

## СВІТОВІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПРОБЛЕМИ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

*Аналізується проблема зв'язку між монетарними процесами та глобальною фінансовою стабільністю. Стверджується, що такі зв'язки не мають історично однорідного характеру в силу різного роду конфліктів між національним та міжнародним режимом монетарної політики. Виявляються структурні проблеми пост'ямайського устрою світу, які не гарантують глобальної фінансової стабільності з монетарного боку.*

Дискусії про проблему глобальної фінансової стабільності відновилися мірою розвитку фінансової глобалізації та формування передумов її неоднозначного впливу на усю світову економіку, окремі регіони чи певні країни. Попри те, що така стабільність теоретично може бути ототожнена з наднаціональним виміром функціонування глобальної економіки, а, отже, можна було би припустити, що і розв'язання основних проблем її забезпечення також повинно вирішуватись на міжнародному рівні, тривалий історичний розвиток монетарних процесів демонструє необхідність інших акцентів у виборі вихідної ланки аналізу у даній предметній царині.

Мова йде про те, що в основі розвитку глобальних макроекономічних та фінансових структурних зрушень знаходиться монетарний фактор. Тобто в основі тенденцій, які призводять до необхідності ставити питання про варіанти та способи забезпечення глобальної фінансової стабільності, але не вичерпують усього кола проблем, пов'язаних з останньою, є монетарна політика, яка реалізується центральними банками. З історичної точки зору таке зміщення є цілком виправданим, приймаючи до уваги те, що тільки з посиленням втручання центробанків у монетарні процеси почали спостерігатись спотворення в системі монетарних та фінансових процесів. Дискусії про переваги вільної та централізованої грошової пропозиції у XIX ст. не стосувались міжнародного контексту, хоча торкалися питань створення сприятливих монетарних передумов розвитку торгівлі. Золотий стандарт був своєрідним природним феноменом, який гарантував стабільність саме у міжнародному форматі, тобто втілював принцип методологічного холізму. Відхід від даного принципу намітився із другою хвилею глобалізації, коли кризи на національних фінансових ринках породжували глобальний резонанс, а зміни у монетарній політиці провідних країн перетворились на реальний фактор макроекономічних процесів в усьому світі. В подальшому руйнація моделі «центр-периферія» ще більше ускладнила ситуацію, в зв'язку з формуванням глобально-центричних процесів, які ставлять питання про відповідність між засадами функціонування чинного монетарного устрою світу із фундаментальними передумовами підтримання глобальної фінансової стабільності. В світлі цього, дослідження загальнотеоретичних основ визначення зв'язків між монетарними процесами та глобальною фінансовою стабільністю є актуальним.

Так, зв'язок між розвитком глобалізації як феномену, глобальної інтеграції (та хвиль такої інтеграції), з одного боку, та трансформаціями у монетарній сфері національного (функціонування окремого центрального банку) та міжнародного (функціонування міжнародної валютної системи та міжнародної фінансової архітектури) рівня, з іншого, є достатньо теоретично пророблений [1], отже може бути застосований як методологічний аргумент щодо необхідності аналізу усього комплексу проблеми глобальної фінансової стабільності з монетарної точки зору, а не просто зведений до аналізу виявлення детермінант та факторів флуктуацій на глобальних та національних ринках капіталу. Важливий внесок у постановку питання про відповідність між національними монетарними режимами та світовою стабільністю зроблено Ф. Хаєком [2], а праці практично усього міжвоєнного періоду мали чітке зосередження на проблемах зв'язку між монетарною політикою національного рівня, її зовнішніми обмеженнями та фінансовими процесами, про що чітко свідчить дискурс Дж. Кейнса «Трактат про гроші» 1930 року. Наполягання на необхідності екзогенних обмежень на грошову пропозицію (безвідносно до характеру централізації грошової пропозиції на національному рівні) ще довго були теоретичним стереотипом, а якісно нове бачення проблеми пов'язується не просто з переходом до

системи плаваючих курсів та демонетизацією золота, а з формуванням «ейнштейнівського» погляду на гроші, на відміну від «ньютонівського» [3]. К.Боріо та Г.Тоніоло в контексті еволюції кооперації між центральними банками також звертають увагу на важливість ув'язки поняття монетарного режиму, фінансового режиму, з одного боку, та монетарної стабільності, фінансової стабільності, з іншого боку [4, 3]. Водночас, вказаних працях не наводиться загальноеволюційний паттерн зв'язку між основними рисами монетарної політики національного та міжнародного рівня у контексті наслідків для фінансової стабільності. Нез'ясовані основні канали ув'язки між «слабкими місцями» монетарного устрою світу та фінансовою нестабільністю, що вимагає поглибленого теоретичного аналізу проблеми, навіть незважаючи на те, що феномен фінансової нестабільності має енциклопедичний вимір [5].

Аналіз у окресленому ракурсі слід розпочати із історично відомої проблеми генезису чинного монетарного світоустрою. Тут вартує звернути увагу на теоретичні аспекти розгляду проблеми фінансової стабільності в контексті стабільності функціонування системи грошового обігу. Ми навмисно зараз вживаємо термін «грошовий обіг», оскільки цим самим хочемо привернути увагу до того, що дискусії з приводу забезпечення фінансової стабільності етимологічно походять з дискусій про форму організації грошового обігу та, взагалі, про походження центральних банків. Так, абстрагуючись від раннього етапу заснування центробанків як банків уряду, стосовно якого перші забезпечували пріоритетне фінансування та кредитування, вже на кінець XIX ст. сформувалась ситуація, коли саме від монетарної політики почала залежати внутрішня фінансова стабільність.

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

По-друге, наявність центрального банку, наділеного правами фідуціарної емісії, та потенційний конфлікт цілей, пов'язаний із примусом центробанків щодо пом'якшення проблем у сфері бюджету та закріпленням зобов'язань щодо підтримання розмінності банкнот на золото, також не гарантувала фінансової стабільності. Фінансові кризи у Великій Британії 1888 та 1890 років продемонстрували, що навіть добре налагоджена система функціонування Банку Англії щодо забезпечення і еластичної грошової пропозиції і розмінності банкноти на золото не завжди дозволяла уникнути фінансових потрясінь. З іншого боку, саме ці події призвели до виникнення та подальшої кристалізації такої ролі центробанків в економіці як кредитор останньої інстанції. Див. з цього приводу [6]. Внаслідок цього, підтримання фінансової стабільності стало розглядатись як складова діяльності органу, що забезпечував монетарну стабільність, а інкорпорація обох даних явищ природно обумовлена внутрішнім зв'язком між станом балансу центрального банку, банківської системи та грошовою пропозицією в цілому. В умовах золотого стандарту цей зв'язок і теоретично і практично був досить еластичний.

Попри те, що розгляд проблеми глобальної фінансової стабільності під таким кутом зору часто ігнорується літературою з приводу функціонування міжнародного золотого стандарту [7, 8], окремі дослідження у даній царині відображають те, що в умовах рівня інтеграції, сформованого за першою хвилею глобалізації, фінансова стабільність не може не розглядатись поміж міжнародним контекстом.

По-перше, це впливає з факту, що «правила гри золотого стандарту» порушувались саме провідними центробанками, наприклад Банком Англії, ставлячи під ризик еластичність зв'язку між

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

По-друге, дослідження глобальної інтеграції часів золотого стандарту показують, що міграція криз була досить поширеним явищем, а розповсюдження резонансу кризової ситуації на фінансовому ринку однієї країни було досить швидким по усій глобальній економіці в цілому, що простежувалось через коливання процентних ставок по облігