованими. Це означає перманентне виникнення арбітражних можливостей та джерел стабільного зростання вартості інвестицій на різних ринках активів. Внаслідок цього корекція портфельів також набуває перманентного характеру, а чутливість пристосування портфельів до нових ринкових можливостей ставатиме тим вищою, чим більш взаємозамінними будуть активи. Вони будуть відрізнятись тільки фазою цінового циклу, чого достатньо для значних флуктуацій в потоках капіталів. У випадку, коли рівень ризику буде відрізняти ринки активів в розрізі країн, сегментація може уповільнити реакцію пристосування портфельів на зміни в ціновій кон'юнктурі на різних ринках. Але це відкриває шлях до нішевих стратегій
Погіршення якості глобальних резервів внаслідок набуття валютами приймаючих країн резервного статусу	У випадку перебування країни на тій фазі фінансового розвитку, коли ціни активів швидко зростають, її валюта, інтернаціоналізуючись і стаючи резервною, починає вмещувати ризик ліквідності резервних активів внаслідок нагромадження фінансових дисбалансів та переоцінки внутрішнього фінансового ринку. Чим більшою мірою процес поширення такої валюти, як резервної, співпадає в часі з експансією внутрішнього фінансового ринку, тим більшою мірою якість резервних активів починає визначатись ступенем вразливості такої країни до коливань глобальної ліквідності. На рівні міжнародної валютної системи це означає, що розширення доступу до резервних активів завдяки їх пропозиції з боку релевантної країни означає зниження їх якості. Під час фінансового шоку «зміщення у бік якості» поставить під сумнів ліквідність даних активів, що ускладнить спроможність інших центробанків реагувати на стрес. Чим більшою мірою доступність таких активів за сприятливих обставин вплинула на завищення можливостей центробанків, що збільшили попит на них, нейтралізувати потрясіння, тим вірогіднішим є нагромадження дисбалансів, корекція яких внаслідок кризи обходитиметься дорожче країні

Примітка 1. Узагальнено на основі: Козюк В.В. Фінансовий розвиток та ціни активів у процесі реальної конвергенції: теоретичний вимір та глобальні макрофінансові ризики // Банківська справа. – 2013. - №8. – С. 31-49.

Конфлікт між трендом цін активів у валюті, що інтернаціоналізується, та конкурентоспроможністю

Протиставлення вартості / якості активів, що емітуються країною, яка просуває резервний статус своїх національних грошей, конкурентоспроможності є цілком виправданим. Історичні приклади зміни лідерів на ринку резервних валют не вказують на те, що такі валюти походять з країн, які не перебувають на передньому краї ВВП на душу населення та технологічного рівня. Іншими словами, країни, які наразі інтернаціоналізують свої валюти, не входять в групу лідерів за продуктивністю виробничих факторів, а конвергенція доходів між лідерами та челенджерами так чи інакше передбачатиме корекцію реального обмінного курсу. Челенджери перебувають в стані заниженого щодо ПКС номінального курсу і ухилення від ревальвації якраз вказує на те, що вони прагнуть якомога довше зберігати відхилення від паритету вниз з міркувань цілей економічного розвитку. Конкурентоспроможність на основі заниженого ПКС звичайно не є достатньою умовою успіху у сфері інтернаціоналізації валюти і виконання нею резервних функцій. Важливою також є якість інститутів. Поєднання відносної заниженості курсу щодо ПКС та якість інститутів у випадку країн з ринками, що формуються, однозначно вказує на те, що саме такий мікс є поясненням їхнього найбільш динамічного зростання у порівнянні з іншими країнами²⁷⁵. З огляду на те, що країни, валюти яких інтернаціоналізуються, вже мають достатньо високий рівень доходів на душу населення в межах своєї групи (інакше вони би не сформували ємний внутрішній ринок), а для швидкого зростання потрібне відхилення курсу вниз, але не надто значне, як у випадку найбільш бідних країн та країн, неспроможних підвищувати якість інститутів, зазор такого відхилення може виявитись недостатнім для того, щоб приплив капіталів не був антагоністом конкурентоспроможності. США, Німеччина та Японія (меншою мірою), демонструючи кожна в свій час успіх у боротьбі за резервний статус, не були настільки жорстко обумовлені проблемою наближення курсу до ПКС. Кожна з них

²⁷⁵ Козюк В.В. Якість інститутів та відхилення валютних курсів від паритету купівельної спроможності: наслідки для економічного зростання // Журнал європейської економіки. – 2014. – Том 13 (№1). – С. 3-19.

була в авангарді технологічного лідерства, а розриви в доходах на душу населення з країною-лідером у той чи інший час не були настільки разючими. Фактор втрати конкурентоспроможності, внаслідок наближення курсу до ПКС, та фінансової нестабільності, внаслідок випереджаючого зростання цін активів, були для них якщо не повністю не актуальні, то, принаймні, не актуальні в масштабах, які могли би становити загрозу для глобальної макрофінансової стабільності.

Тиск на курс у бік ПКС буде закономірним наслідком розширення закордонного попиту на валюту та приплив на ринок капіталів внаслідок очікування того, що резервний статус валюти вимагатиме макрофінансової дисципліни. Попит на валюту, як на резервну, є більш радикальним виразом емпірично доведеної закономірності щодо позитивного впливу фінансового розвитку на послаблення зв'язку між припливом капіталів та рухом реального курсу вгору. В більш широкому контексті, в рамках якого наводяться підтвердження цього, мова йде про нейтралізацію «голландської хвороби» з боку спроможності фінансового сектора абсорбувати приплив капіталу²⁷⁶. Але у конкретному випадку валют, що інтернаціоналізуються, ситуація може виглядати інакше. Роль профіциту платіжного балансу та внутрішня макрофінансова стабільність можуть бути протиставлені більшою мірою, а глобальна стабільність може виявитись більш вразливою у випадку, коли валюта-челенджер на ранніх стадіях життєвого циклу демонструватиме конфлікт цілей між зовнішньою та внутрішньою рівновагою. Стабільний приріст внеску країни-челенджера в розподіл глобальної економічної потужності, як фактор успіху утвердження її валюти в статусі резервної, може наразитись на обмеження альтернативи «зростання – конкурентоспроможність – профіцит торгівлі vs гнучкість курсу – фінансова стабільність – повільніші темпи зростання».

Підтримання профіциту платіжного балансу в довгостроковому періоді в умовах підвищення привабливості фінансових ринків країн з середніми доходами буде ускладнюватись. Припущення про те, що профіцит платіжного балансу є несумісний з набуттям резервного статусу валюти слід визнати сумнівним. Швидка

²⁷⁶ Saborowski Ch. Capital Inflows and the Real Exchange Rate: Can Financial Development Cure the Dutch Disease? // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/20. – P. 1-42.

інтернаціоналізація долара, марки та єни, так само як набуття ними резервного статусу відбувались за профіциту торгівлі, що особливо характерно для долара після Другої світової війни та Німеччини та Японії у 1970-1980-х. Попри те, що зона євро схильна до відносного балансу по поточному рахунку, профіцит торгівлі Німеччини є найбільшим в світі. Тобто збереження політики підтримання профіциту швидше за все виступатиме складовою політики інтернаціоналізації. З іншого боку, підтримання профіциту ставатиме тим більш складнішим, чим більшою мірою набуття резервного статусу та очікування випереджаючого вирівнювання цін активів перетворюватиметься на фактор атракції масштабного припливу капіталів. Плавання курсу могло би послабити цю напругу, але реальне зміцнення валюти-челенджера означає корекцію профіциту та можливе сповільнення.

Рис. 19 зображає формальну графічну модель альтернативності між вартістю активів та конкурентоспроможністю країни, валюта якої стає резервною, та траєкторію попиту на неї.

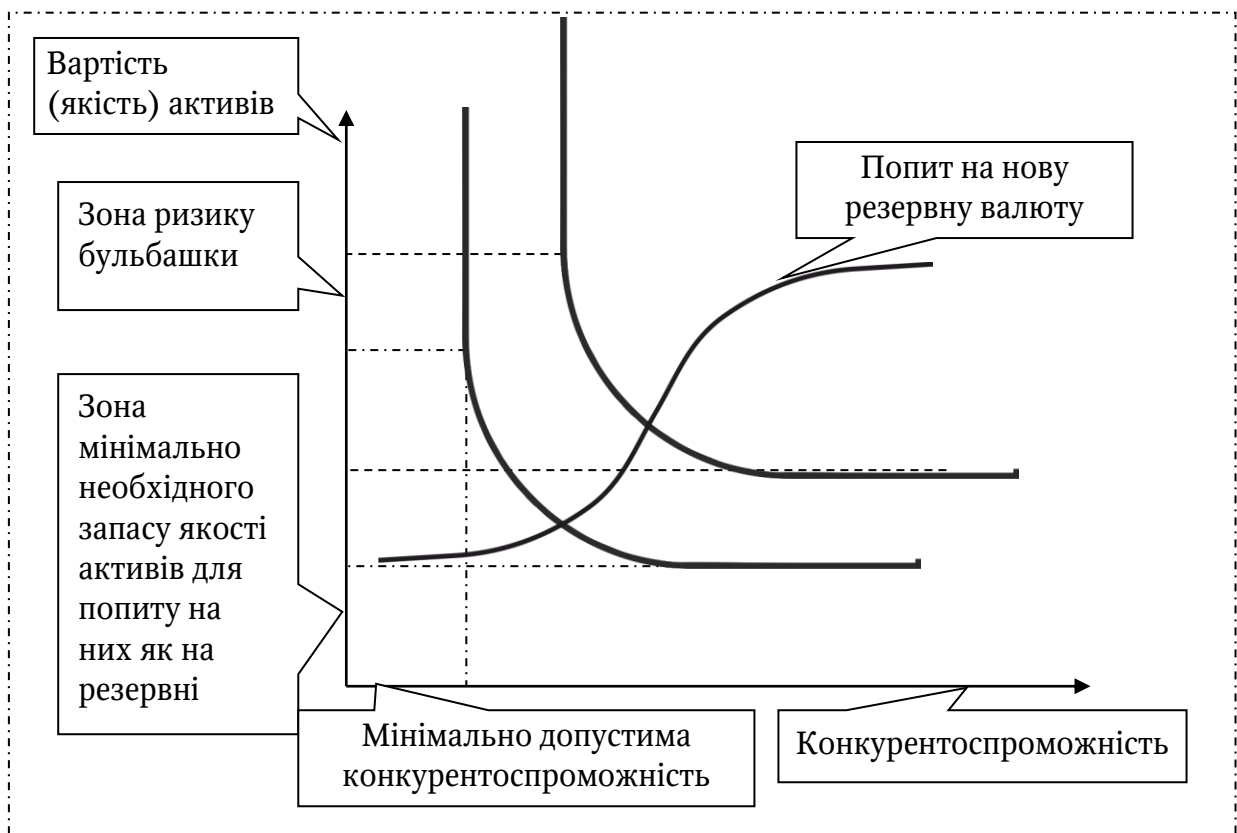


Рис. 19. Обмеження валюти-челенджера, попит на неї на утворення рівноваги на ринку

На рис. 19 обернена залежність між вартістю активів та спроможністю підтримувати конкурентоспроможність не є однорідною. Припускається, що зовнішній попит на валюту, як на резервну, може стартувати тільки з певного рівня набуття активами країни-емітента відповідної якості та ринкової вартості. Також необхідним є мінімально допустимий поріг конкурентоспроможності, перебуваючи нижче за який країна не може мотивувати до володіння активами, які генерує її фінансова система. Траєкторія попиту також є нелінійною. Спочатку попит зростає повільно, але з позиції, що є вище за поріг допустимого мінімального рівня конкурентоспроможності, потім він прискорюється, відображаючи прагнення до кращого поєднання параметрів, що утворюють альтернативу, а потім уповільнюється мірою того, як він перетинає межу, за якою виникає зона ризику перетворення зростаючого тренду вартості активів на фінансову бульбашку. Запізніла реакція на вхід в цю зону є наслідком як обмеженої спроможності ідентифікувати бульбашки в режимі реального часу, так і підвищенням «втрат виходу» з резервної валюти. Експансія країни-челенджера (рух лінії обмежень вправо) позначається на тому, що зона ризику виникнення бульбашки відсувається вгору, відображаючи поглиблення її фінансового ринку, для якого процес конвергенції триває, а резервний статус його прискорює. У цей же час відбувається підвищення порогу мінімально допустимої якості резервних активів. Останнє слід пов'язувати з тим, що експансія нової резервної валюти відбувається шляхом збільшення її частки в зовнішніх активах, внаслідок чого відносне значення якості того, у чому вона розміщується, підвищується; «втрати виходу» з резервної валюти підвищуються, тому для того, щоб їм запобігти, вимоги до їх якості зростають; кількість центробанків, що пред'являють попит на таку валюту, збільшиться, адже до початківців, які ідентифікують себе належними до валютного блоку, доєднаються ті, які прагнутимуть диверсифікації резервів за рахунок відкриття нової можливості. Також підвищення порогу якості слід пов'язувати із ефектом дисципліни початкових етапів життєвого циклу.

Як видно з рис. 19, стадія внутрішнього фінансового розвитку та ємність внутрішнього фінансового ринку не є нейтральними

щодо швидкості вичерпання потенціалу конкурентоспроможності, консистентного з довгостроковим платіжним профіцитом, як одним з важливих факторів, що сприяють економічному зростанню та фінансовій стабільності. Чим більш ємним буде ринок та чим більшою мірою він встигне зблизитись за цінами з рівнем розвинутих країн, тим менш чутливим він буде до припливу капіталів і тим меншою мірою це буде конфліктувати з конкурентоспроможністю як основою інтернаціоналізації валютно-челенджера.

Аналіз моделі та дані табл. 46-47 показують, що практично усі країни з ринками, що формуються, валюти яких інтернаціоналізуються, підпадають під обмеження альтернативи між випереджаючим зростанням вартості активів та конкурентоспроможністю. Втім, структури їх економік та стадія реальної і фінансової конвергенції є достатньо відмінними, внаслідок чого часто масштаб економіки і ємність внутрішнього ринку компенсують перебування на початковій стадії фінансового розвитку і навпаки, завдяки чому аналізована альтернатива в кожному конкретному випадку набуває особливого макрофінансового змісту. Конфлікт цілей, які така альтернатива породжує, формує особливості профілю вразливості окремої країни навіть на тлі спільної дії алгоритму антагонізму між поведінкою вартості активів та конкурентоспроможністю (див. табл. 49). Глобальна економіка може почерпнути лише одну вигоду з цього – валюти не будуть високо взаємозамінними в процесі управління зовнішніми активами, тим самим обмежуючи потенціал коливань потоків капіталу, але не виключаючи їх з огляду на те, що можливості диверсифікації підвищуватимуться.

З табл. 49 видно, що Китай є у більш вигірній ситуації, ніж усі інші країни з ринками, що формуються, але він не позбавлений імунітету від конфлікту такого роду, чим суттєво відрізняється від Німеччини періоду активної інтернаціоналізації марки. До його переваг варто віднести те, що обсяг капіталізації ринку, ємність ринку нерухомості та внутрішній кредит, як і рівень монетизації економіки, однозначно вказують на те, що вплив на макрофінанси такого масштабу можливий виключно на рівні значимих глобально-центричних тенденцій.

Таблиця 49. Макрофінансовий вимір вразливості окремих країн з ринками, що формуються, в аспекті альтернативи зростання вартості активів та підтримання конкурентоспроможності

Країна	Характеристика стану фінансового розвитку	Характеристика факторів конкурентоспроможності	Макрофінансова вразливість
Китай	Початкова. Агресивне нарощування потенціалу вже ємного фондового ринку. Глибокий кредитний ринок	Чутливість до цінових факторів. Значна роль зниження курсу до ПКС. Домінування несировинного експорту	Рух у бік ПКС може суттєвіше спричинитись ефектом Баласи-Самуельсона, а фінансовий розвиток цьому сприятиме. Суттєвий тиск на курс вгору є практично перманентним. Глобально-центричний приплив капіталів може перегріти фінансовий ринок і похитнути конкурентоспроможність
Бразилія	Активний розвиток. Ємний ринок. Слабкі фінансові інститути	Чутливість до світових цін через значну сировинну компоненту. Роль зниження курсу до ПКС важлива	Приплив капіталу суттєво впливає на конкурентоспроможність. Глибина ринку недостатня для того, щоб протистояти глобально-центричному притоку капіталу. Ризик макрофінансової нестабільності є суттєвий
Гонконг	Стадія зрілості. Ємний внутрішній ринок. Активна закордонна експансія	Достатній запас міцності через гнучкість та інноваційність економіки	Приплив капіталу не впливає суттєво на конкурентоспроможність (фіксований курс). Експорт капіталу нівелює проблему конфлікту в суттєвому виразі. Масштаб ринку не значний, щоб фокусувати на собі глобально-центричний приплив капіталів
Індія	Початкова. Активний розвиток та поглиблення ринку. Значний потенціал ємності	Чутливість до цінових факторів. Суттєва заниженість курсу до ПКС	Приплив капіталів може вплинути на конкурентоспроможність, хоча підтримання останньої можливе завдяки дешевизні праці. Слабка фінансова система обмежує привабливість для глобально-центричного припливу капіталу. Мірою зростання масштабів фінансового сектора конфліктність може посилитись, як пошуки альтернативи Китаю

Продовження таблиці 49

Індонезія	Початкова. Повільний розвиток	Певна заниженість курсу до ПКС. Чутливість до цінових факторів	Конфлікт виражений достатньо чітко в силу чутливості фінансового сектора до потоків капіталу, а експорту до коливання курсу
Корея	Відносно зріла стадія. Глибокий внутрішній ринок. Активна експансія закордон	Незначна заниженість курсу до ПКС. Значна роль інноваційних факторів	Конфлікт є суттєвим, оскільки малий зазор між курсом і ПКС може бути швидко подоланий внаслідок глобально- центричного припливу капіталів на ринок, що є достатньо розвинутим та інституціонально привабливим
Мексика	Початкова. Активний розвиток	Незначна заниженість курсу до ПКС. Висока чутливість до коливання умов торгівлі	Конфлікт є суттєвим, оскільки потенціал припливу капіталів є значний, а рух курсу вгору загрожує «голландською хворобою». Чутливість до сировинних цін має відбиток на фінансовому секторі
Росія	Початкова. Активний розвиток	Вкрай висока чутливість до світових цін. «Голландська хвороба». Складність утримання курсу від руху в бік ПКС	Конфлікт є дуже суттєвим. Потенціал розвитку прив'язаний до сировинних цін. Перегрів внутрішнього фінансового ринку є значною проблемою в умовах високих цін на енергоносії. Падіння цін одразу призводить до сповільнення розвитку. Фінансовий ринок вкрай чутливий до припливів та відпливів капіталу
Сінгапур	Стадія зрілості. Ємний внутрішній ринок. Активна закордонна експансія	Достатній запас міцності через гнучкість та інноваційність економіки	Приплив капіталу не впливає суттєво на конкурентоспромож- ність навіть попри плаваючий курс. Масштаб ринку не значний, щоб фокусувати на собі глобально-центричний приплив капіталів
ПАР	Початкова. Активний розвиток	Чутливість до змін умов торгівлі	Приплив капіталу конфліктує з конкурентоспроможністю. Кра- їна не є атрактором глобально- центричного припливу капіталів, але зміна її позиціонування може позначитись на посиленні конфліктності

Продовження таблиці 49

Туреччина	Початкова. Активний розвиток	Заниженість курсу до ПКС є важливою. Чутливість до змін умов торгівлі	Швидке зростання ВВП на душу населення позначається на конкурентоспроможності. Масштабний приплив капіталів посилює конфлікт між трендом вартості активів та експортом, а банківська система час від часу опиняється в стані вразливості
Історичний приклад Німеччини 1970–1980-х	Відносна зрілість. Глибокий ринок. Сильна банківська система	ПКС не був важливим. Продуктивність та інноваційність – основні фактори	Приплив капіталів в окремі періоди обмежувався з міркувань уникнення перегріву економіки. Основна дилема стосувалась підтримання стабільності цін в умовах значного припливу. Як такого суттєвого протиставлення цін активів та конкурентоспроможності не було

З іншого боку, якраз це і є суттєвою проблемою. Китай, навіть обмежуючи приплив капіталів на внутрішній ринок, вже стикається зі значними проблемами щодо бульбашки на ринку нерухомості, а його банківський сектор ніколи не функціонував в режимі значних транскордонних переливів капіталу. Значна частка внутрішнього кредиту, навіть за мірками розвинутих країн (наприклад, в Німеччині – лідері європейського банківського бізнесу – цей показник нижче (табл. 46), сформувалась поза ринковими алокаційними процесами, що мають хоча б мінімальний глобальний вимір. Втім, відкриття внутрішнього ринку Китаю так чи інакше вплине на зміни в глобальних потоках капіталу, чому є ряд підстав.

А) Ринок Китаю тривалий час не був включений в глобальні портфельні стратегії. Навіть попри наявність певної кореляції з глобальними ринками в цілому, він відкриває нові арбітражні можливості, а також дозволяє формувати більш диверсифікований портфель.

Б) Китайський ринок сприймається як ринок зростання. Приплив капіталів на нього передбачатиме формування портфелів,

зорієнтованих на зростання вартості в досить широкому діапазоні доступних компаній. Більшість розвинутих ринків не можуть відрізнитись тим, що на них представлені компанії, вартість яких стабільно зростатиме, що даватиме китайському ринку суттєву перевагу.

В) Ємність ринку вже зараз є значною, що даватиме інвесторам відчуття відносно широкого маневру. Вони не будуть очікувати дуже швидкого перегріву ринку, навіть якщо такі припущення варто розглядати як занадто оптимістичні. Китайський ринок може швидко перегрітись і завдяки внутрішнім факторам, пов'язаним з поведінкою банківської ліквідності.

Г) Моральний ризик може бути істотним. Впевненість в спроможності КНР обмежувати перегрів ринку та гасити тиск на валютний курс завдяки значним резервам заохочуватиме недооцінку систематичного ризику. Його витіснить моральний ризик.

Д) Самонавчання та раціональні очікування, призводячи до ситуації, коли фінансові кризи не повторюються з міркувань типології та ринку походження, є потужними драйверами спрямування капіталів на китайський ринок по тій простій причині, що це один з небагатьох ринків, який не зазнав істотного потрясіння. Він відкриває найкращі можливості в процесі «пошуку доходності».

Е) Затяжне підтримання низьких ставок в розвинутих країнах заохочуватиме зростання інтересу до боргового ринку Китаю. Навіть попри те, що він перебуває на початкових стадіях розвитку, його потенціал має глобальний вимір. Резервний статус юаня посилюватиме інтерес до володіння борговими інструментами з боку приватних структур. Відносна захищеність курсу автоматично означає перевагу доходності по китайських паперах тощо.

Наведені детермінанти атракції глобальних капіталів на китайський ринок мають фундаментальний характер. Звичайно, коротко- та середньострокові коливання глобальної ліквідності можуть вносити корективи як в напрямку більш песимістичних очікувань щодо спроможності китайського ринку не перетворитись на нове джерело глобальної бульбашки, так і в напрямку

підтримання більш паритетних позицій з ринками розвинутих країн. Успіх виходу останніх зі смуги неконвенціональної монетарної політики та сповільнення темпів нагромадження державного боргу швидше за все відтягуватимуть час посилення ризиків перегріву фінансового сектора Китаю внаслідок глобальної реалокатії капіталів, але останнє, маючи саме фундаментальний характер, так чи інакше буде відображенням стабільного підвищення внеску КНР в глобальну економічну потужність. З іншого боку, сповільнення китайської економіки, а також прогнозоване зниження профіциту платіжного балансу²⁷⁷ можуть контрастувати зі зростанням привабливості китайського фінансового ринку. Приєднання останнього до джерел глобальної волатильності на ринках та потоків капіталу суттєво змінить ландшафт глобальної макрофінансової стабільності.

Інтернаціоналізація юаня: стратегія просування «гібридної» резервної валюти та глобальна нестабільність

Можна з впевненістю констатувати, що глобальна стабільність майбутнього вже сьогодні залежить від того, яку стратегію інтернаціоналізації юаня обере Китай і наскільки вона буде успішна. Більшість дослідників однозначні з приводу спроможності «народних грошей» утворити з доларом та євро тріаду валют-лідерів в глобальних макрофінансових процесах. Так само існує одностайність, що цьому передують тривалий час внутрішніх реформ і лібералізація потоків капіталу є найбільш болючіша з них. Саме неготовність і небажання КНР відкривати внутрішній ринок для припливу капіталів і, відповідно, обмеження на його вплив по неторговельних операціях є основною причиною того, чому юань

²⁷⁷ Ряд моделей показує, що велика економіка не може тривалий час підтримувати значний профіцит поточного рахунка, особливо коли мова йде про її швидкий розвиток. У випадку Китаю це означає, що реверс платіжного балансу може бути більш непередбачуваний, ніж це допускається в рамках теорії глобальних платіжних дисбалансів. Див.: Aizenman J., Sun Y. Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters // NBER Working Paper. – 2008. - №13734. – P. 1-18.; 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.

ще нескоро зможе стати повноцінною резервною валютою, навіть тоді, коли інші передумови для цього давно вже будуть актуалізовані²⁷⁸.

Аналіз вигод інтернаціоналізації юаня також вказує на те, що вони будуть реалізовані повною мірою у випадку, коли Китай зможе досягнути такого рівня фінансового розвитку, що транскордонні переливи капіталів не будуть джерелом вразливості його фінансової системи, а гнучкий валютний курс – конкурентоспроможності. А це може відбутись виключно в довгостроковій перспективі. До того моменту Китай залишиться частково відкритим із значним контролем за рухом капіталу²⁷⁹. Б. Коен більш скептичний в оцінках політики інтернаціоналізації юаня. Він визнає, що враження про її агресивність може скластись на підставі об'єктивної оцінки дій КНР та партнерів, які готові прийняти політику останнього. Але також дії в їх структурній екстраполяції на цілісність виконання національними грішми функцій міжнародної валюти явно не відповідають заявленим амбітним цілям. На думку Коена, насправді Китай не проводить настільки активно політику інтернаціоналізації, як про це можна думати²⁸⁰. На думку Коена, багато дослідників розглядають майбутнє юаня як долю, настільки вони переконані в детермінуючих силах масштабів китайської економіки. Досягнення очікуваних сподівань на рівень інтернаціоналізації може відбутись тільки внаслідок цілого набору супутніх трансформацій, які не є механічними похідними обсягів ВВП та торгівлі КНР (адекватний розвиток внутрішнього фінансового ринку, конвертованість, довіра до політичних

²⁷⁸ Lee Jong-Wha. Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? // Asian Development Bank. – 2010. – June. – P. 1-33.; Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific // BIS Papers. – 2011. - №61. – P. 1-236.; Prasad E., Ye L. The Renminbi's Role in the Global Monetary System. – 2011. – P. 1-32.; Vallee Sh. The Internationalization Path of the Renminbi // Bruegel Working Paper. – 2012. - №5. – P. 1-40.; Dailami M., Masson P. Prospects for a Multipolar International Monetary System // Danish Institute for International Studies Report. – 2011: 13. – P. 1-64.

²⁷⁹ Huang Y., Lynch C. Does Internationalizing the RMB Make Sense for China? // Cato Journal. – 2013. – Vol. 33. - №3. – P. 571-585.

²⁸⁰ Cohen B. The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy. – 2012. – P. 1-11.

інститутів, цінова стабільність, диверсифікація торгівлі, можливість запобігати геополітичним тертям тощо)²⁸¹.

Суперечливе ставлення до інтернаціоналізації також проглядається в позиціях провідних економістів Народного банку Китаю. Лібералізація операцій рахунку капіталу на тлі значних дисбалансів у фінансовому секторі КНР не виключає того, що інтернаціоналізація наразі є передчасною і не виключає потреби у більш градуалістському підході²⁸². Набуття юанем резервного статусу в цьому відношенні є ще більш складним завданням, навіть попри те, що політика інтернаціоналізації не приховує прагнення утвердити «народні гроші» як валюту, в якій розміщуються зовнішні активи. Те, наскільки інституціональні фактори є важливі при формуванні статусу резервної валюти, доводять і китайські дослідники. Наприклад, використання методик визначення зв'язку між часткою глобальних резервів, що припадають на конкретну ключову валюту, та індикаторами масштабу економіки в екстраполяції на майбутнє вказують, що юань може претендувати на 12% зовнішніх активів центробанків. Додавання факторів, які відображають якість інститутів, знижує це значення до 2%, що на думку самих дослідників є більш реалістичним на найближчий час²⁸³.

Інтернаціоналізація може розглядатись як стимул до внутрішніх структурних реформ, які би навряд чи би впроваджувались, якби не прагнення посилити глобальне значення юаня, а обережність в рішеннях щодо потоків капіталу слід пояснювати неготовністю самого Китаю до виконання юанем повноцінних резервних функцій. Іншими словами, Китаю би хотілось, щоб юань ставав резервною валютою паралельно з діями, які би окреслювали шлях в цьому напрямку, але до кінця до цього би найближчим часом не приводили, завдяки чому можна було би

²⁸¹ Cohen B. Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2014. - №453. – P. 1-26. В цій праці Коен наголошує, що стосовно марки ФРН та єни у свій час також були оптимістичні припущення про їхню майбутню роль, але вони не виправдались, особливо щодо японської валюти.

²⁸² Yu Y. Revisiting the Internationalization of the Yuan // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2012. - №366. – P. 1-26.

²⁸³ Huang Y., Wang D., Fan G. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2014. - №482. – P. 1-30.

з впевненістю сказати, що «народні гроші» – квазі-резервна валюта з асиметричною спроможністю задовольняти потреби у сфері нагромадження зовнішніх активів. В першому наближенні це означає, що КНР прагне до одностороннього перерозподілу вигод від резервного статусу своєї валюти без жодного тягара обмежень на власну політику, емітуючи США. Однак, розрив в якості активів, потенціалі стабільності фінансової системи та, зрештою, масштабі та діапазоні «додаткових сервісів» резервної валюти між долларом та юанем говорить про потенційну небезпеку для глобальної економіки з боку прагнення КНР бути лідером без «контрибуції» в підґрунтя для цього. Такі висновки можна зробити, виявляючи особливості політики інтернаціоналізації «ренмінбі».

По-перше, контроль за потоками капіталу відіграє принципову роль в режимі монетарної політики. Кількісні орієнтири щодо депозитних та кредитних ставок, раціонування кредиту та секторні обмеження є основними інструментами НБК. Обов'язкове резервування може знизити вразливість банківської системи до припливу капіталів, але не гарантувати повного усунення спотворень у фінансовому секторі²⁸⁴. Явна невідповідність між рівнем розвитку фінансової системи та інструментами і режимом монетарної політики в Китаї пояснює, чому лібералізація потоків капіталу постійно відсувається. Перехід до ринкових інструментів паралельно із розширенням діапазону коливань валютного курсу та процентних ставок навряд чи можливий, оскільки це однозначно означає різке обмеження спроможності НБК впливати на широкий спектр макроекономічних процесів одразу у внутрішньому та зовнішньому вимірі. Структурні зміни в монетарній політиці мають іти першими. Послідуюча зовнішня лібералізація дозволить фінансовій системі адаптуватись до ринкового формату, рівновага на ринку грошей та капіталів буде знайдена і потоки капіталу додаватимуть свій вплив вже після того, як вона утвориться завдяки внутрішнім факторам. Протилежний варіант можливий (внутрішня рівновага пристосовується до утвореного балансу в потоках капіталу), але він однозначно менш контрольований. У 2012 р. Китай продемонстрував, що фінансова

²⁸⁴ McCauley R. Renminbi Internationalization and China's Financial Development // BIS Quarterly Review. – 2011. – Dec. – P. 41-56.

стабільність є важливим пріоритетом монетарної політики, коли підвищення ставок стало наслідком появи сигналів перегріву ринку нерухомості. В сукупності з жорстким слідуванням курсу цінової стабільності це створюватиме надійну основу для монетарних реформ. Суспільний інститут цінової та фінансової стабільності позитивно позначатиметься на обмеженнях схильності до внутрішніх монетарних стимулів. Вони повністю зосереджуватимуться в площині зв'язку між валютним курсом, резервами та створюваною на їх основі граничною ліквідністю. Проте, при масштабній реалокації глобальних капіталів ринкових інструментів стримування перегріву фінансового сектора в сукупності із запобіганням втрати конкурентоспроможності може бути замало. Швидше за все Китай буде слідувати гібридній стратегії відстаючих реформ у сфері зовнішньої лібералізації при збереженні можливостей запровадження активної та селективної політики контролю за рухом капіталу. І чим швидше структурні реформи наблизатимуть КНР до сучасної моделі монетарної політики, тим більше остання підпадатиме під дію сил, що породжують макрофінансові дилеми в стилі протиставлення ділового та фінансового циклу. Для інтернаціоналізації юаня це може мати неоднозначні наслідки. Гібридна макрофінансова стабільність буде приваблювати капітал, але гальмуватиме набуття резервного статусу в масштабах, необхідних для того, щоб конкуренція долару та євро мала глобальні стабілізуючі наслідки.

По-друге, політика інтернаціоналізації юаня іде в унісон зі стратегією торговельної експансії. Вони взаємопідсилюють один одного. Поштовхом до активного просування юаня як валюти, з допомогою якої фінансується китайський експорт, став різкий обвал глобальної торгівлі, зокрема торгівлі в Азії, у відповідь на стиснення доларової ліквідності. В силу того, що експорт є основним рушієм зростання китайської економіки, підвищення його залежності від коливання глобальних фінансових умов розглядається в КНР як неприйнятні наслідки функціонування монополізованої доларом США міжнародної валютної системи²⁸⁵. Розширення можливостей у сфері фінансування експорту за

²⁸⁵ Campanella M. The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System // European Center for International Political Economy Working Paper. – 2014. - №1. – P. 1-17.

рахунок юаня дозволяє КНР вирішити одразу декілька ключових завдань: зменшити залежність експорту і зростання від глобальних фінансових умов, у визначенні яких домінують США; забезпечити інтернаціоналізацію реальним підґрунтям у вигляді когерентного розширення експортних можливостей з можливостями його фінансування у власній валюті; зменшити тиск на резерви; розширити мережу операцій з юанем на глобальному валютному ринку, створюючи передумови для дії ефекту мережі на користь «народних грошей» як міжнародної валюти.

Трансформація структури глобальної торгівлі достатньо сприяє інтернаціоналізації юаня по торговельних каналах. Так, зростання обсягів китайського імпорту в категоріях ВВП країни-партнера за 2000-2010 рр. для країн Азії (не членів ОЕСР) склало 2,8%, країн Азії (членів ОЕСР) – 4%, країн Європи (членів ОЕСР) – 1,5%, країн Африки – 0,4%, країн Американського континенту 1,0%²⁸⁶. Обсяги глобальної торгівлі в юанях зростають швидкими темпами. Якщо у 2009 р. вони були мізерні, то вже у 2011 р. перевищили 600 млрд. юаней, що складає понад 8% усієї глобальної торгівлі²⁸⁷. Завдяки розширенню китайського імпорту в структурі кінцевого та проміжного споживання в усьому світі вірогідність виникнення ефекту мережі суттєво підвищується, що тим більше активно підтримується самим Китаєм. Політика останнього у сфері укладання угод про дво- та багатосторонні свопи на операції в національних валютах відображає найбільш активні дії у сфері інтернаціоналізації. Свопи дають гарантію, що операції не будуть обмежені браком ліквідності сторін. Оскільки вони є макроекономічним інструментом, то вони не спотворюють мікроекономічну алокаційну ефективність. Угоди укладаються партнерами, які зацікавлені в трансакціях. Свопова лінія мінімізує операційні ризики банків-контрагентів, нейтралізує валютні ризики і, паралельно, є свого роду стабілізаційною гарантією.

Початок політики укладання свопових угод стартує з 2001 р. в рамках розширення реалізації ініціативи Чіанг Мей з допомогою двосторонніх угод Китаю з країнами-партнерами. Проблеми з пошуком оптимальної формули фінансової регіоналізації в Азії

²⁸⁶ Ibid. – P. 11.

²⁸⁷ Dailami M., Masson P. Prospects for a Multipolar International Monetary System // Danish Institute for International Studies Report. – 2011: 13. – P. 29.

підштовхнули до більш активного застосування двостороннього підходу²⁸⁸. Однак, якщо до 2007 р. угоди щодо двосторонньої підтримки ліквідності країн-учасниць передбачали застосування долара і національних валют, то після 2007 р. – виключно юаня і національних валют. Також, якщо до 2007 р. країни-партнери були виключно азійськими, то після – почали охоплювати практично усі континенти (див. табл. 50). Зміни в політиці Китаю щодо вибору валюти двосторонніх свопів пов'язані виключно з одним – прагненням вивести регіональну фінансову інтеграцію в Азії з впливу долара та в більш широкому міжнародному контексті – сформувати мережу розрахунків в юанях.

Таблиця 50. Двосторонні своп-угоди КНР з 2008 р.

Країна	Дата	Сума, млрд. юаней	Країна	Дата	Сума, млрд. юаней
Корея	12.12.2008	180	Узбекистан	19.04.2011	0,7
	26.10.2011	360	Монголія	06.05.2011	5
Гонконг	20.01.2009	200		20.03.2012	10
	22.11.2011	400	Казахстан	13.06.2011	7
Малайзія	08.02.2009	80	Таїланд	22.12.2011	70
	08.02.2012	180	Пакистан	23.12.2011	10
Беларусь	11.03.2009	20	ОАЕ	17.01.2012	35
Індонезія	23.03.2009	100	Туреччина	21.02.2012	10
Аргентина	02.04.2009	70	Австралія	22.03.2012	200
Ісландія	09.06.2010	3,5	Україна	26.06.2012	15
Сінгапур	23.06.2010	150	Бразилія	26.03.2013	190
	07.03.2013	300	Велика Британія	22.06.2013	200
Нова Зеландія	18.04.2011	25	Разом 2206		

Джерело: Huang Y., Wang D., Fan G. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2014. - №482. – Р. 5.

Можна вважати, що двосторонні свопи, які сприяють торгівлі, у поєднанні з жорсткими обмеженнями на операції з капіталом, є

²⁸⁸ Francoise N. Post-Crisis Regional Financial and Monetary Cooperation in East Asia: A View from Europe // www.apeaweb.org.

ключовою стратегічною лінією на отримання асиметричних переваг в процесі гібридної інтернаціоналізації. Найвірогідніше, більшість країн-партнерів буде ще тривалий час мати з Китаєм дефіцит торгівлі. Свопові лінії будуть призводити до того, що їхні банки, постійно перебуваючи в стані перевищення платіжних вимог у юанях зобов'язань у власних валютах, зростаючою мірою ставатимуть залежними від еластичності пропозиції ліквідності саме в юанях. З іншого боку, відсутність ліквідного ринку юаней призводитиме до того, що залишки у цій валюті зростатимуть. В глобальному вимірі це призводитиме до виникнення ситуації, коли банківські структури нагромадять активи в юанях, які неможливо буде ще тривалий час використовувати з фінансово-інвестиційною метою, а тільки – з торговельною.

Такий опосередкований примус до торгівлі товарами, а не активами, породжує нову форму «надмірної привілеї» – операції по товарах в національній валюті задля стимулювання глобальної експансії експорту без операцій з активами, які загрожують перегрівом фінансового сектора і погіршенням конкурентоспроможності. В світлі ряду підходів до рівноважних дисбалансів²⁸⁹ така політика Китаю є асиметричною відповіддю на структурні переваги США, які мають значний дефіцит поточного рахунка, приваблюють капітал на борговий ринок під низькі проценти у власній валюті, а інвестують закордон у власній валюті, але у високо доходні активи, виражені як в доларах, так і в національних валютах. Китай, у свою чергу, має значний профіцит торгівлі, залучає ПІІ в іноземній валюті, інвестує закордон не в своїй валюті, але його кумулятивні зовнішні активи майже вдвічі перевищують зовнішні зобов'язання, тоді як для США зовнішні зобов'язання дещо перевищують зовнішні активи²⁹⁰. В таких умовах США має перевагу в процентному диференціалі, а коливання курсу долара можуть бути однаково вигідні: підвищення – зменшення вартості

²⁸⁹ Gourinchas P.-O., Rey H. From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege // G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment. – Ed. by R. Clarida. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – P. 11-55.; Gourinchas P.-O., Rey H. International Financial Adjustment // Journal of Political Economy. – 2007. – P. 665-703.

²⁹⁰ Dailami M., Masson P. Prospects for a Multipolar International Monetary System // Danish Institute for International Studies Report. – 2011: 13. – P. 31.

зобов'язань; зниження – покращення конкурентоспроможності та збільшення вартості активів. Китай отримує перевагу у вигляді створення стимулів для експорту без ризику внутрішньої фінансової дестабілізації, але він вразливий до коливання курсу, коли його підвищення погіршуватиме конкурентоспроможність і зменшуватиме вартість зовнішніх активів. Гібридна інтернаціоналізація зменшує вразливість конкурентоспроможності від коливань юаня до долара, а вивіз капіталів зменшує тиск резервів на ліквідність банківської системи.

По-третє, масштаб нагромаджених резервів вже позначився на зміні моделі управління ними. Дві основні форми інвестиційної схеми диверсифікації резервів – функціонування Китайської інвестиційної корпорації (КІК, заснована у 2007 р.) та реалізація програми фінансування державних корпорацій у сфері ППІ закордон – не тільки підвищують їх доходність, але й зорієнтовані на підвищення ролі юаня в глобальних фінансах. Так, КІК стартувала з позиції у 200 млрд. доларів активів в управлінні, а вже через чотири роки вартість її портфеля подвоїлась. Доходність активів на 2012 р. склала 10,65%, а чиста доходність – 5%, що вище, ніж приносять боргові інструменти розвинутих країн. При цьому, якщо спочатку 48% активів КІК припадало на суверенні інструменти, то на сьогодні їх частка знизилась до 25%. Програма фінансування державних корпорацій у сфері закордонної експансії також відрізняється масштабністю. Завдяки її реалізації китайські ППІ закордон склали у 2012 р. 62,5 млрд. дол. США²⁹¹.

Інвестиційна форма використання резервів найочевидніше буде супроводжуватись поєднанням пов'язаного придбання активів закордоном з переходом на розрахунки в юанях по товарних позиціях. Особливо це стосуватиметься участі Китаю в проектах у реальному секторі. Найвірогідніше в зону такого «м'якого примусу» до згоди прийняти інтернаціоналізацію юаня підпадуть ті країни, які мають певні труднощі у сфері припливу ППІ та недостатності резервів. В світлі того, що такі країни здебільшого потерпають від проблеми детермінованості низького припливу

²⁹¹ Campanella M. The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System // European Center for International Political Economy Working Paper. – 2014. - №1. – P. 6.

капіталів, погіршення конкурентоспроможності та втечі капіталів закордон якістю інститутів, потенціал їхньої співпраці з МВФ обмежений політичної згодою на структурні реформи. Китай в такій ситуації може перейняти на себе роль квазі-кредитора останньої інстанції у вигляді входження на ринок через проекти у реальному секторі та прив'язування країни до фінансування китайського імпорту у його валюті. В короткостроковому періоді для приймаючої країни ситуація виглядає прийнятною з макрофінансової та політико-інституціональної точки зору. Підтримання макрофінансової стабільності з допомогою китайського капіталу співпадає зі статусом кво у сфері політико-дистрибутивних конфліктів. В довгостроковому періоді країна може опинитись в залежності від перманентних ін'єкцій з боку КНР, яка прагнучиме компенсувати фінансові ризики політичними та геополітичними вигодами. Звичайно, інвестиційний менеджмент валютних резервів через фонд суверенного багатства звужує можливості прямого тиску в напрямку згоди на розрахунки в юанях. Однак, просування ролі квазі-кредитора останньої інстанції повинно кореспондувати з вигодами, а перемішування геополітичної їх форми із формою інтернаціоналізації юаня в рамках торговельних операцій стане прикметною рисою китайської економічної дипломатії.

По-четверте, інтернаціоналізація по фінансових каналах має характер дозованого впливу на внутрішній ринок активів із паралельним тестуванням потенційних масштабів офшорних операцій з юанем. Створення офіційного офшорного ринку для операцій з капіталом у юанях в Гонконгу має декілька важливих місій. Залишки по торговельних операціях, що осідають на рахунках в глобальній банківській системі, можуть бути розміщені в інструментах виключно через Гонконг. Це дозволяє чітко локалізувати повернення потоків капіталу у материковий Китай і при цьому не позбавити торговельних партнерів формальних гарантій, що їхні залишки на рахунках в юанях не можуть бути використані для фінансових операцій. Інша місія – створення ринку, на якому китайські компанії могли би розміщувати зовнішні боргові зобов'язання у юанях.

У 2004 р. банкам було дозволено відкривати рахунки у ньому (офіційно запущена схема у 2004 р. реально почала працювати з 2010 р. внаслідок зняття ряду регуляторних обмежень), а з 2010 р. – запозичувати фонди для фінансування діяльності на материк (так званий ринок Дім-сам). З 2010 р. ринок Дім-сам також було відкрито для не-фінансових компаній та транснаціональних корпорацій, які працюють на китайському ринку. У 2005 р. було започатковано створення ринку Панда-облігацій у Шанхаї. На нього допускаються нерезиденти (насправді обмежене коло учасників, які підпадають під певний перелік критеріїв) для розміщення зобов'язань в «ренмінбі». У 2009 р. міністерство фінансів випустило на цьому ринку незначний обсяг облігацій. Призначення – не стільки задоволення фінансових потреб, скільки запуск ринку та розширення кількості доступних інструментів, окрім депозитів в банках Гонконгу.

В кількісному виразі успіх фінансової інтернаціоналізації юаня не виглядає переконливим, окрім швидкості нарощування обороту в окремих сегментах офшорного ринку. Так, депозити, деноміновані в юані, у 2010 р. склали 79 млрд., а на початок 2012 р. – 587 млрд. На 2013 р. їх обсяг зріс до майже 700 млрд. Максимальний обсяг таких депозитів у 2011 р. був еквівалентний 10% усіх депозитів Гонконгу. Обсяги операцій на Дім-сам ринку за декілька років після запуску зросли до понад 20 млрд. юаней (понад 3 млрд. дол. США) по інструментах строком 2-3 роки, а на початок 2012 р. номінальна вартість усіх випущених облігацій в юанях на офшорному ринку склала 130 млрд., що еквівалентно 20 млрд. дол. США. Обсяги запозичень через Панда-облігації склали 5 млрд. юаней (750 млн. дол. США)²⁹².

З наведених даних видно, що окрім суттєвого зростання офшорних депозитів в юанях, реального глобально значимого прогресу у фінансовій інтернаціоналізації юаня не простежується. Відмінності в поведінці курсу юаня на оншорному та офшорному ринку підтверджують, що еластичного зв'язку між ними наразі

²⁹² Campanella M. The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System // European Center for International Political Economy Working Paper. – 2014. - №1. – P. 10.; Cohen B. The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy. – 2012. – P. 3-4.

немає. Ліквідність на кожному з них індивідуально впливає на процеси ціноутворення, тоді як глобальне негативне ставлення до ризику розширює діапазон коливань диференціалу між курсами²⁹³. З одного боку, це вказує на те, що ринок не настільки глибокий, щоб зміни в глобальному ставленні до ризиків були нейтральними щодо поведінки ринку. З іншого, – існує асиметрія якості активів на кожному з ринків, включаючи доступність кредитування останньої інстанції чи наявність інституту макет-мейкера.

Відносний успіх у збільшенні офшорних депозитів не слід пов'язувати з прогресом фінансової інтернаціоналізації. Це є наслідок випереджаючої торговельної інтернаціоналізації «ренмінбі», завдяки якій касовим залишкам немає альтернативного розміщення, окрім як осідати на депозитах в Гонконгу. Китайські компанії отримують дозвіл на запозичення у Гонконгу також для того, щоб відбулась хоча б якась алокація залишків по торговельних операціях зі всього світу. Відносний офшорний баланс між активами і зобов'язаннями в юанях виконує і макроекономічну функцію. Залишки по торговельних операціях – нереалізований випуск і, відповідно, відкладений сукупний попит, компенсація чого забезпечується через доступ до запозичень, які його відновлюють. Важко визначити пряму макрофінансову ефективність такого способу впливу на сукупний попит, але саме головне, що вона вмонтована в процес інтернаціоналізації. В силу збереження даної тенденції не виключено, що розрив між запасом юаней по глобальній банківській системі та можливостями їх фінансового використання призведе до створення євроринку у китайській валюті, який буде обслуговувати потреби нерезидентів²⁹⁴. Навряд чи він буде мати щільний зв'язок з кон'юнктурою ринку всередині Китаю, але, принаймні частково, інтернаціоналізувати юань за межами компетенції офіційних регуляторів КНР він допоможе.

Більш уважний погляд на інтернаціоналізацію показує, що КНР не стільки прагне розширити зону використання «народних

²⁹³ Funke M., Shu Ch., Cheng X., Eraslan S. Assessing the CNH-CNY Pricing Differential: Role of Fundamentals, Contagion and Policy // BIS Working Paper. – 2015. - №492. – P. 1-26.

²⁹⁴ He D., McCauley R. Eurodollar Banking and Currency Internationalization // BIS Quarterly Review. – 2012. – June. – P. 33-46.

грошей», скільки забезпечити мережу їх обігу без можливостей еластичної рецикляції на внутрішньому ринку активів. На ринку Дім-сам не може бути розміщено облігацій більше, ніж усіх глобально акумульованих касових залишків по торговельних операціях. Якщо частина таких залишків осяде в резервах центробанків, або залишиться на рахунках фінансових установ, то обсяг запозичень ще зростатиме, на що Китай відповість розширенням переліку компаній, які допускаються до цього ринку. При збереженні кількісних обмежень на кредит в системі реалізації монетарної політики оборот офшорного ринку в Гонконгу також відобразатиме те, наскільки інвестиційні потреби китайських компаній суперечитимуть інфляційним цілям НБК. Навряд чи це має прямий стосунок до інтернаціоналізації. Швидше, це спосіб експериментувати з пом'якшенням монетарної політики через створення нових можливостей для розвитку офшорного ринку. Невипадково, що Б. Коен заперечує відповідність стратегії інтернаціоналізації юаня її інструментам і тим більше фактичним досягненням у сфері лібералізації контролю за потоками капіталу²⁹⁵. Прив'язка припливу капіталів в юанях до залишків по торговельних операціях через функціонування офшорного ринку та прямі обмеження на приплив капіталу в іноземній валюті на внутрішній ринок активів показують, що Китай вбачає вразливість в конфлікті між підтриманням конкурентоспроможності та поведінкою вартості активів значно більше, ніж інші. Таке упередження щодо короткострокового перегріву ринку і тиску вгору на курс можна сприймати виключно як пересторогу стосовно того, як це позначатиметься на довгострокових наслідках поступового посилення позицій, завдяки яким КНР розраховує на само-запуск ринкового процесу інтернаціоналізації юаня.

Прагнення відтермінувати наближення відповідності критеріям резервної валюти в аспекті мобільності капіталів та фінансової лібералізації вказує на бажання забезпечити впродовж цього часу такий рівень фінансового розвитку, який би нейтралізував вплив рівноважного припливу капіталів на експансію ринку активів та

²⁹⁵ Cohen B. The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy. – 2012. – P. 1-11.

вірогідний перегрів фінансового сектора. Теоретично, таку стратегію можна визнати раціональною. Вона однозначно грає на користь односторонніх вигод Китаю, від дій якого, по-суті, буде залежати те, наскільки швидко сформується нова ринкова структура ринку резервних активів, в який юань вийшов би з гарантованими перевагами. Допоки такі переваги сформовані не будуть, будь-яке зростання частки глобальних резервів в юанях означатиме виключно погіршення їх якості в категоріях ліквідності, доходності та, певною мірою, політичного суверенітету. Китай як квазі-кредитор останньої інстанції перебуватиме в рамках такої викривленої ролі тому, що збільшення попиту на юань, як резервну валюту, означатиме розрив між обсягом резервів та їх якістю, який, даючись знаки під час фінансового стресу, однозначно позначатиметься на виникненні питань про форму доступу до ліквідності в юанях. Це є особливо небезпечно в ситуації ендогенного зростання валютних резервів в умовах подальшої еволюції фінансової глобалізації. Погляд на резерви, як імпліцитну гарантію стабільності, спонукає до припливу капіталів, але чи цей погляд «включає» моніторинг якості резервів залишається відкритим питанням. По-суті, це ніщо інше як асиметрія інформації. Центробанк може приховувати від ринків справжню якість резервів, внаслідок чого зупинка підтримки курсу може відбуватись за вищого їх фізичного обсягу. Для ринків в цілому, – це поганий бенчмарк. Якщо падінню курсу не вдалося запобігти за таких-то резервів, значить потрібні ще більші їх обсяги і так далі. Звідси, допоки операції з активами в юанях не будуть здійснюватись на ліквідному та глибокому ринку, а останній буде флуктувати в діапазоні, що межує з фінансовим стресом чи відвертою бульбашкою, резервні функції «народних грошей» не збільшать «чисте багатство» в глобальній економіці.

4.4. Посилення стабільності мультивалютної системи: макрофінансові засади, міжнародний нагляд за інтернаціоналізацією та монетарна інтеграція

Якщо масштабний приплив капіталів на ринки країн, валюти яких інтернаціоналізуються, підриває глобальну монетарну стабільність і не сприяє вирішенню «дилеми Триффіна», а розширення кількості глобально значимих валют є бажаним з міркувань формування більш конкурентної ринкової структури, одразу постає питання про необхідність ускладнення набору інструментів економічної політики. Активні дискусії з приводу застосування макрофінансових інструментів, чи в більш широкому розумінні – перехід на макропруденційне регулювання, демонструють, що проциклічність фінансової системи може бути нейтралізована без конфлікту з траєкторією змінних бізнес-циклу. В умовах, коли проциклічність фінансової системи країн з середніми доходами визначається глобальною ліквідністю та припливом капіталів, на макрофінансові інструменти покладається відповідальність за нейтралізацію фінансових дисбалансів, внаслідок чого монетарна політика могла би зосередитись на проблемі цінової стабільності, будучи виведеною за межі конфлікту між номінальним курсом, консистентним з конкуренто-спроможністю, та потоками капіталу.

Макропруденційне регулювання: послаблення конфлікту між інтернаціоналізацією та нестабільністю чи пошук нової національно-центричної панацеї

Досвід запровадження макропруденційного регулювання вже продемонстрував певний потенціал впливу на поведінку вартості активів та кредитний цикл. Незважаючи на те, що питання зон відповідальності та інституціонального формату розмежування монетарної та макропруденційної політики залишається ще досі відкритим, країни з середніми доходами виступили явними лідерами в переході на нові практики у сфері забезпечення

макрофінансової стабільності²⁹⁶. При цьому заходи щодо позичальників (обмеження співвідношення «борг щодо доходу» та «позика щодо вартості застави») та кредиторів (ліміти зростання кредитів та обмеження на кредитування в іноземній валюті) виявились значно ефективнішими, ніж, наприклад, буфери ліквідності у сфері обмеження інфляції цін активів²⁹⁷.

Предметні дослідження зв'язку між потоками капіталу та макропруденційними важелями дають конкретніші уявлення про напрям адаптації економічної політики в країнах з середніми доходами до нових викликів. Так, портфельний приплив капіталу на ринки відповідних країн є однозначним наслідком дії глобально-центричних факторів «виштовхування» (з ринків розвинутих країн), а ставлення до ризику – важливою причиною волатильності ринку активів в приймаючих країнах з середніми доходами. Незважаючи на значимість країнних змінних (рівень інфляції, платіжний баланс тощо), рівень цін активів визначається потоками капіталу, що перебувають під тиском глобальних сил²⁹⁸. В даному контексті застосування макрофінансових інструментів може доповнити монетарну політику і, обмежуючи проциклічність фінансової системи, знизити загальну макроекономічну волатильність, оскільки потоки капіталу та фінансова стабільність є визначальними факторами коливань та величини шоків (що доводиться на прикладі азійських країн)²⁹⁹.

Більш комплексний підхід до забезпечення макрофінансової стабільності в країнах з середніми доходами дозволяє окреслити напрям пристосування до процесу трансформації ринкової структури ринку резервних валют. Підвищення волатильності глобальних капіталів є відображенням того, що одразу декілька країн активно включаються в процес інтернаціоналізації. Явне лідерство Китаю, не будучи підтвердженим доступом до

²⁹⁶ Key Aspects of Macroprudential Policy // IMF Policy Paper. – 2013. – June 10. – P. 1-61.; Claessens S. An Overview of Macroprudential Policy Tools // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/214. – P. 1-37.

²⁹⁷ Claessens S., Ghosh S., Mihet R. Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/155. – P. 1-35.

²⁹⁸ Ananchotikul N., Zhang L. Portfolio Flows, Global Risk Aversion and Asset Prices in Emerging Markets // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/156. – P. 1-33.

²⁹⁹ Ghilardi M., Peiris Sh. Capital Flows, Financial Intermediation, and Macroprudential Policies // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/157. – P. 1-31.

внутрішнього ринку активів, посилює вразливість до припливу капіталів інших країн. Можна навіть сказати, що відсутність синхронізації процесів інтернаціоналізації в розрізі набору країн-челенджерів, при збереженні для кожної з них індивідуального профілю конфлікту між траєкторією вартості активів та конкурентоспроможністю, створює небезпеку локальних циклів припливу на окремих ринках, за яким слідує вичерпання потенціалу абсорбції в розумній межі сприйняття ринками ступеня перегріву фінансового сектора та вірогідності виникнення бульбашки, після чого відбувається переорієнтація на інший ринок. Ризик такої ситуації полягає в тому, що до моменту набуття Китаєм відносного потенціалу глибини ринку, прийнятого для його відкриття в рамках політики утвердження юаня в статусі резервної валюти, інші ринки вже будуть «виміряні» такими локальними припливами. Внаслідок цього Китай знову опиниться в стані підвищеної вразливості до припливу капіталів, оскільки інші ринки будуть демонструвати значно більше обмежень з міркувань зростання вартості активів. Макрофінансова політика потребуватиме посиленої координації в глобальних масштабах. Проблема ідентифікації глобально-центричних хвиль, обумовлених факторами «виштовхування», та хвиль, що визначаються факторами «приваблення», породжує невизначеність щодо адекватного вибору інструментів забезпечення макрофінансової стабільності. Розуміння різниці між діями таких факторів є принциповим для правильного позиціонування політики інтернаціоналізації національної валюти в координатах забезпечення макрофінансової стабільності, конкурентоспроможності та економічного зростання. Фактори «виштовхування» можуть не бути пов'язані з процесами інтернаціоналізації, але можуть підривати її основи внаслідок підвищення макроекономічної волатильності, інспірованої проциклічністю фінансової системи. Фактори «приваблення» можуть як пов'язуватись з процесами інтернаціоналізації, а можуть відображати утворення такої конфігурації «ризик-доходність», яка формує відносну преференцію в процесі алокації глобальних портфелів. Глобальний фінансовий цикл з його визначальною

складовою – ставленням до ризику – є не менш важливою спонукальною силою вибору оптимального поєднання монетарних та макропруденційних рішень у вимірі міжнародної координації. В чистому вигляді саме фактори «приваблення» корелюють з інтернаціоналізацією валюти і, особливо, набуття нею резервного статусу.

Найбільш суттєва різниця між впливом потоків капіталу на макрофінансову стабільність в розрізі припливу внаслідок глобально-центричних факторів, країно-центричних, не пов'язаних з набуттям резервного статусу, і країно-центричних, пов'язаних з ним, полягає в характері волатильності з відповідними наслідками для проциклічності. Для перших двох випадків буде простежуватись достатньо проста схема:

фактори «виштовхування» (монетарна експансія та фіскальне домінування, що призводять до заниження ставок, експансія ліквідності та пошук доходності) та фактори «приваблення» (очікування щодо експансії ринку активів, відносна перевага вибору щодо «ризиків та доходності», довіра до політики, забезпеченість резервами) – глобально-центричний та країно-центричний приплив волатильних капіталів – макрофінансова нестабільність (коливання цін активів, цикл зовнішніх запозичень приватного сектора, цикл доларизації пасивів, кредитний цикл, ускладнення зв'язку між валютними резервами та внутрішньою ліквідністю) – посилення конфлікту між макрофінансовою стабільністю та конкурентоспроможністю – пошук оптимального поєднання монетарних та макрофінансових інструментів нейтралізації фінансових дисбалансів.

В другому випадку ситуація відрізнятиметься. На відміну від ув'язки «волатильні потоки – проциклічність фінансової системи – макрофінансова волатильність», резервний статус валюти змінює загальний алгоритм. Приплив капіталів стає перманентний з певною волатильною складовою. Ринок активів, які стають резервними, опиняється в стані довгострокового зниження доходності. Звідси, основною проблемою буде виявлення трансмісійних зв'язків між зниженням доходності ринку резервних активів та нагромадженням макрофінансової вразливості в цілому.

Якщо раніше можна було би обмежитись пошуком зв'язків між падінням ставок на ринку суверенного боргу та зміною в модальності поведінки фінансової системи, яка би відображала примноження вразливості, то в світлі зростаючої вірогідності зміщення медіанного центробанку у бік активного управління резервами такі зв'язки можуть поширюватись і на інші сегменти. Очікування зростання ринку активів країни, валюта якої стає резервною, як відкриває широкі можливості для здійснення політики збереження вартості та підвищення доходності зовнішніх активів, так і породжує ризики, що такі активи будуть перебувати в зоні перманентного ризику корекції своєї фундаментальної вартості. Це означає, що країна, валюта якої набуває резервного статусу, стикається з серйозною проблемою функціонування в середовищі більш низьких процентних ставок та більш еластичної реакції ринку активів на зрушення у ліквідності.

Виникає природне запитання, чи спроможний Китай, в якому монетарна політика ще досі не набула звичних ринкових рис, здійснювати її реформування в сукупності із запровадженням макрофінансових інструментів, паралельно лібералізуючи фінансовий сектор. Це ж питання можна адресувати і іншим країнам, валюти яких інтернаціоналізуються, з поправкою на ступінь їх поточної вразливості до шоків та індивідуальний профіль макрофінансової вразливості. З огляду на те, що не існує однозначного досвіду застосування макропруденційного регулювання в довгостроковому періоді, так само як його поєднання з монетарною політикою, покладатись виключно на нього, як на додатковий інструмент в стилі «правила Тінбергена», не є обачно. Приклад таргетування інфляції, як найбільш академічно визнаної складової утвердження національно-центричного підходу до забезпечення глобальної стабільності, є показовий. Поширення макропруденційного підходу та значний ентузіазм з приводу його спроможності обмежувати проциклічність фінансової системи є продовженням національно-центричної традиції. Однак, успіх у його запровадженні не знімає питання подальшого нагромадження резервів, інфляційного зміщення на системному рівні, підвищення волатильності потоків капіталу внаслідок переходу до іншої

структури ринку резервних валют. Макрофінансові інструменти обмежують проциклічність шляхом досягнення агрегованого ефекту від обмежень, які накладаються на окремих агентів, і більшість з них не впливає напямуч на рішення, наслідком яких є транскордонні потоки капіталу. Ті макрофінансові інструменти, які впливають на такі рішення прямо, так чи інакше перетворюються на складові обмежень по операціях рахунку руху капіталу. Тобто, якщо резервний статус валюти потребує зняття таких обмежень, а наслідок для стримування потоків капіталу генерується на рівні вторинного пристосування ринків до тих рестрикцій, під які потрапили економічні агенти, охоплені впливом з боку, так би мовити, першої хвилі припливу, швидше за все мова може йти про розширення лагу між умовами транскордонних переливів і їх макрофінансовими наслідками. В цьому полягає важлива небезпека національно-центричного підходу до глобальної стабільності: розширення кількості інструментів покращує досяжність цілей, розширення кількості яких диктується змінами в глобальній економіці, але воно не адресовано напямуч тим процесам, які є продуктами взаємодії складно організованих глобальних ринків та політик глобально значимих країн.

Концептуальні напрямки посилення глобальної стабільності

Перетворення валют країн-челенджерів, особливо юаня, на резервні чи квазі-резервні не повинно розглядатись як фінальна точка трансформації глобального монетарного порядку. Переваги мультивалютності, навіть якщо вона обмежуватиметься рамками асиметричної олігополістичної конкуренції провідних валют та ряду валют другого ешелону, по-справжньому проявляться тільки у випадку, коли вирішення проблеми інфляційного зміщення системи та триваючого нагромадження валютних резервів поєднуватиметься зі зниженням вразливості світу до курсової волатильності та нестабільності потоків капіталу. Поєднання цього може досягатись на декількох рівнях.

Рівень країн. Макропруденційне регулювання як спосіб зниження попиту на резерви.

Не викликає сумнівів необхідність посилення макрофінансових підходів в структурі політики, адресованій проблемі зв'язків між потоками капіталу та фінансовою стабільністю. Нейтралізація глобальних шоків в площині фінансових циклів всередині країни є критерієм ефективності такої політики. Як показано вище, теоретичні та емпіричні розробки вказують на те, що макрофінансові інструменти можуть суттєво доповнити прогалину між цілями щодо забезпечення фінансової та макроекономічної стабільності та збереженням вигод від нарощування фінансової відкритості. В чистому вигляді запровадження макрофінансового підходу не означає експліцитних наслідків для змін в політиці нагромадження зовнішніх активів, тим більше, що така політика вже вийшла за рамки збільшення валютних резервів виключно і стосується більш широкого підходу до управління національним багатством у формі зовнішніх активів, делегованого відповідним фондам. Аналогічно, моделі конкурентного нагромадження резервів однозначні з приводу того, що поведінка потужного гравця може впливати на колективний вибір домінуючої стратегії. В умовах посилення конфлікту між країнами, що продовжують політику кількісного пом'якшення, та потерпають від припливу ліквідності, уникнути нагромадження резервів в чистому вигляді неможливо. Уникнення ревальвації ставатиме дедалі більш структурно еквівалентно конкурентним девальваціям. У цей же час, вихід зі смуги кількісного пом'якшення активізує ризики реверсу приватної ліквідності. Країни, які ще нещодавно потерпали від надлишку припливу капіталів, можуть зіткнутись з проблемою зміни тенденції. Уникнення ревальвації обернеться конкурентною згодою на девальвацію. Збереження попиту на резерви в таких умовах виглядає неминучим. Втім, це не означає, що усталення практик застосування макрофінансових інструментів не вплине позитивно на цільові установки щодо володіння резервними активами.

По-перше, нейтралізація, або обмеження бумів на ринку активів з допомогою макрофінансових заходів, матиме вплив на ту

частину припливу капіталів, яка фокусується на ринку, який демонструє стабільне підвищення цін. Мається на увазі, що потоки капіталів будуть обмежуватись впливом на ринок не тільки напряму, але і також через супутні сегменти. Наприклад, макрофінансові важелі обмежують спроможність позичати і запозичувати проти активів, ціни на які зростають, у той час як банки втрачають мотивацію до значних зовнішніх запозичень з метою внутрішнього кредитування. Сповільнення нарощування зовнішніх боргів приватним сектором зменшує тиск на резерви як на фазі припливу капіталів, так і на фазі відпливу. Резерви ставатимуть менш проциклічними. В світлі того, що вирівнювання цін на активи в країнах з нижчими доходами є випереджаючим, фактор потоків капіталу є ключовим у забезпеченні макрофінансової стабільності. Чим більшою мірою її забезпечення досягатиметься з допомогою «профільних» інструментів, а не резервів, тим меншим буде попит на них і, відповідно, глобальна проблема зростання їх обсягу з відповідними наслідками для дестабілізуючих процесів зміни ринкової структури ринку резервних валют / активів.

По-друге, симетричне поширення макрофінансового підходу дозволить знизити напругу у сфері потоків капіталу, викликану відмінними підходами окремих центробанків до реагування на них з міркувань специфіки трактування зв'язку між валютним курсом, платіжним балансом, ліквідністю та резервами. Тобто розуміння факту більш симетричної поведінки цін на той самий клас активів на різних ринках додаватиме стабільності системі завдяки зниженню можливостей для активного портфельного менеджменту та спекулятивних операцій. Водночас, ступінь варіативності в застосуванні макрофінансових інструментів є вищим порівняно з випадком, коли основними варіантами реакції на ув'язку «потоки капіталів – ціни активів» є виключно процентні ставки, валютний курс та валютні резерви. Для того, щоб отримати більш стабільну ситуацію на колективному рівні, координація та обмін інформацією щодо ефективності макрофінансових заходів потребують системної основи.

Підсумовуючи, варто зазначити, що макрофінансовий підхід не гарантує вирішення проблеми попиту на резерви в цілому. Він практично нейтральний щодо таких структурних проблем як конкурентні утримання від ревальвації чи конкурентні девальвації, але його спроможність зняти з резервів частину відповідальності за фінансову стабільність може стати хорошим плацдармом для зниження глобального попиту на зовнішні активи в довгостроковій перспективі.

Рівень міжнародної координації у сфері глобальної макрофінансової стабільності.

Практично усі дослідження проблеми посткризової трансформації глобального монетарного устрою однозначні з приводу того, що питання інтенсифікації координації повинно розглядатись як перший крок до посилення більш централізованої моделі глобального монетарного порядку³⁰⁰. Х. Каруна прямо стверджує, що «локальні правила в глобальній грі» призводять до погіршення ситуації в глобальній економіці, а координація повинна стати невід'ємним атрибутом міжнародного виміру функціонування центробанків. При цьому, він стверджує, що сам факт спільного погляду на проблеми в глобальній економіці вже відкриває шлях до створення передумов для багатосторонніх варіантів реакції на глобальні стреси³⁰¹. Втім, координація в її традиційному розумінні на кшталт угод Плаза-Лувр чи погоджених двосторонніх інтервенцій навряд чи можлива в теперішніх умовах.

З одного боку, це пов'язано з посиленням односторонніх інтенцій в проведенні монетарної політики. Вони однакові, тільки мають різні форми: від кількісного пом'якшення в одних країнах (з

³⁰⁰ Reform of the International Monetary and Financial System. Trade and Development Report. Chapter IV. – UN: Geneva, 2009. – P. 113-132.; Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1-35.; Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead. – IMF. – 2011. – P. 1-32.; Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System. – NY: UN, 2009. – 140 p.; Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. – Paris, 2011. – 23 p.; Rethinking Central Banking: Committee on International Economic Policy and Reforms. – Wash. (D.C.): Brookings, 2011. – 38 p.; Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – P. 1-42.

³⁰¹ Caruana J. The International Monetary and Financial System: Eliminating the Blind Spot // BIS Speeches. – 2015. – P. 1-7.

акцентом на різні сегменти ринку та канали монетарної трансмісії; модель кількісного пом'якшення ЄЦБ та ФРС все ж таки відрізняються) до конкурентного нагромадження резервів та більш синтетичного підходу до контролю за потоками капіталів в інших. З іншого боку, зниження значення валютного курсу, як фактора макрофінансової стабільності і зростання значення проблеми флуктуації ліквідності, природно змінює форми потенційно ефективної координації. Дво- чи багатосторонні інтервенції фактично витісняються дво- та багатосторонніми свопами. Виграшність останніх – у більш гнучких можливостях згладжувати шоки ліквідності активів у певній валюті, що є значно ширшим за охопленням варіантом відповіді на фінансові стреси.

Водночас, система свопів тільки посилює проблеми резервних валют / активів і вказує на те, що вони – свопи – можуть здійснюватись в інтересах однієї чи двох сторін, а не заради досягнення колективного позитивного ефекту. Наприклад, система погоджених інтервенцій функціонувала між провідними центробанками і передбачала корекцію курсів між провідними валютами, яка мала значення для відновлення національної та глобальної рівноваги. Система свопів допускає операції між центробанками, валюти яких можуть мати зовсім протилежний резервний статус. Головне тут те, що свопи впливають на ліквідність активів у певній валюті. Навіть при асиметричній мультивалютності цього може бути достатньо для згладжування незначного шоку на фінансовому ринку, особливо, якщо він інспірований накладками проблем з платіжним балансом та потоками капіталу. В цьому відношенні регіональні системи багатосторонніх свопів допускають зняття багатьох питань коливань ліквідності між країнами, в торгівлі яких простежуються яскраво виражені регіональні зв'язки. Однак, оскільки в механізми пропозиції ліквідності включаються центробанки, валюти яких виконують гібридну резервну функцію, або не відповідають критеріям резервних валют, вирішення проблеми у короткостроковому періоді може призводити до її поглиблення вже в середньостроковій перспективі. Наприклад, масштабні програми свопів, організовані ФРС у 2008-2009 рр., відображали її прагнення

підтримати доларову ліквідність в глобальних масштабах і у такий спосіб зменшити деструктивний тиск на американську фінансову систему в сукупності із запобіганням раптовій і неочікуваній ревальвації долара. Поза цим, вони виконали важливу стабілізаційну місію. Свопові лінії, які прагне поширити Народний банк Китаю, наразі не зазнали тестування в шоккових умовах, на відміну від свопів ФРС. Навіть на рівні ініціативи Чіанг Мей кризові 2008-2010 рр. не характеризувались спроможністю НБК діяти в колективних інтересах. Рівень глобальної акцептабельності ключової валюти свопу в сукупності зі статусом безпечних активів, які в такій валюті деноміновані, є визначальними в поясненні того, чому ФРС може виступити кредитором останньої інстанції, а НБК – ні. Спроможність налагодити функціонування мережі свопів для підтримки ліквідності, як основи двосторонніх операцій з фінансування торгівлі, ще не є свідченням спроможності підтримувати ліквідність активів та ще й в глобальних масштабах. Тобто успіх у сфері трансформації глобальної системи резервних валют / активів повинен вимірюватись також тим, наскільки валюти-челенджери спроможні будуть забезпечувати еластичне переключення на безпечні активи в стресових умовах. Гібридні резервні валюти в даному випадку є швидше загрозою глобальній макрофінансовій стабільності, аніж вирішенням проблеми «надмірної привілеї».

Швидка інтернаціоналізація валют країн з ринками, що формуються, є більш широким виразом даної дилеми. Мультивалютність системи резервних активів допускає варіант покращення доступу до більш диверсифікованих джерел ліквідності у короткостроковому періоді. Проте, це не означає, що значні розриви в якості резервних валют / активів зможуть стати розв'язком проблеми глобально-центричних шоків по типу фінансової кризи 2007-2009 рр. Виникає питання про адекватність виміру валютних резервів в глобальних масштабах завданням, які на них покладаються. В світлі того, що тренд у бік нагромадження резервів залишиться без змін, трансформація структури глобальних валютних резервів в рамках зміни ринкової структури

ринку резервних валют / активів потребує більш прискіпливого міжнародного нагляду.

Так, питання координованого нагляду за мобільністю капіталів сприймається достатньо природньо на сьогодні. Подібними кроками також у свій час виступили заходи з посилення моніторингу глобальних дисбалансів. Такі чутливі зони глобальної макрофінансової стабільності стали об'єктами міжнародного моніторингу (з різним статусом) саме тому, що не викликає сумніву їх потенційна спроможність генерувати шоки. Однак, як показано вище, трансформація системи резервних валют / активів не виключає генерування шоків нового характеру. При цьому, погіршення якості глобальних валютних резервів завдяки гібридній інтернаціоналізації юаня, чи посиленню міжнародної ролі ряду інших валют, які не відповідають резервному статусу повною мірою, ще досі не сприймається як підстава для однозначного втручання з боку процесу міжнародного нагляду. Це можна пояснити тим, що в дослідженнях, присвячених даній темі, простежується традиційний кількісний аналіз проблеми (частка валюти в тих чи інших трансакціях, чи в тому чи іншому запасі активів)³⁰².

В умовах гібридної інтернаціоналізації, особливості якої чітко простежуються на прикладі юаня, питання глобальної макрофінансової стабільності може виникнути завдяки зміщенню джерела стресів у бік інструментів боротьби з ними. Проблема якості резервів виходитиме на передній план, коли завдяки гібридній інтернаціоналізації відповідних валют обсяги резервів в них вже будуть значними, а ліквідність обмеженою. Розрив між якостями резервної валюти та резервних активів якраз і є найбільшою небезпекою гібридної інтернаціоналізації. Відсутність доступу до внутрішнього ринку активів і, відповідно, виходу з нього, що атрибутивно Китаю, так само як і потенційна волатильність ринків інших кандидатів на посилення ролі їх валют в глобальних монетарних процесах, створюють небезпеку

³⁰² Див., наприклад: Financial Deepening and International Monetary Stability // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/16. – P. 1-21.; Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/17. – P. 1-25.; Cohen B. The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy. – 2012. – P. 1-11.

невідповідності між очікуваннями можливостей масштабних резервів згладжувати шоки і їх реальною спроможністю здійснювати це. Аналогічно, якщо внутрішня макрофінансова стабільність країн-челенджерів залежить від екзогенних потоків капіталу, що є закономірним в світлі їхнього перебування на стадії і реальної, і фінансової конвергенції водночас, а спроможність нейтралізувати таку нестабільність – від власної забезпеченості резервами, то виникає питання про те, як повинні співвідноситись між собою процеси втрати резервів в нових резервних центрах і в країнах, резерви яких формуються частково за рахунок валют, емітованих такими центрами. Оскільки наразі ще передчасно говорити, що країни з ринками, що формуються, валюти яких можуть виконати певні міжнародні функції, можуть протидіяти шокам на основі інструментів, не пов'язаних з валютними резервами, а ті, що можуть, є достатньо малими для глобальної ролі їхніх валют, стабільність системи резервних активів, в якій одні валюти покриті резервами в інших, які покриті третіми, і так далі, є сумнівною.

Міжнародний нагляд та моніторинг якості резервних валют / активів повинен стати важливим напрямком реалізації політики глобальної макрофінансової стабільності. Теоретичною основою цього варто бачити концепт «безпечних активів», який би суттєво доповнив традиційні погляди на резервні валюти. «Зміщення у бік якості», чітко проявлені під час усіх стресових моментів за останній час, переконливо вказують на те, що фінансові ринки потребують не тільки підтримки ліквідності, а також потребують активів, у які був би можливий «вихід» з більш ризикових активів. Це суттєво змінює роль резервних валют; їх «додаткові сервіси» найбільшою мірою проявляються в кризові моменти, тоді як у більш спокійні часи може складатись враження, що традиційні критерії типу масштабу трансакційної зони відкривають шлях до підвищення рівня взаємозамінності резервних валют. Оскільки відмінності між рівнем розвитку фінансових ринків існуючих емітентів резервних валют і країн-челенджерів ще тривалий час зберігатимуться, спроможність надавати «додаткові сервіси» ставатиме важливим критерієм ідентифікації якості резервних активів. У цей же час,

проблема життєвого циклу зрілих валют поглиблюватиметься, зумовлюючись поступовим зниженням частки країн їх емітентів в глобальній економіці. Звідси, міжнародний нагляд за резервними валютами повинен будуватись за принципом охоплення усіх валют, які можна вважати значимо інтернаціоналізованими, і фокусуватись на:

аналізі тенденцій зростання валютних резервів в глобальній економіці разом із нарощуванням активів фондів суверенного багатства в світлі їхнього впливу на глобальну ліквідність, особливо ринкову ліквідність і поведінку процентних ставок на цільових ринках;

моніторингу якості активів, які формують глобальні резерви, з особливим наголосом на ті з них, на які припадає понад 5% усіх резервів світу;

перманентному виявленні факторів, які впливають на якість резервних активів, з особливим наголосом на зв'язку між фіскальним простором, можливостями абсорбувати ін'єкції ліквідності з боку потенційної підтримки ринку з боку центробанку без глобально значимих спіловерів;

нагляді за відповідністю між процесами трансформації структури резервних активів та тими загрозами для глобальної фінансової стабільності, які можуть пов'язуватись з процесом інтернаціоналізації валют країн з ринками, що формуються;

підсиленні моніторингу країн-емітентів резервних валют / активів на предмет ризику фінансових дисбалансів внаслідок припливу капіталів до них, зокрема, відстеженні того, як приплив капіталів на їх внутрішній ринок впливає на тенденції у сфері їх конкурентоспроможності, можливостях підтримувати профіцит платіжного балансу, спроможності запобігати негативному впливу дефіциту на фінансову стабільність;

спостереженні за тим, як інтернаціоналізація валют співвідноситься з фінансовим розвитком та підвищенням якості активів, що емітуються країнами-челенджерами;

інформуванні світу про політичні рішення окремих країн у сфері резервних валют / активів для того, щоб процес інтернаціоналізації валют окремих країн чи звуження їх

закордонного використання був ідентифікований за мотиваційним принципом;

аналізі наслідків для процесу інтернаціоналізації рішень у сфері економічної політики країн, валюти яких інтернаціоналізуються, але ще не досягли відповідності критеріям резервних, завдяки чому ринки краще прогнозуватимуть нові можливості у сфері зовнішнього використання таких валют;

формування мережі обміну інформацією про процеси потоків капіталу, управління суверенними активами, драйвери попиту на резерви та макрофінансові умови їх активізації задля оперативної спроможності відрізнити глобально-центричні детермінанти даних процесів від національно-центричних та розробляти на цій основі варіанти скоординованих акцій в напрямку підвищення глобальної, регіональної та національної макрофінансової стабільності;

вияві центробанків, масштаби резервів яких є значними для того, щоб їхні активні портфельні рішення справляли вплив на ринки, та поширенні на них особливого нагляду, оскільки від їх портфельних рішень може суттєво залежати поточна курсова волатильність;

відстеженні зв'язків між інтернаціоналізацією валют та активним портфельним менеджментом резервів з боку центробанків, оскільки обидва процеси посилюють складну організованість драйверів глобальної фінансової волатильності;

включенні питань нагляду та моніторингу процесів нагромадження резервів та інтернаціоналізації валют в повістку дня офіційних зустрічей МВФ, керівників центробанків та міністрів фінансів провідних країн з метою виявлення потенційних загроз у сфері менеджменту суверенних активів та напрацюванні скоординованих рішень-відповідей.

Підвищення транспарентності ринків резервних активів в сукупності із поєднанням інтернаціоналізації, що визначається ринковими силами, із багатостороннім наглядом за процесом функціонування ринку резервних активів суттєво покращить розуміння взаємозв'язків між попитом на резерви та структурними змінами в їх пропозиції. Це особливо важливо в світлі спроможності швидко відрізнити глобально-центричний характер

змін у сфері потоків капіталу та резервних активів від національно-центричних факторів. Проблема координації тут полягає в тому, що в світлі складної організації глобальної фінансової системи дуже часто важко відрізнити секторні, країнні тенденції від, власне глобальних, достатньо швидко, щоб зрозуміти, якими є і можуть бути наслідки політики багатьох країн на системному рівні.

Наприклад, окрема країна може сприймати приплив капіталів на свій ринок, як результат його привабливості, і будувати на цій основі конфігурацію реакції з допомогою валютного курсу, валютних резервів чи інших інструментів. Однак, якщо це є глобально-центрична тенденція, то фактори індивідуальної привабливості ринку не настільки суттєві, як це може здатись. Приплив капіталів є продуктом пошуку доходності і може відображати вже використані можливості на інших ринках. Це означає, що така мотивація припливу може швидко обернутись реверсом з дуже негативними наслідками. Тобто розуміння природи припливу капіталів специфікуватиме інструменти політики реакції на нього зовсім іншим чином. Довгостроковий перманентний приплив аналогічно відрізнятиметься від короткострокового транзитивного припливу. Але ідентифікувати їх в режимі реального часу дуже складно³⁰³. Поглиблення фінансових систем країн з ринками, що формуються, швидше за все ще більше ускладнить цей процес.

Це ж саме стосується резервних валют країн-челенджерів. Збільшення володіння такою валютою / активами в резервах однієї країни не є ідентичним по змісту та наслідках із глобально-центричним зміщенням у бік такого володіння, навіть якщо кількісно, приймаючи до уваги асиметричну концентрацію суверенних зовнішніх активів, вони наближені. Збільшення попиту на резерви з боку однієї країни може зумовлюватись факторами посилення регіональних торговельних зв'язків. Оскільки резерви такої країни за масштабами не допускають можливості припускати, що цей процес буде перманентний, початкове збільшення

³⁰³ Це явище кваліфікується нами як макроструктурні імперфекції припливу капіталів. Поділ на глобально-центричні фактори припливу та країно-центричні є важливою відправною точкою для адекватної специфікації інструментів політики. Див.: Козюк В.В. Глобалізація та макроструктурні імперфекції припливу капіталів // Банківська справа. – 2010. - №6. – С. 22-36.

зовнішнього попиту на валюту може сприйматись як позитивний сигнал для майбутнього статусу валюти країни-челенджера. Однак, якщо збільшення зовнішнього попиту є початковою стадією глобально-центричного зміщення на користь володіння резервами в такій валюті, процес адаптації країни-челенджера може супроводжуватись нагромадженням дисбалансів, які, в підсумку, або погіршать спроможність цієї країни забезпечувати очікувану якість резервів, або ж, погіршать з лагом якість самих резервів. Якщо процес формування мультивалютної моделі резервних активів йтиме шляхом обмеженої взаємозамінності резервних валют, то сценарій погіршення якості резервів буде більш вірогідний. Саме в світлі цього, міжнародний нагляд за цим процесом виправданий. Ризики для глобальної макрофінансової стабільності з боку погіршення якості резервів варто визнати істотними.

Рівень спрощення глобального макрофінансового простору – формування глобально значимих валютних союзів.

Трансформація архітекτονіки глобальних монетарних процесів шляхом формування валютних союзів, функціонування яких спирається на принцип центробанку, що забезпечує цінову стабільність і підтримує плаваючий курс, є альтернативою пошукам оптимальної централізованої міжнародної валютної системи, структурна організація та система правил якої була би прийнятною для всіх. Такий варіант не передбачає сукупності правил субординації внутрішньої та зовнішньої рівноваги учасників, внаслідок чого питання механізму пристосування платіжних балансів, симетрії розподілу тягаря цього процесу, резервних валют та активів стали би другорядними, на відміну від випадку проектування системи типу Бреттон-вудської, але в екстраполяції на глобальну економіку XXI століття. Якщо країни G-20 не можуть домовитись про кількісні критерії ідентифікації надмірних дисбалансів, то навряд чи в світі вдасться досягнути компромісу з приводу централізованої системи.

Іншим важливим моментом є те, що більшість проектів раціоналізації глобального монетарного порядку так чи інакше

спираються на проблему дисбалансів в розумінні стану поточних рахунків, оскільки це найбільш зручний і очевидний спосіб ідентифікації платіжної позиції країни щодо закордону. Втім, глобальна фінансова стабільність залежить від проблеми поточних рахунків виключно в рамках складної системи прямих і непрямих зв'язків. Валові позиції краще відображають ризики фінансових дестабілізацій, але вони не інтегровані в систему монетарного порядку міжнародного рівня окрім як через потоки капіталу, чисте значення яких знову повертає до проблеми поточних рахунків. Звідси виникає питання про відсутність підходу, який би дозволяв проектувати модель глобального монетарного порядку так, щоб фінансова стабільність у ній була ключовою ланкою більш широкого глобального макрофінансового бачення. Система глобальних валютних союзів тут виглядає більш виграшною, оскільки передбачає, що союзний центробанк спроможний забезпечити кредитування останньої інстанції, оскільки емітована ним валюта є акцептабельною в межах глобально значимої трансакційної зони. Окрім цього, система плаваючих курсів в чистому вигляді не передбачає системи резервних валют / активів, тим самим знімаючи питання про «надмірні привілеї» та «надмірну відповідальність», і, що саме головне, інфляційне зміщення системи обмежуватиметься номінальними змінами курсових співвідношень. Передумовою цього є те, що фінансові ринки в межах валютного союзу будуть більш глибокими, внаслідок чого номінальні наслідки монетарної експансії в одному з валютних союзів будуть швидше проявляться, гальмуючи колективну монетарну експансію. Випадок з асинхронними в часі та масштабах «кількісними пом'якшеннями», здійсненими ФРС та ЄЦБ, засвідчив, що курсова реакція на монетарну експансію з'являється вже в середньостроковій перспективі, навіть попри те, що в короткостроковому періоді домінують ефекти підтримання ліквідності активів, які гальмують зміну курсів.

Втім, незважаючи на теоретично передбачувані позитивні колективні наслідки для глобальної монетарної стабільності з боку функціонування валютних союзів з гнучкими курсами, існує ряд проблем.

По-перше, як показано в попередньому аналізі³⁰⁴, тенденції до формування валютних союзів в розрізі регіонів світу є швидше такими, які можна вважати виявленими теоретично. Рівень інституціоналізації регіональної монетарної інтеграції є також доволі відмінний, починаючи з вже оформлених валютних союзів в Карибському басейні, Західній Африці, Перській затоці, закінчуючи відвертим провалом ініціатив Росії зі створення рубльової зони. Причому, представники різних регіонів демонструють достатньо відмінні схильності до теоретичного проектування регіональної монетарної інтеграції.

По-друге, з огляду на те, що глобальна фінансова інтеграція суттєво скорочуватиме, якщо взагалі допускатиме, час функціонування регіональних систем колективного обмеження коливань валютних курсів задля стимулювання торгівлі, найімовірніше формування регіональних монетарних об'єднань буде спиратись не на приклад ERM I, ERM II, а на варіант згладжування курсових коливань з допомогою системи колективних свопів. Нагромаджені валютні резерви, найімовірніше, будуть розглядатись як ключовий елемент механізму стабілізації в зоні монетарної інтеграції. Якщо в такій зоні матиме місце лідер з потенціалом валюти-челенджера в глобальних масштабах, то процес регіональної монетарної інтеграції швидше за все матиме форму дво- та багатосторонніх свопів з країною-лідером у її валюті, стабільність якої підтримуватиметься її резервами, а масштаби економіки та глибина фінансового ринку сприятимуть цьому з огляду на можливість краще абсорбувати потоки капіталів.

По-третє, формування валютних союзів навряд чи спиратиметься на жорстке протиставлення курсів потокам капіталів в рамках трилеми саме внаслідок нагромадження валютних резервів. Так само усталення стереотипу конкурентного нагромадження резервів генеруватиме тенденцію регіоналізації паттернів поведінки процентних ставок та прив'язок валют відповідно до того, яка модель лідерства складатиметься в

³⁰⁴ Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.

потенційній інтеграційній зоні. В Латинській Америці не спостерігається яскравого лідера, що робить потенційну монетарну інтеграцію в регіоні зовсім іншою, ніж в Азії, де лідерство Китаю є беззаперечним. Посилення Бразилії також не гарантує подібності з Азією з огляду на монетарні режими та відсутність масштабної системи регіональної фінансової підтримки. Гнучкіші курси також цьому сприяють, а лідерство Бразилії зважується потенціалами Мексики та Аргентини.

По-четверте, формування монетарних союзів вірогідно буде ґрунтуватись на процесі інтернаціоналізації валюти країни-лідера. Особливості такого процесу полягають в тому, що поширення такої валюти в регіональних межах є точкою відштовхування для глобальної експансії. Якщо на регіон припадає значна частка глобальної торгівлі та потоків капіталу, то поширення валюти, що інтернаціоналізується, в його межах створює передумови для подальшого посилення ефектів мережі та монетарної гравітації. Останні, у свою чергу, ще більше заохочуватимуть регіональну інтеграцію за принципом, що описується «гіпотезою домінування», яка вже підтверджена на прикладі Азії за аналогією з тим, як це мало місце в Європі³⁰⁵. Наскільки успіх регіональної валюти-лідера у сфері інтернаціоналізації в глобальних масштабах сприятиме формуванню системи глобально значимих валютних союзів залишається відкритим питанням. Можна стверджувати, що в окремих випадках регіональна монетарна інтеграція може відбуватись без валюти-глобального-челенджера, що доводять приклади вже функціонуючих валютних союзів за межами зони євро. У випадках швидкої інтернаціоналізації валюти-челенджера може виникнути проблема прагнення до монополізації переваг нового статусу валюти, внаслідок чого утвердження домінування і некооперативні ігри знижуватимуть мотивацію до членства в інтеграційному об'єднанні з такою країною-лідером. Випадок Росії тут більш ніж красномовний. Існує ризик того, що стратегія Китаю у сфері просування юаня, як гібридної резервної валюти, може негативно позначитись на політичній мотивації до поглиблення

³⁰⁵ Fratzscher M., Mehl A. China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-Polar Global Currency System // ECB Working Paper. – 2011. - №1392. – P. 1-46.

монетарної кооперації в Південно-Східній Азії. Скромніші перспективи бразильського реала у сфері інтернаціоналізації відкривають шлях до того, що потенційна регіональна валютна інтеграція буде більше подібна на Європейський досвід багатосторонніх компромісів, які імпліцитно обмежуватимуть асиметричних лідерів.

Поява глобального фінансового циклу в сукупності із фрустрованими обмеженнями «трилеми» ставлять питання про те, чи достатньо виключно курсової гнучкості між валютними союзами для обмежень на монетарну експансію системи? В умовах, коли монетарна експансія провідного центробанку здійснюється через підтримку ринку активів, підтримання цільової доходності на ньому породжує ефекти переливу на інші аналогічні ринки. Наприклад, обмеження зростання довгострокових ставок з боку ФРС в рамках декількох раундів «кількісного пом'якшення» справляло вплив на доходності в зоні євро та Японії³⁰⁶. Пошук доходності, як наріжна лінія поведінки фінансових посередників, забезпечує зближення фінансових умов в розрізі юрисдикцій, внаслідок чого виключно курсової гнучкості може виявитись замало. Це особливо чітко простежуватиметься у двох випадках: коли шок є глобально-центричним і колективне зміщення у бік експансії зумовлене боротьбою з дефляційними очікуваннями; коли не існує повної гнучкості курсів між валютними союзами, або ж коли мають місце асиметричні курсові режими, чи функції реакцій центробанків суттєво різняться. В обох даних випадках проблема обмежень на колективну експансію з допомогою гнучкості курсів полягає в тому, що такий ортодоксальний монетарний підхід хоч і важливий, але він не гарантує імунітету від макрофінансової нестабільності, пов'язаної з міжчасовими ризиками коливань ліквідності.

Варто визнати, що збереження системи резервних валют дозволить підсилити ефективність курсової гнучкості через канал зміни структури портфеля резервних активів. Перевага в можливостях підтримувати ліквідність резервних активів може

³⁰⁶ Caruana J. The International Monetary and Financial System: Eliminating the Blind Spot // BIS Speeches. – 2015. – P. 1-7.

швидко нівелюватись реальним знеціненням їх вартості в довгостроковому періоді. У випадку, коли між резервними активами існуватиме хоча б часткова взаємозамінність, а мотив збереження вартості резервів домінуватиме над мотивом їх ліквідності (що природно в світлі того, що нагромаджені резерви є значними, а вразливість валютного блоку до курсових коливань має бути нижчою, ніж окремої країни) зміни структури портфеля резервних активів у відповідь на монетарну експансію одного з емітентів резервних валют доповнюватимуть обмеження на інфляційне зміщення системи та привнесуть додаткові ефекти дисципліни. Підвищення курсової волатильності та нестабільності потоків капіталу буде неминучим, але, не виключено, що це буде кращим варіантом обмежень на перетворення монетарної експансії у глобальну макрофінансову нестабільність.

Валютні союзи як варіант глобального монетарного порядку накладатимуть свій відбиток на усі процеси, пов'язані з ринком резервних валют / активів. Можна виділити взаємопов'язані блоки, в розрізі яких, в підсумку, визначатиметься ринкова структура даного ринку: попит на валютні резерви в цілому та в розрізі резервних валют; інтернаціоналізація валют-челенджерів; диверсифікація резервних активів; концентрація володіння резервами. З іншого боку, панівні монетарні моделі валютних союзів (монетарний пріоритет центробанку, операційна структура його політики, функція реакцій тощо) справлятимуть вплив на те, як може виглядати система резервних валют / активів. Одразу варто визнати, що варіант валютних союзів з повністю плаваючими валютними курсами навряд чи є реалістичним, хоча б тому, що масштаби нагромаджених резервів не допускають, що ними можна знехтувати при розширенні діапазону курсових коливань як прояву більш оптимальної політики. Навіть якщо припустити зниження ролі валютних резервів в умовах плаваючих курсів з точки зору монетарної чи макрофінансової стабільності, фінансові аспекти управління портфелем зовнішніх активів все одно залишаться значимими факторами збереження ринку резервних валют / активів ще дуже тривалий час. Домінування мотивів збереження вартості активів та більш активний портфельний менеджмент є фундаментальними передумовами для цього. Асинхронні життєві цикли резервних валют також формуватимуть передумови для

того, щоб ринок резервних валют / активів структурно вписувався в каркас глобальних макрофінансових процесів.

Щодо панівних варіантів монетарних моделей валютних союзів, то варто виділити такі:

валютний союз на чолі з центробанком, що проводить політику цінової стабільності, курсової гнучкості і допускає кредитування останньої інстанції, а емітована ним валюта є резервною для монетарних органів з інших валютних блоків;

валютний союз, в якому центробанк-емітент проводить політику цінової стабільності, керованого плавання, допускає кредитування останньої інстанції, але згладжує шоки потоків капіталу та поточного рахунка з допомогою валютних резервів, при цьому його валюта є резервною для інших центробанків (за межами союзу) і, за визначенням, продовжує інтернаціоналізуватись;

валютний союз, в якому дотримання цінової, курсової та макрофінансової стабільності так чи інакше пов'язано з поєднанням дозованої курсової гнучкості із суттєвим впливом операцій з резервами на монетарні та фінансові рішення, при цьому союзна валюта також може бути резервною для інших (за межами союзу) і продовжуватиме інтернаціоналізуватись, але меншою мірою;

валютний союз, в якому роль валютних резервів буде значною навіть попри прагнення до розширення курсових коливань та переорієнтацію монетарної політики на внутрішню рівновагу, при цьому, емітована союзним центробанком валюта швидше за все буде мати регіональний характер.

В першому випадку валюта / валюти таких союзів будуть основними резервними валютами. В другому – основними валютами-челенджерерами. В третьому – основними валютами диверсифікації. В четвертому – нішевими валютами, що застосовуватимуться при активному портфельному менеджменті. Валюти першого та другого випадку не обов'язково мають бути повністю взаємозамінними з точки зору ринкової структури ринку резервних валют / активів, як це аналізувалось вище (детальніше див. табл. 51).

Таблиця 51. Глобальні монетарні наслідки домінування валютних союзів з відмінними монетарними моделями

Монетарна модель валютного союзу	Резервний статус союзної валюти	Вплив на систему резервних валют / активів	Наслідки для глобальної стабільності в разі домінування
Тип А. Цінова стабільність, курсова гнучкість, можливості кредитування останньої інстанції	Одна з основних резервних валют	Попит на резерви - за межами валютних союзів, або в межах валютних союзів, що здійснюють згладжування курсу. Дилема Триффіна – послаблюється. Диверсифікація пропозиції резервів – обмежена. Надмірна привілея – послаблюється. Конкуренція між основними валютами підвищується	Звуження попиту на резерви та підвищення курсової гнучкості посилює системні обмеження на експансію системи. Звуження платіжних дисбалансів. Підвищення курсової волатильності.
Тип Б. Цінова стабільність, кероване плавання, резерви для згладжування курсових коливань, можливості кредитування останньої інстанції	Одна з основних валют-челенджерів. Продовження інтернаціоналізації.	Попит на резерви не стільки зростає, скільки концентрується. Диверсифікація пропозиції резервів – обмежена. Дилема Триффіна – можлива. Надмірна привілея – послаблюється.	Попит на резерви зберігається, але формується тенденція до того, що центробанки володіють валютами один одного. Обмеження на експансію системи, окрім курсової гнучкості, допускаються через канал зміни структури портфеля зовнішніх активів. Платіжні дисбаланси можливі, але основне джерело нестабільності – поєднання курсової волатильності з макрофінансовими наслідками реалокатії портфелів резервів

Продовження таблиці 51

Тип В. Цінова, курсова та макрофінансова стабільність залежать від операцій з резервами, регіональні можливості кредитування останньої інстанції	Одна з основних валют диверсифікації резервів. Мляве продовження інтернаціоналізації	Поєднання попиту на резерви з концентрацією. Диверсифікація пропозиції резервів посилюється. Дилема Триффіна можлива щодо високоякісних резервних активів, попит на які є однією з переваг. Надмірна привілея можлива в обмежених випадках. Посилення монополістичної конкуренції на ринку резервних валют.	Перехресне володіння резервами один одного за збереження попиту на резерви. Системні обмеження на експансію системи більше залежать від портфельних рішень щодо зовнішніх активів. Платіжні дисбаланси зберігаються. Основне джерело нестабільності – поєднання м'яких обмежень за експансією системи з реалокцією портфелів зовнішніх активів
Тип Г. Значна роль резервів попри прагнення до переорієнтації на внутрішню рівновагу, можливості кредитування останньої інстанції виключно регіональні	Нішева валюта для активного портфельного підходу. Слабкий потенціал інтернаціоналізації. Можливість регіонального лідерства, часто політично вмотивованого	Поєднання попиту на резерви з асиметричною концентрацією в розрізі окремих союзів. Диверсифікація пропозиції резервів посилюється, але ринок резервних валют / активів стає сильно сегментованим. Посилення монополістичної конкуренції. Дилема Триффіна та надмірна привілея зберігаються	Перехресне володіння резервами обмежене сегментацією за критерієм якості резервних активів. Попит на основні резервні валюти не виключає відновлення проблеми дисбалансів та відповідної форми нестабільності. Основне джерело нестабільності – як в попередньому випадку.

Як видно з табл. 51, форми нестабільності за того чи іншого типу валютних союзів корелюють з формами нестабільності, детермінованими певною ринковою структурою ринку резервних валют / активів (табл. 41-42). Якщо утворення глобально

значимих валютних союзів в чистому вигляді неможливе з відповідними наслідками для зняття проблеми валютних резервів та резервних валют / активів, то певне поєднання їх типів з відмінною роллю валютних резервів в їхніх базових монетарних моделях є продовженням проблеми асиметричної мультивалютності, хіба що на більш спрощеному рівні архітекtonіки глобальних монетарних процесів. З іншого боку, представлені у табл. 51 джерела нестабільності, за домінування того чи іншого типу валютних союзів, є теоретичними (виокремленими по типу ідеальних типів). Відмінності в монетарних моделях саме за критерієм ролі валютних резервів є основною причиною того, чому домінування того чи іншого типу валютних союзів наражається на різний тип обмежень. Наприклад, основним обмеженням для валютних союзів типу А є внутрішня політична стійкість в світлі оберненої залежності між вигодами від членства і кількістю країн-учасниць. Даний тип союзів є найбільш стійким до зовнішніх шоків, однак він найбільш вразливий до асиметричних шоків, які запускають в дію процеси реальної дивергенції. Союзи типу Б і В наражаються на обмеження конкуренції за належність країн до тієї чи іншої інтеграційної зони. Вони можуть сягати майже континентальних масштабів, але вони вкрай чутливі до масштабу союзів типу А. Обмеженням для союзів типу Г є те, що вони можуть мати виключно вузький регіональний характер, об'єднуючи країни з низькими та середніми доходами.

З огляду на низьку вірогідність виникнення ситуації з домінуванням валютних союзів типу А та Б, фактична конфігурація глобальних монетарних взаємин спиратиметься на поєднання монетарного суверенітету великих країн (мається на увазі - розвинутих країн з глибокими ринками та, відповідно, зі значною трансакційною зоною), до блоку з якими входитимуть країни, що запровадили офіційну доларизацію, одного-двох валютних союзів типу А, декількох – типу Б, В, Г та решти периферійних країн, економічна активність яких буде перманентно підриватись макрофінансовою нестабільністю. Оскільки тип А є найбільш незалежний від потреби у валютних резервах, а його валюта є однією з основних резервних валют для інших, то можна очікувати,

що союзи типу Б і В будуть прагнути еволюціонувати в напрямку зовнішньої гнучкості союзу типу А.

Виникає питання, як співвідноситиметься між собою інтернаціоналізація їхніх валют, набуття ними резервного статусу в світі, де попит на валютні резерви зменшуватиметься, процес еволюції у бік зовнішньої гнучкості набиратиме обертів. Можна припустити, що в умовах зменшення попиту на резерви внаслідок підвищення курсової гнучкості в системі союзів, в якій зменшена кількість валют, процес інтернаціоналізації відбуватиметься здебільшого по каналах приватного використання. Резервний канал інтернаціоналізації буде втрачати свою значимість у порівнянні з каналами приватних операцій. Він залишиться актуальним для країн периферії глобальної економіки. Поглиблення фінансової системи та підвищення зовнішньої гнучкості послаблюватиме схильність до перехресного володіння резервними активами, деномінованими у валюти одразу усіх союзів. Так, валютний союз типу А не формує резерви. Союз типу Б формує резерви у валютах союзів типу А, меншою мірою – типу В і ще меншою – типу Г, і так далі. І чим більше кожен з союзів рухатиметься у бік типу А, тим меншим буде попит на резерви. Але концентроване володіння ними не виключає того, що потреба у їх диверсифікації тільки посилюватиметься, оскільки із загальним підвищенням рівня курсової гнучкості слід пов'язувати посилення мотиву збереження вартості резервів. Активне управління обмеженим набором резервних активів також має свої межі, внаслідок чого формуватиметься відносно стала структура зовнішніх активів, яка, не виключено, буде значно більше підпорядкована логіці зниження кореляції їх вартості, аніж належності до валютного блоку тієї чи іншої ключової валюти.

Найбільша вигода для глобальної економіки від такої конфігурації полягатиме у синергічному поєднанні зменшення попиту на резерви, підвищення конкуренції на ринку резервних валют / активів, спрощення глобального фінансового простору (зменшення кількості валют), послаблення конфлікту між внутрішніми та зовнішніми цілями монетарної політики в рамках ширших інтегрованих монетарних просторів, збільшення вигод для

торгівлі та інвестицій в рамках інтеграційних зон. Водночас, така конфігурація не виключає нестабільності, оскільки волатильність курсів очікується до підвищення, а якість резервних активів знаходитиметься під сильним впливом з боку процесів сегментації. Посилення даної конфігурації макропруденційним регулюванням, координацією у сфері реакції на фінансові цикли та міжнародним наглядом за процесами інтернаціоналізації валют, що перебувають на ранніх стадіях життєвого циклу резервної валюти, й за якістю резервних активів, що деноміновані у валюти, які перебувають на завершальних стадіях цього циклу, створить кращі перспективи для глобальної економіки.

ВИСНОВКИ

Теорія міжнародної монетарної економіки сформувала погляд на резервні валюти як на одну з ролей, що виконують інтернаціоналізовані гроші. Перетворення національної грошової одиниці на резервну валюту відповідає логіці функціонування природної монополії, однак теорія залишає без відповіді питання про те, наскільки така природна монополія повинна бути, власне, монополією. Дискусії щодо критеріїв набуття валютою резервного статусу також не вказують на однозначність аргументів. Конкуренція позицій, в рамках яких акцентується виключно на масштабі країни-емітента, та позицій, що наголошують на комплексності поняття стабільності, породжує передумови для реплікації конфлікту щодо визначення критеріїв резервного статусу, який передається розумінню критичних точок розвитку глобальних монетарних взаємин. Нехтування якостями монетарної політики, чи в більш широкому розумінні інституціональними передумовами монетарної стабільності, породжує перекис на користь очікувань, що виключно критерії масштабу майже автоматично перетворюють валюту на резервну в процесі її інтернаціоналізації. Це породжує нездорову теоретичну та політичну атмосферу приреченості чи згоди на монетарне домінування певних великих економік. Натомість врахування монетарних, інституціональних, політичних (демократія та гарантії прав власності), фінансових вимірів процесів інтернаціоналізації дозволяє бачити більш конкурентне середовище функціонування системи резервних валют. Вимогливість глобальних акторів до якісних параметрів економіки країни-емітента резервної валюти дозволяє очікувати більше стабільності та виграшу для глобальної економіки від поєднання природного монополізму з конкурентним добром якісних параметрів резервного статусу.

Розвиток теоретичних уявлень про зовнішні ефекти функціонування резервних валют продемонстрував, що світ може зіткнутись з проблемою асиметричних вигод та нерівномірного

тягаря розподілу втрат від пристосування платіжного балансу до нових рівноважних умов між країною-емітентом і рештою світу. «Надмірна привілея» в початковому варіанті однозначно розглядалась як негативний атрибут системи резервних валют. Відповідний ракурс аналізу швидше концентрувався на проблемі розподілу втрат і вигод, тим самим обмежуючи розуміння того, що наявність дискреційних можливостей у центра емісії резервної валюти автоматично ставить питання про глобальну монетарну стабільність. Набуття дискреційних можливостей країнами, що нагромаджують резерви, - іншими словами – втрата монетарних лімітів експансії зовнішніх активів, - не розглядалась в теорії міжнародної монетарної економіки як складова підриву основ глобальної монетарної стабільності. Швидше за все, це слід пов'язувати з відсутністю теоретичних уявлень та емпіричних свідчень стосовно вірогідності ситуації, коли багато країн одночасно можуть нагромаджувати валютні резерви в значних обсягах. Завдяки цьому аналіз проблеми джерела інтенцій забезпечення глобальної монетарної стабільності в світлі дискреційних можливостей країни-емісії резервних валют сконцентрувався на питаннях гегемонії, відповідальності, лідерства, інституціональних обмежень зовнішніх ефектів політики тощо. Сукупність поглядів на систему резервних валют в контексті міжнародної політичної економії демонструє, що довіра до можливостей обмежувати односторонні дії країн-емітентів, навіть в рамках формальних обмежень типу Бреттон-вудської системи, є несумісною з тими зрушеннями в теорії та практиці монетарної політики, що переорієнтовують останню на пріоритет внутрішньої рівноваги. Система плаваючих курсів, теоретично, повинна була усунути проблему резервних валют, але перехід на таку систему викликав до життя підвищення попиту на валютні резерви, роблячи його нестабільним та перманентно зростаючим. Завдяки цьому та в сукупності зі структурними рисами економіки та фінансового сектора США, історично відомі конкурентні паттерни функціонування резервних валют швидко деградували, відкриваючи шлях до утвердження довгострокового асиметричного монополізму долара як резервної валюти.

Формально-теоретичний аналіз поєднання національних та міжнародних монетарних режимів вказує, що не існує гарантій забезпечення глобальної монетарної стабільності в разі наявності асиметрій між такими режимами. Також проблемним є те, що застосування одних важелів, які забезпечують набір параметрів стабільності, призводить до активізації процесів, що відображають втрату стабільності за іншим набором параметрів. Відхід від автоматизму золотого стандарту продемонстрував перманентну втрату симетрії між національними та міжнародними монетарними режимами. Ямайська валютна система тільки теоретично допускає таку симетрію. В світлі того, що різні країни можуть вільно обирати режим валютних курсів, конвертованості та руху капіталів, економіки та фінансовий сектор різних країн по-різному чутливий до коливань курсу, а самі коливання часто є джерелом нестабільності, чинна міжнародна валютна система не може гарантувати контроль за інфляційним зміщенням на колективному рівні, нейтралізацію зовнішніх ефектів політики окремих країн, обмеження односторонніх дій, масштаби яких загрожують добробуту інших, тим самим викривлюючи алокаційні процеси в глобальній економіці через спотворення міжнародної торгівлі та спекулятивні переливи капіталів.

Емпіричний аналіз функціонування Ямайської системи підтвердив факт набуття нею мутованих рис самої себе. Попри успіхи глобальної дезінфляції, ризик інфляційної нестабільності перемістився на ринок активів та первинних ресурсів, тим самим стаючи складовою фінансових дисбалансів. Розрив зв'язку між інфляцією та динамікою зовнішніх активів відкрив шлях до виникнення дискреційних можливостей односторонніх дій як на боці емітентів резервних валют, так і на боці нагромаджувачів резервів. Глобальна економіка стала залежною від колективного зміщення в грошовій пропозиції та ліквідності. Проциклічність фінансової системи та поведінка глобальної ліквідності посилюють один одного. Ринок активів та первинних ресурсів є чутливим до коливань глобальної ліквідності, а нагромадження резервів у валютах, пропозиція яких екзогенно не обмежена, призводить до того, що поведінка глобальної інфляції не є обмеженою жодним

захисним механізмом, вмонтованим в структуру Ямайського устрою.

Довгострокова поведінка глобальних валютних резервів описується експоненціальним трендом, що є відображенням пошуку національно-центричного способу пристосування до провалів міжнародної валютної системи. Темпи зростання резервів не демонструють стабільність в часі. При цьому, значна амплітуда коливань темпів зростання резервів була витіснена більш рівномірними, але персистентними показниками динаміки. Власне, це і заклало основу експоненціального тренду зростання резервів. Співвіднесення темпів зростання глобальних валютних резервів з індикаторами поведінки глобальної ліквідності вказують на неоднозначність зв'язку. Поведінка резервів та ліквідності в глобальних масштабах в одні періоди є синхронною (вони посилюють один одного), а в інші – асинхронною (резерви поглинають глобальну ліквідність). Завдяки цьому, можна дійти висновку, що попит на резерви диктується потребами посилити національно-центричну стабільність, але на агрегованому рівні такий попит є дестабілізуючим. Зміни в розподілі обсягів нагромадження резервів в розрізі країн однозначно вказують на посилення тенденції до зміщення вгору медіанного значення масштабів зовнішніх активів. Це посилює вірогідність того, що медіанний центробанк ставатиме схильний до активного портфельного менеджменту зовнішніх активів, оскільки їх обсяги явно перевищують традиційні монетарні потреби. Окрім підвищення нестабільності у сфері валютних курсів та потоків капіталу, зміщення вгору медіанного значення обсягу резервів активізує «дилему Триффіна». Зростаючий попит на резерви за асиметричної монополії долара США підриває глобальну макрофінансову стабільність і відкриває шлях до пошуку більш конкурентної моделі ринку резервних валют / активів.

Зміна валютної структури глобальних резервів в довгостроковому періоді вказує на відсутність однозначної тенденції до монополізму. При цьому, зростання частки долара в цій структурі визначається зростанням попиту на резерви саме в доларовому блоці, який продемонстрував і зберігає потенціал до

нагромадження резервів. Запровадження євро не змінило суттєво валютну структуру глобальних резервів, перш за все через те, що блок євро має дуже обмежений потенціал до експансії. Утворену конфігурацію ринку резервних валют можна кваліфікувати як асиметричний монополізм долара. Незважаючи на те, що вплив доларового ринку на ринок у євро є суттєвішим, інституціональні основи монетарної політики ЄЦБ є більш жорсткими. При співмірних масштабах економік євро, однак, не може повною мірою розглядатись як конкурент долару, а лише як основна валюта диверсифікації. Така ситуація обмежує потенціал конкуренції між основними резервними валютами та підвищує вразливість єдиної європейської валюти до глобальних фінансових дисбалансів.

Зміщення вгору медіанного обсягу валютних резервів та посилення неоднорідності володіння ними призводить до появи феномену сегментації мотивів управління. Чим більшою мірою зростає обсяг володіння резервами, тим більшою мірою мотиви ліквідності резервних активів (підтримання монетарної, валютно-курсової стабільності) заміщаються на мотиви збереження вартості та її приріст. Рівноважний обсяг володіння резервами перманентно відхиляється вгору від оптимального рівня в силу того, що намагання забезпечити уникнення зменшення їх вартості, внаслідок підвищення курсу національної валюти генерує, додатковий попит на резерви. Ліміт їх нагромадження визначається фінансовими втратами, а не інфляцією, завдяки чому не існує глобальних монетарних обмежень на агреговане збільшення зовнішніх активів. Програми кількісного пом'якшення є граничним виразом цього. Їх стимулюючий ефект є сумнівним, оскільки політика нагромадження резервів країнами з середніми доходами перерозподіляє глобальну ліквідність. Необмежені односторонні дії на боці пропозиції резервних валют і на боці попиту на них роблять моновалютну систему резервних активів нестабільною.

Набуття резервного статусу і втримання резервного статусу валюти не може аналізуватись на основі одного і того самого набору критеріїв. Структурні зміни в глобальних макрофінансах позначаються на тому, що «вихід» з резервної валюти, так само як і

агресивна диверсифікація резервів, не є нейтральними щодо глобальної стабільності. У свою чергу, масштаб нагромадження резервів в сукупності зі зростаючим значенням ролі ліквідності активів для згладжування макроекономічних шоків призводить до трансформації детермінант визначення позицій резервних валют в глобальних монетарних взаєминах. Перш за все, це позначається на виникненні темпорального конфлікту між факторами резервного статусу в короткостроковому періоді за умов, що на ринку резервних валют вже присутні лідери, та в довгостроковому періоді.

В короткостроковому періоді позиції резервних валют визначаються не тільки традиційними критеріями масштабу, стабільності, якості монетарної політики тощо, але й «додатковими сервісами»: спроможністю здійснювати кредитування останньої інстанції, глибиною фінансового ринку, фіскальним простором, «втратами» виходу з резервної валюти. В сукупності такі «додаткові сервіси» відображають, що визначальним в короткостроковому періоді є не стільки якість резервних валют, скільки якість резервних активів в сукупності з набором детермінант, які таку якість забезпечують. Ліквідність, збереження вартості, платоспроможність тощо в економіці активів стають більш релевантними критеріями якості резервних активів, ніж формальна доходність. Відносне домінування критеріїв масштабу в довгостроковому періоді над критеріями якості монетарної політики створює небезпечну передумову «згоди» глобальних акторів на вірогідність схильності країн-емісії резервних валют на односторонні дії, завдяки чому глобальна інфляція випадатиме за дужки функціонування системи резервних валют. Конфлікт між детермінантами позицій резервних валют в коротко- та довгостроковому періоді, з одного боку, підвищує планку набуття резервного статусу валютами-челенджерерами, з іншого боку – робить ринок резервних валют нечутливим до необхідних змін. Вони повинні стосуватись і адекватної пропозиції резервних активів, і конкуренції між резервними валютами, щоб зміна курсу між ними виступала фактором гальмування глобальної інфляції.

Резервні валюти підпадають під обмеження життєвого циклу. Основна природа таких обмежень – конфлікт між попитом на активи країни-емітента та зменшенням її частки в глобальному ВВП. Такий конфлікт є наслідком трансформації «надмірної привілеї» у погіршення довгострокової конкурентоспроможності. Однак, така трансформація є неможливою без нагромадження резервів, коли лідери цього процесу отримують переваги у вигляді випереджаючих темпів зростання порівняно з країнами, в зобов'язаннях яких вони такі резерви розміщують. Перерозподіл глобального ВВП відкриває шлях до необхідності відновлення кореспонденції між внеском країн в глобальне виробництво і в глобальний портфель активів. Проміжна диверсифікація резервів відіграє важливе значення в процесі актуалізації обмежень життєвого циклу. Життєвий цикл резервної валюти і міжнародної валюти відрізняються в зв'язку з відмінностями в поведінці обсягів володіння закордоном резервними активами та ринкової вартості глобальних активів, деномінованих в резервну валюту.

Нагромадження резервів в значних масштабах виступило основним драйвером розриву якості резервних валют та резервних активів. Пропозиція резервних активів вступає в конфлікт з суверенною платоспроможністю країни-емітента. Даний феномен – фіскальний вимір «дилеми Триффіна». Попит на боргові зобов'язання резервного центру стає несумісний зі звуженням його фіскального простору. З огляду на зростаюче значення зв'язків між фінансовою стабільністю та суверенною платоспроможністю резервні валюти стають вкрай вразливими до фіскальних ризиків. Існує ліміт збільшення ринкової вартості зовнішнього володіння боргом емітента резервних активів, який визначається співвідношенням між часткою його боргу в глобальному борзі та часткою його ВВП в глобальному виробництві. Можливості глобального кредитування останньої інстанції суттєво викривлюють ринкові основи фіскальної дисципліни. Підтримання ліквідності боргового ринку допускає розтягування в часі виникнення ризиків суверенної платоспроможності, за якими слідували би суттєві зміни в попиті на резервну валюту / активи. На збільшення лагів між суверенними ризиками та «виходом» з

резервної валюти також впливає фаза циклу глобальної ліквідності, панівні мотиви управління резервами, концентрація попиту на них. Завдяки цьому, фіскальні драйвери глобальної монетарної нестабільності спираються на те, що відкладання реконфігурації ринку резервних валют відбуватиметься кожного разу за вищих рівнів державного боргу, а її настання може відбутись в момент найбільшої вразливості емітента. Втрата фіскальної дисципліни в середовищі глобально низьких процентних ставок не є гомогенною. Великі економіки найбільшою мірою схильні до її порушення, а номінальний якір боргової стабільності вже не виконує обмежувачих функцій. Світ очікує посилення фіскальних факторів конкуренції між резервними валютами.

Глобальна фінансова криза продемонструвала, що, незважаючи на неочікуваний профіль потрясіння, вона є закономірним наслідком гранично затяжної експансії ліквідності. Твердження про відсутність зв'язку між резервними валютами, валютними резервами та кризою варто піддати сумніву, так само як і ствердження про дефляційний ухил глобальних фінансових дисбалансів. Системна ув'язка резервних валют з нагромадженням резервів породжує інфляційний ухил дисбалансів: інфляція переміщується на ринок активів та первинних ресурсів, а інфляція споживчих цін стримується глобальною конкуренцією та інтеграцією країн з низькими та середніми доходами в глобальну торговельну систему. Резервні валюти та валютні резерви є центральною ланкою диссиметрії в поведінці процентних ставок в структурі проциклічності глобальної фінансової системи. Уникнення зростання курсу штовхає резерви вгору, приплив капіталів на ринки резервних активів знижує процентні ставки, пошук доходності та ризикова поведінка розхитують фінансову стабільність, підтримка ліквідності як реакція на фінансовий шок, продовжує заниження ставок, низькі ставки виштовхують капітал, який осідає у валютних резервах, продовження нагромадження боргів робить неможливим підвищення ставок, що підсилює втечу капіталів. Звідси, необмежена дискреція в монетарній політиці ключових країн та країн, що нагромаджують резерви, призводить

не тільки до кількісного пом'якшення на рівні глобальної економіки, але і до перманентного падіння процентних ставок.

Перетворення «страху перед плаванням» в «страх перед втратою резервів» призводить до того, що уникнення ревальвації доповнюється допуском девальвації. Конкурентне нагромадження резервів є причиною такого алгоритму поведінки. В таких умовах валютні резерви перетворюються на складову глобальної фінансової проциклічності. Уникнення ревальвації розширяє зону припливу капіталів. Глобально-центричний приплив капіталів на ринок активів неможливо зупинити рухом курсу вгору. Нагромадження резервів породжує імпліцитні гарантії стабільності курсу. Фінансовий шок зумовлює реверс капіталів, але резерви не втрачаються і країни реагують обвалом курсу. Глобальні гравці заохочуються сталістю курсу «на вході», але «караються» обвалом курсу «на виході». Резерви зберігаються, а фінансовий сектор зазнає додаткових збитків, які компенсуються агресивним кредитуванням останньої інстанції. Останнє, здійснюючись в резервних валютах, консервує ключову роль підтримки ліквідності активів в структурі переваг вже набутого резервного статусу. Національно-центрична відповідь на глобально-центричні шоки як в країнах-емітентах резервних валют, так і в решті світу, не виглядає виграшною стратегією, але вона стає домінуючою з огляду на цілковитий провал будь-яких можливостей здійснення міжнародно погоджених реформ. Значна асиметрія інтересів ключових глобальних акторів посилює ринкові драйвери функціонування глобальних монетарних взаємин з відповідними наслідками щодо формування спонтанних порядків з конкурентним та домінантно-адаптивним типом поведінки країн. Валютні резерви є ключовим елементом руйнації традиційної «трилеми», внаслідок чого спектр можливих спонтанних порядків в глобальних монетарних процесах розширюється.

Прогнозна траєкторія попиту на валютні резерви та обмеження пропозиції резервних валют / активів в рамках даної моделі ринку резервних валют засвідчують формування довгострокової нерівноваги. Розрив між якостями резервних валют та резервних активів став очевидним внаслідок програм кількісного

пом'якшення, які збільшують пропозицію резервних валют, але не збільшують обсяг доступних резервних активів. Політика медіанного центробанку щодо активного управління портфелем зовнішніх активів обмежується бар'єрами переходу з класу ризикових активів в клас надійних активів. При триваючій тенденції до нагромадження державного боргу емітентами резервних активів уся система глобальних валютних резервів може стати ендогенно нестабільною через емерджентну втрату якості та ліквідності репрезентативного набору резервних активів. Розширення доступних резервних активів потребує реконфігурації ринку резервних валют. Валютні війни, як маргінальний вираз домінування односторонніх стратегій, перетворюються на спосіб подовжити життєвий цикл резервної валюти. Дзеркальне відображення цього – нагромадження резервів. Поява нових резервних валют може послабити ступінь напруги в глобальних монетарних взаєминах, але вона не гарантує обмеження односторонньої поведінки. Коли резервний статус валюти перестає бути цінним для центробанку, наприклад, з огляду на те, що він його вже сприймає втраченим, бар'єри монетарної дискреції нівелюються.

Запропонований підхід, на основі якого визначається ринкова структура ринку резервних валют, передбачає ідентифікацію такої структури та дескрипцію макрофінансових ефектів, які вона породжує в екстраполяції на глобальну стабільність. Актуальна ринкова структура на боці пропозиції передбачає наявність асиметричної моновалютності з домінуванням долара США та євро, як основної валюти диверсифікації, а на боці попиту – неоднорідне володіння резервами з елементами надмірної концентрації. Мультивалютна структура ринку резервних валют має наступні переваги: послаблення «дилеми Триффіна»; посилення ефекту дисципліни; гнучкіші курси краще стабілізують глобальну грошову пропозицію. Вона ж має ряд недоліків: курсова волатильність; волатильність потоків капіталу, особливо у випадку зміщення медіанного центробанку у бік активного управління портфелем зовнішніх активів; підвищення чутливості диверсифікації резервів до боргової позиції країн-емітентів тощо.

Водночас, мультивалютність слід сприймати як дефініцію, що має мало спільного з вірогідністю виникнення реалістичної альтернативи поточній ринковій структурі. На боці попиту зміни навряд чи виглядатимуть радикальними. Вони стануть можливими виключно тоді, коли окремі нагромаджувачі резервів змінять модель монетарної політики. На боці пропозиції зміни стосуватимуться виникнення олігополії декількох валют-лідерів з відносним рівнем взаємозамінності (вона буде визначатись належністю до валютного блоку та масштабами нагромаджених резервів як передумови актуалізації мотиву диверсифікації), що буде доповнюватись першим ешелonom валют диверсифікації та ще обмеженим колом нішевих валют, призначених для особливих портфельних стратегій. При цьому, чим більшою мірою падатиме доходність по активах в валютах-лідерах, і чим більшою мірою медіанний центробанк переходитиме до активного управління портфелем зовнішніх активів, тим більшою мірою ставатиме актуальною стратегія збереження вартості та підвищення доходності резервів, забезпечення чого передбачатиме вихід за межі традиційного ринку. Рух у бік повного ринку резервних валют дедалі більше ставатиме еквівалентним пошуку повного ринку резервних активів, до складу якого увійдуть не обов'язково традиційний набір інструментів з фіксованим доходом. Монетарні метали, пряма участь в капіталі тощо закладатимуть паттерни широкої і нестандартної диверсифікації портфеля зовнішніх активів.

Кожна з ринкових структур ринку резервних валют передбачає наявність особливих зовнішніх наслідків та драйверів глобальної макрофінансової нестабільності. Рух від так званої квазі-моновалютності до олігополії долара, євро та юаня, що доповнені набором нішевих валют, допускає підвищення стабільності у сфері глобальної інфляції, але паралельно зі сповільненням глобального попиту на резерви та розширенням діапазону курсових коливань. Зміна форми нестабільності в таких умовах спиратиметься на підвищення курсової волатильності та волатильності потоків капіталу. Валютні структури резервів в розрізі країн тривалий час залишатимуться неусталеними, допоки не виявляться на

рівноважному рівні, параметри якого наперед невідомі. Це означає, що зміни ринкової структури ринку резервних валют не гарантують імунітету від фінансових потрясінь, навіть якщо допускатимуть краще функціонування самого ринку та зниження негативних ефектів, що породжуються, власне, монополією лідера та основної валюти диверсифікації. «Згода» на вибір цільової ринкової структури ринку резервних валют за принципом мінімізації глобальних соціальних втрат слід визнати недосяжною з політикоекономічних міркувань. Така «згода» буде визначатись тим, як ринкові сили в глобальній економіці окреслюватимуть траєкторію переходу до нової структури, очікування виникнення якої породжуватиме модальність адаптивних реакцій та стратегічної поведінки ключових глобальних гравців. Колективний ефект інших учасників також важливий, особливо у випадку, коли не існує однозначних підстав стверджувати про приреченість на виникнення саме такої ринкової структури, а не іншої. Чим більшою мірою матиме місце «пасивна згода», тим швидше укоріниться олігополія валют, низька взаємозамінність між якими визначатиметься не особливостями преференцій менеджерів резервів, а їх відмінними якостями, чи якостями активів, що у них деноміновані. Це створюватиме небезпечні передумови для погіршення якості глобальних резервів в довгостроковому періоді і розриві між їх обсягом та функціональністю. Компенсація функціональності обсягом (гіршої якості) призводитиме до того, що при збереженні траєкторії попиту на резерви квазі-моновалютність може не поступатись більш конкурентній ринковій структурі з точки зору набору негативних екстерналій.

Інтернаціоналізація валют нових глобальних лідерів є закономірним наслідком підвищення їх значення в глобальних економіці та фінансах. Водночас, в умовах конкурентного нагромадження резервів статус резервної валюти не гарантує однозначних вигод. Занижені ставки, обмежені монетарні можливості відсікати приплив капіталів та тиск на конкурентоспроможність стають визначальними факторами обмежень більш конкурентного процесу виділення нових валют-челенджерів. Рівноважне підвищення вартості активів в країнах з

ринками, що формуються, потенційно доповнюючись ефектом резервної валюти, формує передумови для фундаментального конфлікту між конкурентоспроможністю та інфляцією цін активів. Вихід з мінімальними втратами з зони даного конфлікту ставатиме критерієм селекції валют-челенджерів. Виграш тут буде на боці тих країн, які в стартових умовах спиратимуться на переваги масштабу як щодо трансакційної зони, диверсифікації економіки, так і щодо глибини фінансового ринку та переваг стадії фінансового розвитку. Китай, маючи найкращі переваги в категоріях масштабу, не має однозначних переваг в категоріях стадії фінансового розвитку. Аналіз стратегії інтернаціоналізації юаня вказує, що часто невідповідність між стратегією досягнення юанем резервного статусу та фактичними діями у сфері структурних реформ є свідченням, що сам Китай значно більше відчуває свою вразливість до конфлікту такого типу, ніж інші. Тим не менше, агресивна політика поширення закордонного обігу юаня в сукупності зі збереженням обмежень на операції нерезидентів на внутрішньому ринку активів говорить про те, що КНР просуває «гібридну» резервну валюту, розраховуючи на те, що «ренмінбі» самі по собі стануть валютою деномінації резервів, але без ризиків впливу на внутрішній ринок активів з боку припливу капіталів. Така політика є свідченням прагнення отримати односторонні вигоди від інтернаціоналізації «гібридної» резервної валюти. Вона є логічним продовженням небажання КНР модернізувати монетарну політику та фінансовий сектор до рівня, який би був адекватний резервному статусу його валюти. Але при збільшенні частки юаня в глобальних резервах, їх ліквідність однозначно знизиться, що загрожує додатковими ризиками глобальній стабільності.

В світлі інституціональних обмежень на централізовані зміни системи резервних валют та домінування національно-центричних поглядів на глобальну макрофінансову стабільність доступність варіантів забезпечення останньої на рівні глобальної монетарної економіки є вкрай обмеженою. Можна виділити три рівні, на яких відповідні акції позитивно позначаються на досяжності стабільності. На рівні окремих країн макропруденційне регулювання повинно посилити спроможність монетарної політики нейтралізувати

проциклічність потоків капіталу, тим самим знижуючи вразливість країни до коливань глобальної ліквідності і обмежуючи передумови для збереження попередніх траєкторій попиту на резерви. На міжнародному рівні необхідне запровадження наднаціонального моніторингу та нагляду за процесом інтернаціоналізації валют та якості резервних активів з метою поширення інформації про потенційні загрози для функціональності резервів з боку їх структурної композиції. На глобальному рівні необхідно заохочувати формування глобально значимих валютних союзів, основним призначенням яких є зменшення попиту на резерви і, відповідно, послаблення напруги у сфері резервних валют, спрощення глобального фінансового простору та підвищення стабільності у сфері інфляційного зміщення системи завдяки більш гнучким валютним курсам, вразливість до коливань яких індивідуальних країн-учасниць була би нижчою, ніж у випадку збереження моделі «одна країна – одна валюта». Тільки вирішення фундаментальної проблеми зниження попиту на резерви дозволить послабити проблему резервних валют. При цьому, прагматичне визнання, що в їх природу закладений ген генерування зовнішньої нестабільності дозволить краще розуміти варіанти адаптації до екстерналій їх існування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. – М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 384 с.
2. Афонцев С. Проблема глобального управления мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. – 2001. – С. 65-70.
3. Бондаренко А. Какие современные мировые валюты можно считать мировыми? // МЭиМО. – 2003. – №9. – С. 48-52.
4. Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. – К.: К.І.С., 2002. – 306 с.
5. Козюк В.В. Банківський канал монетарної трансмісії: аналіз з позиції глобальної макрофінансової стабільності // Вісник НБУ. – 2012. - №1. – С. 34-41.
6. Козюк В.В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів // Світ фінансів. – 2008. – Вип. 1. – С. 29-40.
7. Козюк В.В. Валютні резерви в глобальних умовах // Фінанси України. – 2007. - №2. – С. 127-137.
8. Козюк В.В. Валютні резерви в умовах глобальної фінансової кризи та у посткризовій перспективі // Вісник НБУ. – 2010. - №10. – С. 59-65.
9. Козюк В.В. Глобалізація та макроструктурні імперфекції припливу капіталів // Банківська справа. – 2010. - №6. – С. 22-36.
10. Козюк В.В. Глобальні дисбаланси та посткризова стагфляційна пастка // Вісник ТНЕУ. -2012. - №5-1. – С. 37-46.
11. Козюк В.В. Глобальні дисбаланси у посткризовій перспективі: аналіз теоретичних підходів // Банківська справа. – 2011. - №5. – С. 30-47.
12. Козюк В.В. Динамічна інконсистентність монетарної політики в контексті глобальних макрофінансових процесів // Банківська справа. – 2009. - №6. – С. 16-30.
13. Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.
14. Козюк В.В. Монетарна політика в глобальних умовах. – Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. – 192 с.
15. Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – 512 с.
16. Козюк В.В. Позиції резервних валют: теоретичний вимір та посткризові зрушення // Економіка України. – 2012. - №7. – С. 55-69.

17. Козюк В.В. Проблеми розшарування глобального монетарного та фінансового простору // Вісник НБУ. – 2007. - №10. – С. 32-38.

18. Козюк В.В. Проблема симетрії національного та міжнародного монетарного режиму з урахуванням принципів економічного порядку // Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України. – Тернопіль: ТНЕУ, 2014. – С. 264-269.

19. Козюк В.В. Системні деформації чинної моделі монетарного устрою світу: теоретичний погляд // Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України. – Тернопіль: ТНЕУ, 2014. – С. 271-281.

20. Козюк В.В. Суверенний попит на активи: індивідуальна раціональність та колективна неефективність // Економіка України. – 2010. - №2. – С. 48-58.

21. Козюк В.В. Фактор очікувань у детермінації глобального кредитного циклу // Банківська справа. – 2012. - №6. – С. 3-25.

22. Козюк В.В. Фінансовий розвиток та ціни активів у процесі реальної конвергенції: теоретичний вимір та глобальні макрофінансові ризики // Банківська справа. – 2013. - №8. – С. 31-49.

23. Козюк В.В. Фінансовий сектор, валютні резерви та глибина шоку під час глобальної кризи // Світ фінансів. – 2010. - №1. – С. 111-125.

24. Козюк В.В. Якість інститутів та відхилення валютних курсів від паритету купівельної спроможності: наслідки для економічного зростання // Журнал європейської економіки. – 2014. – Том 13 (№1). – С. 3-19.

25. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1992. – 520 с.

26. Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293-328.

27. Манделл Р. Необщий взгляд на общую валюту // // Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 127-150.

28. 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.

29. Норт Д. Інституції, інституціональна зміна та функціонування економіки. – К.: Основи, 2000. – 198 с.

30. Acharya V., Schnabl Ph. Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09 // IMF Economic Review. – 2010. – P. 1-37.

31. Adrian T., Shin H.S. Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles // Federal Reserve Bank of New York. – 2008. – Vol. 14. - №1. – P. 1-7.

32. 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.

33. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. - №13277. – P. 3-19.

34. Aizenman J., Chinn M., Ito H. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time // NBER Working Paper. – 2008. - №14533. – P. 1-74.

35. Aizenman J., Chinn M., Ito H. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time. Jan. 09, 2009. // www.voxeu.org.

36. Aizenman J., Chinn M., Ito H. Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma // NBER Working Paper. – 2010. - №15876. – P. 1-54.

37. Aizenman J., Hutchinson M. Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Markets and Fear of Reserve Loss During the 2008-09 Crisis // NBER Working Paper. – 2010. - №16260. – P. 1-21.

38. Aizenman J., Jinjark 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.

39. Aizenman J., Ito H. Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility // NBER Working Paper. – 2012. - №17806. – P. 1-24.

40. Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/198. – P. 1-17.

41. 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.

42. Aizenman J., Marion N. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection // Economic Journal. – 2004. – vol. 17. – P. 370-400.

43. 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.

44. Aizenman J., Sengupta R. The Financial Trilemma in China and a Comparative Analysis with India // Manuscript. – 2011. – P. 1-35.

45. Aizenman J., Sun Y. Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters // NBER Working Paper. – 2008. - №13734. – P. 1-18.

46. An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness // McKinsey Global Institute Discussion Paper. – 2009. – Dec. – P. 1-75.

47. Ananchotikul N., Zhang L. Portfolio Flows, Global Risk Aversion and Asset Prices in Emerging Markets // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/156. – P. 1-33.

48. Andrew W. Domestic Sources of International Monetary Leadership // International Monetary Power. Cornell Studies in Money. – Ed. by Andrews D. – Ithaca: Cornell University Press, 2006. – P. – 51-71.

49. Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. - №444. – P. 1-75.

50. Angeloni I., Sapir A. The International Monetary System is Changing: What Opportunities and Risks for the Euro? // Bruegel Working Paper. – 2011/11. – P. 1-19.

51. 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.

52. Auerbach A. Long-term Fiscal Sustainability in Major Economies // BIS Working Paper. – 2011. - №361. – P. 1-22.

53. Aykut D., Francis J. L., Tereanu E. The Cost of Private Debt Over the Credit Cycle // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/283. – P. 1-30.

54. 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.

55. Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crisis // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160. – P. 1-39.

56. Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. Restoring Debt Sustainability After Crisis: Implications for the Fiscal Mix // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/232. – P. 1-36.

57. 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.

58. Bayoumi T., Dell’Ariccia G., Habermeier K. Mancini-Griffoli T., Valencia F. Monetary Policy in the New Normal // IMF Staff Discussion Note. – 2014. – SDN/14/3. – P. 1-48.

59. Beck R., Weber S. Should Larger reserve Holding Be More Diversified? // ECB Working Paper. – 2010. - №1193. – P. 1-48.

60. Benetrix A., Lane Ph. International Differences in Fiscal Policy During the Global Crisis // NBER Working Paper. – 2010. - №16346. – P. 1-46.

61. 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.

62. Bergsten F. Currency Wars, The Economy of United States and Reform of International Monetary System // Stavros Niarchos Foundation Lecture. – May 16, 2013. – P. 1-48.

63. 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.

64. Bergsten F., Gagnon J. Currency Manipulations, the US Economy, and the Global Economic Order // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-25. – P. 1-25.

65. 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.

66. Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. – 2004. – P. 1-31.

67. Bernanke B. The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit // Speech Delivered at the Sandridge Lecture, Richmond, VA., March 10., 2005.

68. Bernanke B., Gertler M. Monetary Policy and Asset Price Volatility // Fed of Kansas City Economic Review. – 1999. – 4th quarter. – P. 17-51.

69. Bernanke B., Woodford M. Inflation forecasts and Monetary Policy // Journal of Money, Credit, and Banking. – 1997. – Vol. 29. - №4. – P. 663-684.

70. Bibow J. The Global Crisis and the Future of the Dollar: Toward Bretton Woods III? // Levy Economics Institute Working Paper. – 2010. - №584. – P. 1-19.

71. Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/03. – P. 1-18.

72. Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular // IMF Staff Discussion Note. – 2013. – SDN/13/03. – P. 1-26.

73. Blanchard O., Milesi-Ferretti G.-M. Global Imbalances: In Midstream? // IMF Staff Position Note. – 2009. – SPN/09/29. – P. 1-31.

74. Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. – 2000. – P. 1-4.

75. Bordo M., James H. The European Crisis in the Context of Historical Trilemmas. Oct. 19, 2013. // www.voxeu.org.

76. Borio C. Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters? // BIS Working Paper. – 2011. - №353. – P. 1-17.

77. Borio C. Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery // BIS Working Paper. – 2014. - №440. – P. 1-23.
78. Borio C. Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward // BIS Working Paper. – 2011. - №354. – P. 1-37.
79. Borio C. The International Monetary and Financial System: Its Achilles Heel and What to Do About It // BIS Working Paper. – 2014. - №456. – P. 1-27.
80. Borio C. The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? // BIS Working Paper. – 2012. - №395. – P. 1-18.
81. Borio C. The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. – 2008. - №251. - P. 1-28.
82. Borio C., Disyatat P. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link // BIS Working Paper. – 2011. - №346. – P. 1-37.
83. Borio C., Disyatat P. Low Interest Rates and Secular Stagnation: Is Debt a Missing Link? // www.voxeu.org.
84. Borio C., Disyatat P. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal // BIS Working Paper. – 2009. - №292. – P. 1-29.
85. 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.
86. Borio C., Filardo A. Back to the Future? Assessing the Deflation Record // BIS Working Paper. – 2004. - №152. – P. 1-61.
87. Borio C., James H., Song Shin H. The International Monetary and Financial Stability: A Capital Account Historical Perspective // BIS Working Paper. – 2014. - №457. – P. 1-26.
88. Borio C., Lowe Ph. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? // BIS Working Paper. – 2004. - №157. – P. 1-51.
89. Borio C., Toniolo G. One Hundred and Thirty Years of Central Bank Cooperation: A BIS Perspective // BIS Working Papers. – 2006. - №197. – P. 1-50.
90. Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. - №147. – P. 1-51.
91. Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. - №911. – P. 5-25.
92. Brahmabhatt M., Canuto O., Ghosh S. Currency Wars Yesterday and Today // The World Bank Economic Premise. – 2010. - №43. – P. 1-6.
93. Brousseau V., Detken C. Monetary Policy and Fears of Financial Instability // ECB Working Paper. – 2001. - №89. – P. 9.
94. Buiter W., Sibert A. New Theories of Optimum Currency Areas and Their Application to Poland's Adoption the Euro: the Asymmetric-shocks-on-its-head

and the Lender-of-last-resort Theories of Optimal Currency Areas // London School of Economics and Political Science Brief. – 2008. – Oct. – P. 1-16.

95. Caballero R. On the Macroeconomics of Assets Shortages // NBER Working Paper. – 2006. - №11996. – P. 1-24.

96. Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates // NBER Working Paper. – 2006. – №11996. – P. 1-34.

97. 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.

98. Campanella M. The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System // European Center for International Political Economy Working Paper. – 2014. - №1. – P. 1-17.

99. Canzoneri M., Cumby R., Diba B., Lopez-Salido D. The Macroeconomic Implications of Key Currency // NBER Working Paper. – 2008. - №14242. – P. 1-42.

100. Caruana J. The International Monetary and Financial System: Eliminating the Blind Spot // BIS Speeches. – 2015. – P. 1-7.

101. Carroll Ch., Jeanne O. A Tractable Model of Precautionary Reserves, Net Foreign Assets, or Sovereign Wealth Funds // IIE Working Paper. – 2009. – WP 09-10. – P. 1-36.

102. Cecchetti S., Debelle G. Has the Inflation Process changed? // BIS Working Papers. – 2005. – №185. – P. 1-61.

103. 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.

104. Cetorelli N., Goldberg L. Global Banks and International Shock Transmission: Evidence From the Crisis // NBER Working Paper. – 2010. - №15974. – P. 1-41.

105. Chen J., Imam P. Causes of Asset Shortages in Emerging Markets // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/114. – P. 1-41.

106. Chinn M. Global Spillovers and Domestic Monetary Policy. The Effects of Unconventional Measure // BIS Working Paper. - №436. – P. 1-44.

107. Chinn M., Frankel J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency // G7 Current Account Imbalances Sustainability and Adjustment. – Chicago: University of Chicago Press, 2007.

108. Chinn M., Frankel J. Why the Euro Will Rival the Dollar // International Finance. – 2008. – 11(1). – P. 49-73.

109. Chitu L., Eichengreen B., Mehl A. When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets // ECB Working Paper. – 2012. - №1433. – P. 1-43.

110. 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.

111. Clarida R., Gali J., Gertler M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective // Journal of Economic Literature. – 1999. - №37(4). – P. 1661-1707.

112. Claessens S. An Overview of Macroprudential Policy Tools // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/214. – P. 1-37.

113. Claessens S., Ghosh S., Mihet R. Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/155. – P. 1-35.

114. Cline W., Williamson J. Currency Wars? // Institute for International Economics Policy Brief. – 2010. – PB 10-26. – P. 1-12.

115. Cohen B. Currency and State Power. – Santa Barbara: University of California, 2010.

116. Cohen B. Currency Choice in International Bond Issuance // BIS Quarterly Review. – 2005. – June. – P. 53-66.

117. Cohen B. The Geography of Money. – Ithaca, NY: Cornell University Press, 1998.; Cohen B. The Future of Money. – Princeton, NJ: Princeton University Press, 2004.

118. Cohen B. The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy. – 2012. – P. 1-11.

119. Cohen B. Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2014. - №453. – P. 1-26.

120. Cohen B., Benney T. What Does the International Currency System Look Like? // Department of Political Science University of California, 2012. – P. 1-31.

121. Cook D., Devereux M. Sharing the Burden: Monetary and Fiscal Responses to a World Liquidity Trap // NBER Working Paper. – 2011. - №17131. – P. 1-36.

122. Cooper R. The Future of the Dollar // Institute for International Economics Policy Brief. – 2009. – PB09-21. – P. 1-6.

123. Cooper R. Key Currencies after the Euro. – 1997. // www.post.economics.harvard.edu.

124. Corden W. The Logic of the International Monetary Non-System // Reflections on a Troubled World Economy. – ed. by F.Machlup, G.Fels, H.Muller-Groeling. – London: Trade Policy Research Centre, 1983.

125. Crispolti V., Tsibouris G. International Reserves in Low Income Countries: Have They Served as Buffers? // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/7. – P. 1-36.

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

127. Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific // BIS Papers. – 2011. - №61. – P. 1-236.

128. Currency Wars / Ed. by Dadush U., Eidelman V. – Carnegie Endowment, 2011. – 118 p.

129. Dailami M., Masson P. Prospects for a Multipolar International Monetary System // Danish Institute for International Studies Report. – 2011: 13. – P. 1-64.

130. Darius R., Radde S. Can Global Liquidity Forecast Asset Prices? // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/196. – P. 1-24.

131. Do Central Bank Policies Since the Crisis Carry Risks to Financial Stability? // IMF Global Financial Stability Report. – 2013. – Apr. – Chapter 3. – P. 1-34.

132. Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System // NBER Working Paper. – 2003. – №9971.

133. 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.

134. Dorrucchi E., McKay J. The International Monetary System After the Financial Crisis // ECB Occasional Paper. – 2011. - №123. – P. 1-62.

135. 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.

136. 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.

137. Ehrmen M., Fratzscher M. Global Financial Transmissions of Monetary Policy Shocks // ECB Working Papers. – 2006. – №616. – P. 5-53.

138. Eichengreen B. Exchange Rate Regimes and Capital Mobility: How Much of the Swoboda Thesis Survives? // NBER Working Paper. – 2008. - №14100. - P. 1-22.

139. Eichengreen B. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of International Monetary System. – Oxford, New York: Oxford University Press, 2011.

140. Eichengreen B. Hegemonic Stability Theories of International Monetary System // NBER Working Paper. – 1987. - №2193.

141. Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // NBER Working Paper. – 2004. – №10497.

142. Eichengreen B. Implications of the Euro's Crisis for International Monetary Reform // Paper Prepared for Session A New International Monetary

Order? at the Allied Social Science Associated Meetings, Chicago, Jan. 6, 2012. – P. 1-7.

143. Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 1-16.

144. Eichengreen B. Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/116. – P. 1-26.

145. Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. – Wash. D.C.: Institute for International Economy, 1999. – 216 p.

146. Eichengreen B. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect // IMF Working Paper. – 2000. – wp/00/131. // www.imf.org.

147. Eichengreen B. The Dollar's Days as a Reserve Currency Are Numbered // Financial Times. – 2012. – Oct. 8. // www.ft.com.

148. 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.

149. Eichengreen B., Feldman R., Leibman J., Wyplosz Ch. Public Debts: Nuts, Bolts and Worries. – Geneva Reports on the World Economy 13. – 2011. – 164 p.

150. Eichengreen B., Flandreau M. The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency // BIS Working Paper. – 2010. - №328. – P. 1-34.

151. Eichengreen B., Flandreau 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. – P. 1-48.

152. Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. – 1999. – №7418. – P. 1-54.

153. Eichengreen B., Kletzer K., Mody A. The IMF in a World of Private Capital Markets // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/84. – P. 1-34.

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

155. Euro, Dollar, Yuan Uncertainties. Scenarios on the Future of the International Monetary System // World Economic Forum World Scenario Series. – 2012. – June. – P. 1-36.

156. Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. – 2001. – №193. – P. 1-61.

157. Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. – London: CEPR, 2011. – 78 p.

158. Filardo A., Yetman J. The Expansion of Central Bank Balance Sheets in Emerging Asia: What Are the Risks? // BIS Quarterly Review. – 2012. – June. – P. 47-63.

159. Financial Deepening and International Monetary Stability // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/16. – P. 1-21.

160. Flandreau M., Jobst C The Empirics of International Currencies: Network Externalities, History and Persistence // Economic Journal. – 2009. – 119(537). – P. 643-664.

161. 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.

162. Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis // ECB Working Paper. – 2009. - №1060. – P. 1-42.

163. Fratzscher M., Duca Lo M., Straub R. On the International Spillovers of US Quantitative Easing // ECB Working Paper. – 2013. - №1557. – P. 1-64.

164. Fratzscher M., Mehl A. China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System // CEPR Discussion Paper. – 2011. - №8671.

165. Fratzcher M., Mehl A. China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System // ECB Working Paper. – 2011. – №1392. – P. 1-46.

166. Fratzscher M., Mehl A., Vansteenkiste I. 130 Years of Fiscal Vulnerabilities and Currency Crashes in Advanced Economies // Paper Presented at IMF-EUI "Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability" Conference, Florence, 6-7 June 2011. – P. 1-52.

167. Francoise N. Post-Crisis Regional Financial and Monetary Cooperation in East Asia: A View from Europe // www.apeaweb.org.

168. Frankel J. What's In and Out in Global Money // IMF Finance and Development. – 2009. – Sept. – P. 13-17.

169. Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. – 2001. – №8634. – P. 1-108.

170. Frieden J. Global Governance of Global Monetary Relations: Rationale and Feasibility // Paper Presented at a Symposium on Global Governance – Proposals for Reform held in Kiel, Germany, June 18, 2008. – P. 1-14.

171. Friedman B. The Simple Analytics of Monetary Policy: A Post-Crisis Approach // NBER Working Paper. – 2013. - №18960. - P. 1-35.

172. Frydl E. The Length and Costs of Banking Crises // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/30. – P. 1-36.

173. Funding Patterns and Liquidity Management of International Active Banks // CGFS Papers. – 2010. - №39. – P. 1-48.

174. Funke M., Shu Ch., Cheng X., Eraslan S. Assessing the CNH-CNY Pricing Differential: Role of Fundamentals, Contagion and Policy // BIS Working Paper. – 2015. - №492. – P. 1-26.
175. Gagnon J. Currency Wars // Milken Institute Review. – 2013. – Jan. – P. 1-8.
176. Gagnon J., Hinterschweiger M. The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy. – Peterson Institute for International Economics: Wash. (D.C.), 2011. – 94 p.
177. Gattini L., Hiebert P. Forecasting and Assessing Euro Area House Prices Through the Lens of Key Fundamentals // ECB Working Paper. – 2010. - №1249. – P. 1-40.
178. Genberg H. Currency Internationalization: Analytical and Policy Issues // BIS Speeches. – 2015. – P. 1-10.
179. Ghilardi M., Peiris Sh. Capital Flows, Financial Intermediation, and Macroprudential Policies // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/157. – P. 1-31.
180. Ghosh A., Ostry J., Tsangarides Ch. Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980 // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/34. – P. 1-39.
181. Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications // Committee on the Global Financial System Papers. – 2011. - №45. – P. 1-39.
182. Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109-156.
183. Goldberg L., Tille C. Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar // NBER Working Paper. – 2008. - №13820.
184. 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.
185. Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // IIE Working Paper. – 2005. – 05-7. – P. 1-115.
186. 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.
187. 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.
188. Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2007. - №13580. – P. 1-42.

189. Goodfriend M., King R. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // NBER Macroeconomic Annual. – Cambridge: MIT Press, 1997. – P. 231-283.
190. 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.
191. Goodhart Ch. The Conduct of Monetary Policy // Economic Journal. – 1989. – Vol. 99 (396). – P. 293-346.
192. Gruber J., Kamin S. Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances? // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. – 2008. – №923. – P. 1-69.
193. Gourinchas P.-O., Rey H. From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the Exorbitant Privilege // G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment. – Ed. by R. Clarida. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – P. 11-55.
194. Gourinchas P.-O., Rey H. International Financial Adjustment // Journal of Political Economy. – 2007. – №115(4). – P. 665-703.
195. Gusberg B. World Bank - Currency Wars // Harvard Model Congress Asia 2013. – P. 1-7.
196. Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF. – IMF. – 2009. – P. 1-13.
197. International Role of the Euro. – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. – 212 p.
198. Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/17. – P. 1-25.
199. Irwin D. Esprit de Currency // IMF Finance and Development. – 2011. – June. – P. 30-33.
200. Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis / Ed. by L. Reichlin and R. Baldwin – London: CEPR, 2013. – 140 p.
201. Issing O. Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be? // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/97. – P. 1-18.
202. Jeanne O. The Dollar and Its Discontents // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-10. – P. 1-25.
203. Jeanne O. The Global Liquidity Trap // John Hopkins University Economic Papers. – 2009. – Oct. – P. 1-42.
204. Jorda O., Schularick M., Taylor A. Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances. – 2010. – Oct. – P. 1-43.

205. Jorda O., Schularick M., Taylor A. Leverage, Business Cycles, and Crises // NBER Working Paper. – 2011. - №17621. – P. 1-37.
206. Haas De R., Lelyveld Van I. Multinational Banks and the Global Financial Crisis: Weathering the Perfect Storm? // EBRD Working Paper. – 2011. - №135. – P. 1-20.
207. Hannoun H. The Expanding Role of Central Banks Since the Crisis: What are the Limits? // BIS Speeches. – 2010. – June. – P. 1-10.
208. Hannoun H. Monetary Policy in the Crisis: Testing the Limits of Monetary Policy // BIS Speeches. – 2012. – February. – 1-23.
209. 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.
210. Hayek F.A. Monetary Nationalism and World Stability. – London: Longmans, 1937. – 104 p.
211. He D., McCauley R. Eurodollar Banking and Currency Internationalization // BIS Quarterly Review. – 2012. – June. – P. 33-46.
212. Hoffmann B., Bogdanova B. Taylor Rules and Monetary Policy: A Global Great Deviation? // BIS Quarterly Review. – 2012. – Sept. – P. 37-49.
213. Hofmann B., Zhu F. Central Bank Asset Purchases and Inflation Expectations // BIS Quarterly Review. – 2013. – March. – P. 23-36.
214. How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97-134.
215. Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. – 2003. – №6. – P. 1-42.
216. Huang Y., Lynch C. Does Internationalizing the RMB Make Sense for China? // Cato Journal. – 2013. – Vol. 33. - №3. – P. 571-585.
217. Huang Y., Wang D., Fan G. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2014. - №482. – P. 1-30.
218. Kamps A. The Euro as Invoicing Currency in International Trade // ECB Working Paper. – 2006. – №665. – P. 3-57.
219. Kenen P. The Role of the Dollar as an International Currency // Group of Thirty Occasional Papers. – 1983. - №13.
220. Key Aspects of Macroprudential Policy // IMF Policy Paper. – 2013. – June 10. – P. 1-61.
221. Kiminori M., Kiyotaki N., Matsui A. Toward a Theory of International Currency // Review of Economic Studies. – 1993. - №60. – P. 283-307.
222. Klein M., Shambaugh J. Is the Dilemma with Trilemma? Sept. 27, 2013. // www.voxeu.org.

223. Krichene N. Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/130. – P. 1-26.
224. Krugman P. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect // Exchange Rate Theory and Practice / Ed. by J.Bilson and C.Marston. – Chicago: University of Chicago Press, 1984.
225. Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. – 2001. – №7. – P. 1-29.
226. Kuttner K., Posen A. Inflation, Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility // Institute for International Working Papers. – 2004. – №6. – P. 1-28.
227. Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises: a New Database // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/224. – P. 1-46.
228. 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.
229. Lee Jong-Wha. Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? // Asian Development Bank. – 2010. – June. – P. 1-33.
230. Lee Sung-il. Opening Remarks // Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific // BIS Papers. – 2011. - №61. – P. 4-5.
231. 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.
232. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – №353. – P. 1-65.
233. Lindert P. The World Money Climate and the Ultimate Exchange-Rate Choices // International Economics. 9th ed. – Homewood: Irwin, 1991. – P. 495-530.
234. Ma G., McCauley R. Is China or India More Financially Open? // BIS Working Papers. – 2013. - №410. – P. 1-35.
235. 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.
236. Mateos y Lago I., Duttgupta R., Goyal R. The Debate on the International Monetary System // IMF Staff Position Note. – 2009. – SPN/09/26. – P. 1-25.

237. McCauley R. Renminbi Internationalization and China's Financial Development // BIS Quarterly Review. – 2011. – Dec. – P. 41-56.

238. McCauley R., McGuire P., Peter von G. The Architecture of Global Banking: From International to Multinational // BIS Quarterly Review. – 2010. – March. – P. 25-37.

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

240. McKinnon R. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? // www.stanford.edu.

241. McKinnon R., Liu Zh. Modern Currency Wars: The United States versus Japan // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2013. - №437. – P. 1-25.

242. 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. 1-44.

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

244. Mendoza E., Terrones M. An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/226. – P. 1-50.

245. 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.

246. Mohan R. Global Spillovers and Domestic Monetary Policy: An Emerging Market Perspective // BIS Working Paper. – 2013. - №436. – P. 45-54.

247. Mohan R., Debabrata Patra M., Kapur M. The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/224. – P. 1-42.

248. Multipolarity: The New Global Economy. – World Bank: Wash. (D.C.), 2011.

249. Obstfeld M. International Liquidity: The Fiscal Dimension // Monetary and Economic Studies. – 2011. – Nov. – P. 33-48.

250. Obstfeld M. Lenders of Last Resort in a Globalized World // Keynote address prepared for the 2009 International Conference, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, May 27-28, 2009. – P. 1-30.

251. Obstfeld M. The Immoderate World Economy // 3rd Annual Journal of International Money and Finance Conference, UC Santa Cruz, May 2009. – P. 1-23.

252. Obstfeld M. The International Monetary System: Living with Asymmetry // NBER Working Paper. – 2011. - №17641. – P. 1-61.

253. Obstfeld M. Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization // BIS Annual Conference, June 2014.

254. Obstfeld M., Rogoff K. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes // Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009. – P. 1-64.

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

256. 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.

257. 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.

258. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008 // Paper to be presented at the ASSA Meeting, San Francisco, Jan. 3-5, 2009. – P. 1-15.

259. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves // NBER Working paper. – 2008. - №14217. – P. 1-48.

260. 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.

261. Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. – Paris, 2011. – 23 p.

262. Papaioannou E., Portes R. Costs and Benefits of Running an International Currency // European Commission Economic Papers. – 2008. - №348. – P. 1-95.

263. 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.

264. Pisani-Ferry J., Posen A. The Euro at Ten: The Next Global Currency? // Institute for International Economics Conference Paper. – 2009. // www.iie.com.

265. Posen A. The Euro at Five: Ready for a Global Role? // Institute for International Economics Conference Paper. – 2005. // www.iie.com.

266. Prasad E. Global Safe Assets // Paper Presented at XI BIS Annual Conference held in Lucerne, June 20-21, 2012. – P. 1-52.

267. Prasad E. Role Reversal in Global Finance // NBER Working Paper. – 2011. - №17497. – P. 1-53.

268. 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.

269. Prasad E., Ye L. The Renminbi's Role in the Global Monetary System. – 2011. – P. 1-32.

270. 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.

271. Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking / Edited by S. Claessens, S. Evenett, B. Hoekman. – CEPR: A VoxEU.org publication, 2010. – 215 p.

272. Reform of the International Monetary and Financial System. Trade and Development Report. Chapter IV. – UN: Geneva, 2009. – P. 113-132.

273. Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Debt Overhangs: Past and Present // NBER Working Paper. – 2012. - №18015. – P. 1-29.

274. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System. – NY: UN, 2009. – 140 p.

275. Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1-35.

276. Rethinking Central Banking: Committee on International Economic Policy and Reforms. – Wash. (D.C.): Brookings, 2011. – 38 p.

277. Rey H. Dilemma not Trilemma: Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // Federal Bank of Kansas City Economic Policy Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy, Jackson Hole, 22-24 August, 2013. – Kansas City Fed, 2013. – P. 285-333.

278. Reynard S. Assessing Potential Inflation Consequences of QE after Crises // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-22. – P. 1-25.

279. Rickards J. Currency Wars Revisited // CFA Institute. – 2014. – Third Quarter. – P. 15-22.

280. Rickards J. Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis. – London, Penguin Books, 2011. – 342 p.

281. Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // NBER Working Paper. – 2006. – №11952. – P. 1-26.

282. 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.

283. 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.

284. Rogoff K., Reinhart C. The Aftermath of Financial Crisis // NBER Working Paper. – 2009. - №14587. – P. 1-38.

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

286. Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // ECB Working Paper. – 2010. - №121. – P. 1-37.

287. Sa F., Wieladek T. Monetary Policy, Capital Inflows and the Housing Boom // Bank of England Working Paper. – 2010. - №405. – P. 1-39.

288. Saborowski Ch. Capital Inflows and the Real Exchange Rate: Can Financial Development Cure the Dutch Disease? // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/20. – P. 1-42.

289. Safe Assets: Financial System Cornerstone? Chapter 3. // IMF Global Financial Stability Report. – Chapter 3. – IMF: Wash. (D.C.), 2012. – Apr. – P. 81-122.

290. Schenk C. The Decline of Sterling Managing the Retreat of an International Currency, 1945-1992. – NY: Cambridge University Press.

291. Schnabl G., Freitag S. Reverse Causality in Global Current Accounts // ECB Working Paper. – 2010. - №1208. – P. 1-34.

292. Schularick M. 140 Years of Financial Crises: Old Dog, New Tricks // Free University of Berlin. – 2010. – Aug. – P. 1-26.

293. Schularick M., Taylor A. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008 // NBER Working Paper. – 2009. - №15512. – P. 1-41.

294. Siber H. The Concept of a World Economic Order // Kiel Institute of World Economy Working Paper. – 2008. - №1392.

295. Sibert H. The World Economy. – London and New York: Routledge, 1999.

296. Shin H.S. Global Liquidity // Remarks at the IMF conference “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”. IMF. Wash. (D.C.), 2011. March 7-8. – P. 1-9.

297. Shin H.S., Shin K. Procyclicality and Monetary Aggregates // NBER Working paper. – 2011. - №16836. – P. 1-27.

298. Speigel M. Quantitative Easing by the Bank of Japan // Fed of San Francisco Economic Letter. – 2001. - №2001-31. – P. 1-26.
299. Strange S. The Politics of International Currencies // World Politics. – 1971. – vol. 23. – №2. – P. 215-231.
300. Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead. – IMF. – 2011. – P. 1-32.
301. Subramanian A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working paper. – 2011. – WP 11-14. - P. 1-33.
302. Subramanian A., Kessler M. The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go? // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-19. – P. 1-36.
303. 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.
304. The Chinese Dominance Hypothesis and the Potential Emergence of a Tri-polar Global Currency System // International Role of the Euro. – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. - P. 33-38.
305. The Euro at Ten: Lessons and Challenges. Fifth ECB Central Banking Conference. 13-14 November, 2008 / Ed. By B. Mackowiak, F. Mongelli, C. Nobiet, F.Sine. – Frankfurt-on-Main: ECB, 2008. – 317 p.
306. The Euro AT 10: Europeanization, Power, and Convergence / Ed. By K. Dyson. – Oxford University Press, 2008. – 453 p.
307. The Euro at Ten: Performance and Challenges for the Next Decade. – Goldman Sachs European Economic Group. 2008. – 141 p.
308. The Euro at Ten: The Next Global Currency? / Ed. By J. Pisani-Ferry and A. Posen. – 2009. – 252 p.
309. The Good, The Bad, And the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Chapter 3. // IMF World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2012. – Oct. – P. 1-29.
310. The Functioning and Resilience of Cross-Border Funding Markets // CGFS Papers. – 2010. - №37. – P. 1-30.
311. Thimann Ch. Global Roles of Currencies // ECB Working Paper. – 2009. - №1031. – P. 1-36.
312. Thimann Ch. Global Role of Currencies // International Finance. – 2008. – 11(3). – P. 211-245.
313. Triffin R. Gold and Dollar Crisis. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. – 246 p.
314. Truman E. The International Monetary System and Global Imbalances // Paper Presented at Conference International Monetary System: Looking to the

Future and Lessons from the Past, Institute for International Economics, Dec. 15, 2009. – P. 1-10.

315. Truman E. John Williamson and the Evolution of the International Monetary System // Institute for International Economics Working Paper. – 2012 – WP 12-13. - P. 1-56

316. 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.

317. Truman E. Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability // Institute for International Economics Policy Brief. – 2007. – PB07-6. - P. 1-8.

318. Truman E., Wong A. The Case for an International Reserve Diversification Standard // Institute for International Economics Working Papers. – 2006. – WP 06-2. – P. 1-46.

319. Turner Ph. Is the Long-term Interest Rate a Policy Victim, a Policy Variable or a Policy Lodestar? // BIS Working Paper. – 2011. - №367. – P. 1-39.

320. Turner D., Spinelli Fr. Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics // OECD Economics Department Working Paper. – 2011. – ECO/WKP(2011)88. – P. 1-26.

321. Turner Ph. The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs // BIS Working Paper. – 2014. - №441. – P. 1-19.

322. Ugai H. Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses // Bank of Japan Working Paper. – 2006. - №06-E-10. - P. 1-42.

323. Vallee Sh. The Internationalization Path of the Renminbi // Bruegel Working Paper. – 2012. - №5. – P. 1-40.

324. Walter N. The Euro: Well Established as a Reserve Currency // Deutsche Bank Research. – 2005. – Sept. 8. – P. 1-12.

325. Warnock F., Warnock V. International Capital Flows and US Interest Rates // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2005. – №840. – P. 1-42.

326. When Did the Dollar Overtake the Pound Sterling as the Leading International Currency? The “Old View” Versus the “New View” // International Role of the Euro. – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. - P. 39-45.

327. White W. Credit Crises and the Shortcomings of Traditional Policy Responses // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. - №48. – P. 1-34.

328. White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – №205. – P. 1-20.

329. White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – №193. – P. 2-20.
330. White W. Should Monetary Policy “Lean or Clean”? // Fed of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper. – 2009. - №34. – P. 1-24.
331. Williamson J. On the Agenda of Bretton Woods II Institute for International Economics Speeches, Oct. 28, 2008. // www.petersoninstitute.org.
332. Williamson J. Reference Rates and the International Monetary System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economy, 2007. – 104 p.
333. Williamson J. Target Zones and the Management of the Dollar. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1986.
334. Williamson J. The Exchange Rate System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1985.
335. Williamson J. The Failure of World Monetary Reform, 1971-1974. – N.-Y.: New York University Press, 1977.
336. Williamson J. A Worldwide System of Reference Rate // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. – 2006. - №130. – P. 5-17.
337. Williamson J., Miller M. Targets and Indicators // Policy Analyses in International Economics. – 1987. – №22. – P. 346-362.
338. Woodford M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. – Princeton: Princeton University Press, 2003.
339. Yu Y. Revisiting the Internationalization of the Yuan // Asian Development Bank Institute Working Paper. – 2012. - №366. – P. 1-26.
340. Zhou X. Reform the International Monetary System // BIS Speeches. - 2009. // www.bis.org.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Індивідуальна раціональність та колективна неефективність попиту на резерви³⁰⁷

Взаємозв'язок між нагромадженням резервів, глобальними дисбалансами та нестабільністю глобального рівня можна представити у вигляді рівноважної моделі. В основу аналізу даної проблеми необхідно покласти модель *GCM-RA*, яка вже нами розглядалась і яка пояснює, чому експансія глобальних фінансових дисбалансів, призводячи до примноження імперфекцій ринків капіталу, спонукає до нагромадження валютних резервів³⁰⁸. Відповідно, тут досягається рівноважне поєднання збільшеного обсягу резервів як способу страхування від імперфекцій та експансії ринків капіталу, які такі імперфекції примножують. Дана модель береться за основу тому, що вона найбільш повно у категоріях ринкової рівноваги показує раціональність вибору щодо збільшення валютних резервів у світі. Втім, з точки зору загальної глобальної рівноваги даний вибір не гарантує покращення ситуації в цілому, що видно з аналізу чотирьох-секторної рівноважної моделі (рис. А1).

На рис. А1 умовні позначення мають наступний 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 доход та споживання;

OY2 – глобальні процентні ставки;

³⁰⁷ Більш детальний опис даної моделі представлено у: Козюк В.В. Суверенний попит на активи: індивідуальна раціональність та колективна неефективність // Економіка України. – 2010. - №2. – С. 48-58.

³⁰⁸ Детальніше див.: 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.

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 глобальних фінансових дисбалансів.

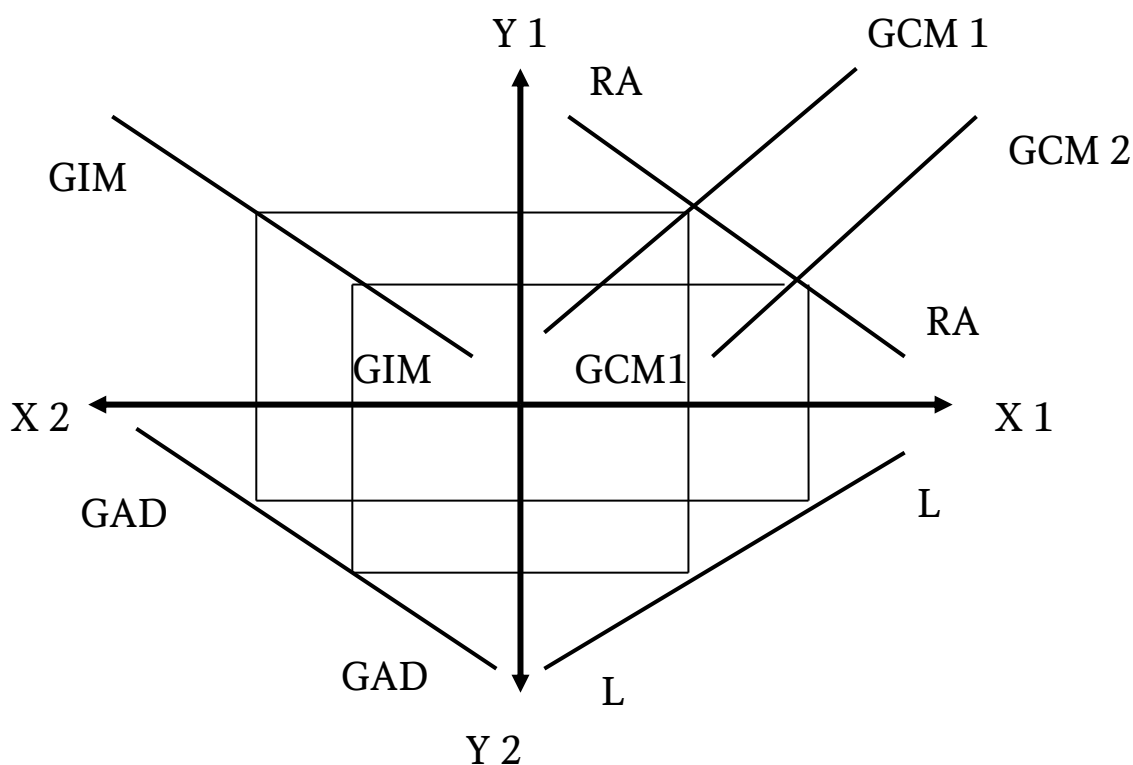


Рис. А1. Макромодель глобальних дисбалансів

Взаємодія між наведеними на рис. А1 змінними глобальної економіки та їх пояснення найпростіше викласти з допомогою матриці, яка просторово буде еквівалента вісям координат (див. рис. А2).

<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. Дане 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 в системі ставлення до ризику, а зростання цін на первинні ресурси реструктуризує співвідношення між ризиком та доходом в розрізі сегментів глобального фінансового ринку та в розрізі окремих країн та регіонів. Стохастичність даних процесів в сукупності призводить 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 слід 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 у 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 в 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. А2. Інтерпретація взаємодії змінних у макромоделі глобальних дисбалансів рис. А1.

Основний висновок, який випливає з аналізованої макромоделі: в умовах збереження принципу загальної глобальної макрорівноваги індивідуальне страхування від ризику глобальних валютно-фінансових дестабілізацій не призводить до кумулятивного позитивного ефекту.

ДОДАТОК Б

Потоки капіталів, очікування та дисбаланси: глобально-центричні та національно-центричні драйвери³⁰⁹

Суттєві відмінності в макрофінансових ефектах національно-центричних та глобально-центричних детермінантах потоків капіталу ідентифікуються на макроструктурні імперфекції. Вони визначають те, яким є характер зв'язків між джерелом шоку, факторами приваблення / виштовхування капіталів, цільовим ринком, реакцією фінансового сектора та оптимальною реакцією органів макроекономічної політики табл. Б1. Неспроможність вчасно ідентифікувати відмінності національно-центричних та глобально-центричних факторів припливу капіталів коріняться в проблемі системної складності глобальних фінансових ринків і призводять до помилок у виборі інструментів економічної політики.

³⁰⁹ Детальніше ця проблема висвітлена в: Козюк В.В. Глобалізація та макроструктурні імперфекції припливу капіталів // Банківська справа. – 2010. - №6. – С. 22-36.; Козюк В.В. Фактор очікувань у детермінації глобального кредитного циклу // Банківська справа. – 2012. - №6. – С. 3-25.

Таблиця Б1. Варіанти розвитку макрофінансової ситуації в залежності від обсягів глобальних потоків капіталу та кількості залучених країн

Обсяги (масштаб) потоків капіталу	ЗНАЧНІ	<p>Приплив капіталів може легко перетворитись у гру Понзі, оскільки розігрів обмеженого набору ринків є відносно легкий при значному припливі капіталів. Спекуляція може бути одразу впізнана в зв'язку з обмеженою кількістю ринків, яких це стосується.</p> <p>Основна макроекономічна реакція – гнучкість валютного курсу</p>	<p>Ситуація можлива в умовах експансії глобальної ліквідності. Приплив капіталів стає фактором роздування фінансової бульбашки та перебуває у само підтримуваному зв'язку із глобальними фінансовими дисбалансами. Розігрів окремого ринку залежить від його глибини та можливих альтернатив (елітна нерухомість). Перегрів фінансового сектора та експансія споживання неминучі, але оскільки вони стосуються більшості країн, то негативні наслідки і ризики платіжного балансу актуалізуються із тривалим лагом. Лаг може розтягуватись в зв'язку із можливим, відстаючим від експансії ліквідності, зростанням реального ВВП.</p> <p>Основна макроекономічна реакція – обмежена гнучкість валютного курсу (для збереження конкурентоспроможності), координація фіскальної та монетарної політики для гальмування споживання, посилення регуляторних вимог до фінансового сектора.</p>
	НЕЗНАЧНІ	<p>Ситуація асоціюється із початковим етапом розвитку глобалізації. Капітал спрямовується на найбільш ефективні ринки. Вірогідність спекуляцій та перегріву незначна.</p> <p>Основна макроекономічна реакція – гнучкість валютного курсу</p>	<p>Висока конкуренція за залучення капіталів та істотна варіація спредів. Можливе завищення процентних ставок для приваблення припливу капіталів. Така ситуація вірогідна в умовах стиснення глобальної ліквідності, завдяки чому приплив капіталів сприймається як сигнал для зростання вартості активів, що може випереджати реальне покращення економічної ситуації.</p> <p>Основна макроекономічна реакція – гнучкість валютного курсу</p>
		Незначна	Значна
		Кількість залучених країн	

Взаємодія раціональних очікувань у фінансовому та реальному секторі накладають свій відбиток на траєкторії дисбалансів. Кредитний цикл та потоки капіталів є відображенням проблеми неспівпадіння чи симетрії таких очікувань (табл. Б2-Б3).

**Таблиця Б2. Наслідки симетрії/асиметрії очікувань
у фінансовому секторі, реальному секторі та секторі домогосподарств
щодо кредитного циклу**

		Очікування у фінансовому секторі	
		Негативні (стримані)	Позитивні (оптимістичні)
Очікування у реальному секторі	Негативні (стримані)	Падіння обсягів кредитування, уповільнення інвестицій та споживання. Підвищення ставок, зростання надбавки за ризик та ліквідність, посилення кредитних стандартів. Розширення негативної зони ВВП-розриву та відхилення обсягу кредиту від тренду вниз.	Підвищення частки ризикового кредитування завдяки пошуку доходності. Збільшення обсягів кредитування може супроводжуватись погіршенням фінансової стабільності. Стимули для кредитування діють через пом'якшення кредитних стандартів, а не через процентні ставки.
	Позитивні (оптимістичні)	Обмеження кредиту здебільшого діє не через процентні ставки, а через посилення кредитних вимог. Економічні агенти збільшують фінансування інвестицій за рахунок внутрішніх джерел.	Експансія кредиту може перерости у кредитний бум. Падіння ставок, надбавок за ризик та послаблення кредитних стандартів, підвищення схильності до ризику та пошук доходності. Поруч із погравленням ВВП та інвестицій, спостерігатиметься прискорення споживання, погіршення поточного рахунку та зростання вартості фінансових активів та комерційної нерухомості.
Очікування у секторі домогосподарств	Негативні (стримані)	Падіння обсягів споживчого та іпотечного кредитування через високі надбавки за ризик та жорсткі кредитні вимоги. Підвищення норми завбачливих заощаджень та уповільнення споживання.	Аналогічно як у випадку реального сектора. Нагромадження поганих іпотечних боргів в зв'язку з моральним ризиком та зворотним відбором.
	Позитивні (оптимістичні)	Обмеження кредиту здебільшого діє не через процентні ставки, а через посилення кредитних вимог. Певне підвищення поточного споживання також може супроводжуватись підвищенням заощаджень з мотивів відкладання.	Експансія кредиту легко перетворюється на іпотечний бум, підвищення споживання та падіння норми заощаджень. Зростання вартості нерухомості та послаблення кредитних вимог взаємопідсилюються. Поява будівельного буму. Формування спекулятивних настроїв. Погіршення поточного рахунку.

Таблиця Б2. Наслідки симетрії/асиметрії очікувань у фінансовому секторі, реальному секторі та секторі домогосподарств для потоків капіталу та платіжної позиції країни

		Очікування у фінансовому секторі	
		Негативні (стримані)	Позитивні (оптимістичні)
Очікування у реальному секторі	Негативні (стримані)	Відплив капіталу. Фінансова система схильна нагромаджувати зовнішні активи у випадку, коли очікування закордоном є більш оптимістичні. Підвищення норми заощаджень робить вірогідним утворення профіциту поточного рахунка.	Відплив капіталу в значних обсягах. Фінансова система швидко нагромаджує зовнішні активи. Підвищення схильності до ризикового закордонного інвестування. Платіжний баланс має схильність до профіциту.
	Позитивні (оптимістичні)	Реальний сектор підвищує попит на зовнішнє фінансування. У випадку сприятливого глобального фінансового оточення він швидко нагромаджує зовнішні зобов'язання. Зростання зовнішніх пасивів повинно кореспондувати із фінансуванням інвестицій. У випадку значного інвестиційного попиту на імпорт та значну частку імпорту у проміжному споживанні зростання зовнішніх зобов'язань погіршує платіжний баланс.	Підвищення попиту на кредит та фінансування в обох секторах. У випадку сприятливого глобального фінансового оточення зростатимуть зовнішні приватні запозичення і країна швидко акумулюватиме зовнішні зобов'язання. Перегрів внутрішньої кон'юнктури робить платіжний баланс дефіцитним. Країна нагромаджує макрофінансові ризики. Бум на ринку активів призводить до припливу капіталів в значних обсягах.
Очікування у секторі домогосподарств	Негативні (стримані)	Домогосподарства обмежують попит на кредит та підвищують норму заощаджень. Падіння вартості нерухомості обмежує споживання через негативний ефект доходу. Фінансові установи переорієнтовуються на інші сфери діяльності. Схильність до профіциту платіжного балансу.	Брак попиту на кредит супроводжується автономним підвищенням цін на нерухомість. Зростає схильність до ризику, посилюється вірогідність зворотного відбору. Фінансовий сектор переорієнтовується на інші сфери діяльності та підвищує попит на закордонні активи. При сприятливому глобальному середовищі країна нагромаджує зовнішні активи та тяжіє до платіжного профіциту.
	Позитивні (оптимістичні)	Домогосподарства підвищують попит на кредит. Однак можливості його залучення всередині обмежені. Ускладнені прямі зовнішні запозичення призводять до появи специфічних інституціональних одиниць, що є посередниками між внутрішнім попитом та зовнішнім фінансуванням. Підвищується попит на закордонну нерухомість. Зростає вивіз капіталу та непродуктивне споживання.	Зростання обсягів споживчого та іпотечного кредитування. Нагромадження фінансовим сектором зовнішніх зобов'язань та швидке перетворення сектору домогосподарств в нетто-боржників. Спекуляції на ринку нерухомості. Експансія споживання, зокрема, внаслідок ефекту доходу. Падіння норми заощаджень. Утворення дефіциту поточного рахунка. У випадку сприятливого співвідношення цін між внутрішніми та закордонними активами сектор підвищує попит на зовнішнє володіння майном. Зовнішні активи сектора можуть фінансуватись за рахунок підвищення лівереджу щодо внутрішніх фінансових установ, лівередж яких щодо закордону також підвищується. Різко підвищується вразливість сектора до коливання цін на активи всередині країни та закордоном.

ДОДАТОК В

Вартість активів та фінансова конвергенція в країнах з ринками, що формуються, та релевантні інституціональні викривлення³¹⁰

Процес реальної та фінансової конвергенції не можуть рухатись жорстко паралельно, а поведінка цін на активи в країнах наздоганяючого розвитку не відбиває лінійно процес підвищення рівня доходів на душу населення.

Формальна графічна модель (рис. В1) в загальному відображає цю закономірність, спираючись на дедуктивне припущення про те, що макроекономічна (проінфляційна політика, чутливість інфляції до змін в макрополітиці, фіскальне домінування тощо) та інституціональна (захист прав власності, виконання фінансових контрактів, транспарентність ринків та бізнесу тощо) зрілість країни в процесі реальної конвергенції створюють стимули для фінансового розвитку, який тільки з певного моменту починає самостійно впливати на макрофінансові процеси, як це передбачають дослідження зв'язків між ним, зростанням ВВП та конвергенцією доходів.

На рис. В1 вісь OX позначає співвідношення між ВВП на душу населення країн з вищими (r) та нижчими (d) доходами. Рух по цій осі відображає процес реальної конвергенції, або ж підтягування рівня ВВП на душу населення бідніших країн до рівня заможніших країн. Вісь OY демонструє вирівнювання цін на активи у відповідних країнах. Бісектриса між вісями OX та OY означає дію закону єдиної ціни: поруч із процесом вирівнювання доходів відбувається синхронний процес вирівнювання цін. Лінія, що відхиляється вправо від бісектриси, демонструє, що в процесі реальної конвергенції вирівнювання цін на активи не відбувається рівномірно. Ступінь такої нерівномірності (вигин лінії) може суттєво варіювати, але базовий паттерн вигину зберігатиметься.

³¹⁰ Детальніше див.: Козюк В.В. Фінансовий розвиток та ціни активів у процесі реальної конвергенції: теоретичний вимір та глобальні макрофінансові ризики // Банківська справа. – 2013. - №8. – С. 31-49.

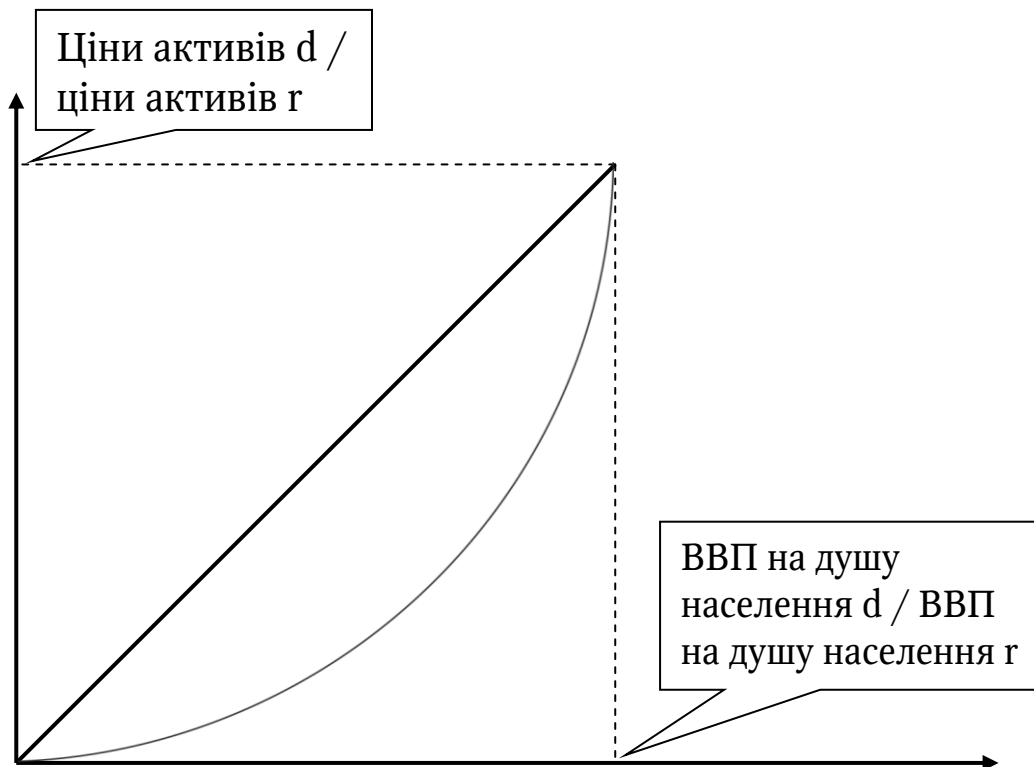


Рис. В1. Взаємозв'язок між реальною конвергенцією та цінами активів в країнах з відмінним рівнем ВВП на душу населення

Як видно з формальної графічної моделі, представленої на рис. В1, процес вирівнювання цін на активи не є рівномірний. В наведеній базовій версії моделі можна виділити дві стадії динамічного співвідношення між цінами активів в розвинутих та наздоганяючих країнах. Характерні процеси, що характеризують кожен зі стадій, представлені в табл. В1.

Таблиця В1. Детермінанти поведінки цін активів в процесі реальної конвергенції в розрізі фаз

	Фаза відставання цін активів від процесу реальної конвергенції	Фаза випередження цінами активів процесу реальної конвергенції
Медіанні доходи і платоспроможність	Є низькими та недостатніми для підтримання споживання, сумісного із задоволенням попиту на володіння довгостроковими активами	Підвищуються, що суттєво покращує можливості генерувати заощадження, достатні для задоволення попиту на довгострокові активи

Продовження таблиці В1.

Очікування	Здебільшого інфляційні щодо ринку товарів.	Формування раціональних очікувань щодо поведінки цін активів у відповідь на стабільне підвищення доходів
Макроекономічна політика	Нестабільна та жорстко обмежена кризами платіжного балансу. Не стимулює поглиблення фінансового сектора через циклічні зміни криз та стабілізацій. Відсутність джерел довгострокової ліквідності депресивно впливають на ціни активів	Стабільна. Орієнтація на цінову стабільність створює стимули для фінансового розвитку. Зниження ставок та підвищення довіри до органів макрополітики заохочують розвиток джерел довгострокової ліквідності, що позитивно впливає на ринок активів.
Інституціональна зрілість	Недостатня, що робить операції з активами витратними.	Виникає і прогресує, що покращує ефективність ринків.
Обмеження платіжного балансу	Жорсткі. Експансія ліквідності швидко переростає у валютну кризу, що стримує ринок активів.	Стають більш м'якими. Експансія ліквідності швидше передається ринку активів.
Стадія фінансового розвитку	Початкова. Фінансові посередники неспроможні забезпечити сервіс, в рамках якого задовольнявся би попит на володіння активами.	Активний розвиток. Фінансові посередники швидко асимілюють практики операцій з активами, що підвищує попит на них більш швидкими темпами, ніж підвищення факторної продуктивності.
Доларизація	Панує доларизація активів, яка хеджує ризик знецінення заощаджень, а тому не впливає на ціни активів.	Розвивається доларизація пасивів, яка стає складовою внутрішньої пропозиції ліквідності, що розігріває ринок активів.
Приплив капіталів	Немає або справляє дуже короткостроковий вплив на ціни активів.	Має дуже суттєвий вплив на ціни активів. Є складовою механізму самопідтримання більш швидкого вирівнювання цін активів, порівняно із цінами товарів в процесі реальної конвергенції

З огляду на принципове значення так званого порогу якості інститутів для фінансового розвитку та алокації капіталів, глобальна економіка стикатиметься із суттєвою проблемою фрагментації (табл. В2).

Таблиця В2. Стадія економічного розвитку, якість інститутів: наслідки для потоків капіталу та ринку активів

Стадія розвитку та якість інститутів	Характер розвитку фінансової системи	Ставлення до ризику в процесі алокації капіталів	Вектор руху потоку капіталів	Структура потоків	Зовнішня позиція	Поведінка цін на активи
Висока (висока якість інститутів)	Високо розвинута, високий рівень сегментації	Готовність приймати, хеджувати та перерозподіляти навіть високі ризику	Горизонтальний + «Північ-Південь»	ПП + різного роду портфельні рішення	Зовнішня позиція значно перевищує ВВП. Позиція чистих активів / зобов'язань визначається фінансовою спеціалізацією та станом платіжного балансу	Реальна конвергенція не впливає на ціни активів. Ціни активів чутливі до коливань ліквідності та фінансових інновацій, які змінюють ставлення до ризику та знижують процентні ставки
Середня (висока якість інститутів)	Активно розвивається та поглиблюється. Достатньо високий рівень сегментації	Наближення до спроможності приймати та перерозподіляти високі ризику. Зберігається обмежене толерування ризику	В залежності від стану платіжного балансу варіанти «Північ-Південь» та «Південь-Північ» однаково можливі	Домінування залучення ПП та портфельних припливів капіталу над відпливом, обсяги якого зростають.	Валова зовнішня позиція співмірна з ВВП і зростає. Позиція чистих активів / зобов'язань визначається ступенем розвитку фінансового сектора та станом платіжного балансу	Ціни на активи суттєво залежать від реальної конвергенції. У випадку припливу капіталів (експансія глобальної ліквідності) можливі суттєві дисбаланси на ринку активів
Середня (низька якість інститутів)	Розвивається флуктуаційно. Низький рівень сегментації	Домінує обережне ставлення до ризику. Низька спроможність акцептувати та перерозподіляти ризику	Висока вірогідність домінування потоків «Південь-Північ». Втеча капіталів.	Залучення ППП та портфельний приплив чутливі до стану глобальної ліквідності. Вивіз капіталів з метою пошуку активів із вищим ступенем захисту прав власності	Незначна. Чисті активи домінують у випадку значного вивозу капіталів, або сировинної спеціалізації. Чисті зобов'язання – у випадку акумулювання значного зовнішнього боргу	Ціни активів суттєво залежать від процесу реальної конвергенції, а також від інституціональних спотворень. Висока чутливість до припливу капіталів. Швидке утворення бульбашки
Низька (низька якість інститутів)	Низький. Низький рівень сегментації	Відсутні передумови для складних ризик-операцій	Висока вірогідність домінування втечі капіталів над припливом ПП.	Вхідні ПП. Портфельний вивіз з метою придбання активів із вищим ступенем захисту прав власності	Незначна. Чиста позиція може бути достатньо волатильна	Ціни активів починають ставати чутливими до реальної конвергенції. Перегрів ринку активів співіснує із кризами платіжного балансу

Поєднання очікувань майбутніх вигод від реальної конвергенції із припливом потоків капіталу, які приваблюватимуться стійкою зростаючою тенденцією на ринку активів, робитиме дію закону єдиної ціни занадто вразливою до коливань глобальної ліквідності. Швидке наближення цін активів в країнах з нижчими доходами до відповідних цін в розвинутих країнах може перерости у довгостроковий перегрів ринку, завдяки якому фінансова конвергенція суттєво випереджатиме реальну, буде нестабільною і вразливою до корекції фундаментальних трендів. Даний випадок можна зобразити з допомогою формальної графічної моделі на рис. В2.

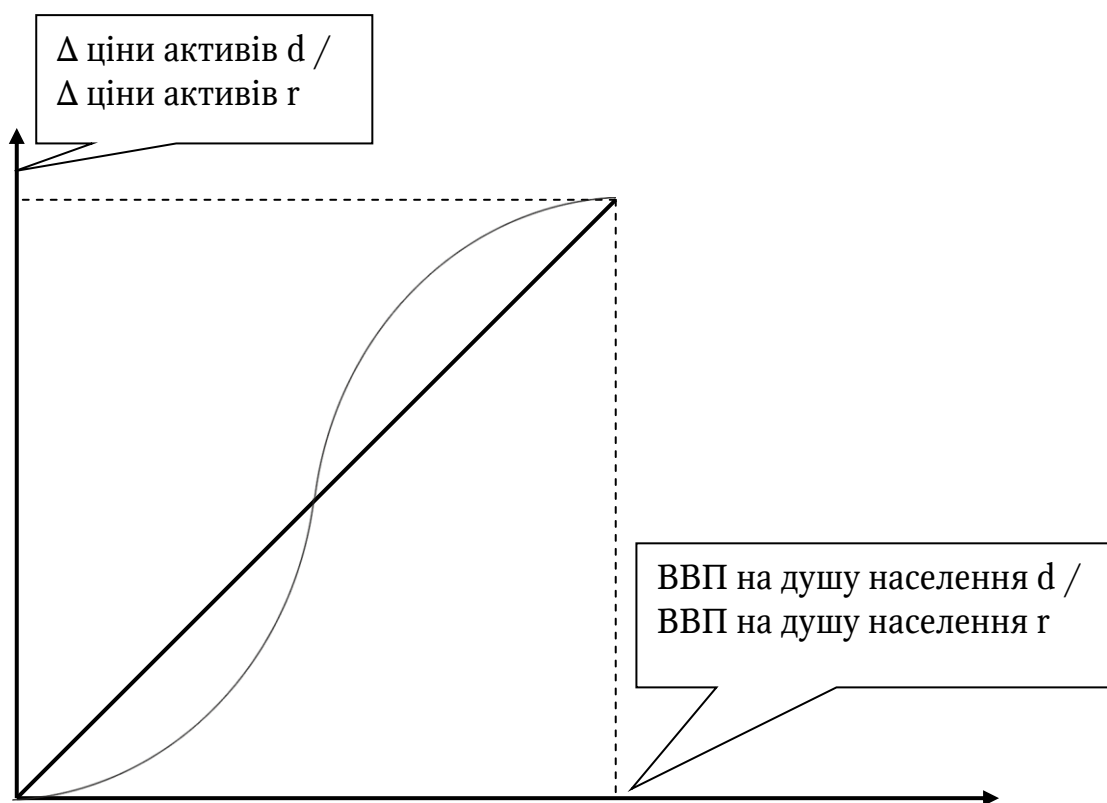


Рис. В2. Взаємозв'язок між реальною конвергенцією та цінами активів в країнах з відмінним рівнем ВВП на душу населення: випадок перегріву ринку в країнах наздоганяючого розвитку

Позначення на рис. В2 ідентичні позначенням на рис. В1. Як видно з рис. В2, в точці перетину функції, що відображає поведінку відносних цін активів, з бісектрисою, що засвідчує прояв закону

єдиної ціни, відхилення від рівноважної траєкторії переростає у фундаментальну переоцінку вартості активів. Така переоцінка може тривати відносно тривалий період часу, якщо корекції не є еластично детермінованими змінами в глобальній фінансовій кон'юктурі. Однак, подальша фундаментальна корекція сповільнює зростання завищених цін на активи, забезпечуючи уповільнення темпів конвергенції фінансових цін у порівнянні з швидкістю реальної конвергенції.

Наукове видання

ВІКТОР КОЗЮК

РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ: ГЛОБАЛЬНИЙ ПЕРИМЕТР НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Монографія

Підписано до друку 25.06.2015.

Формат 60x 84/16. Гарнітура Times New Roman.

Папір офсетний 65 г/м². Друк на дублюванні.

Умов.-друк. арк. 20,20. Обл.-вид. арк. 23,58

Тираж 300 примірників. Замовлення № 05/15/5-7.

Видавець **ТЗОВ «Видавництво Астон»**

м. Тернопіль, вул. Гайова, 8, тел. (0352) 52-71-36

Свідоцтво ТР № 28 від 09.06.2005

E-mail: Zbut@utel.net.ua, E-mail: Aston@lviv.farlep.net,

<http://www.aston.lviv.ua>



[п р і н т • к о п і • ц е н т р]

**Віддруковано у видавничому центрі «Вектор»
46018 м. Тернопіль, вул. Львівська, 12
тел. (0352) 40-08-12**

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до державного реєстру видавців,
виготівників і розповсюджувачів
видавничої продукції
серія ТР № 46 від 07 березня 2013 р.
ФО Осадця Ю.В.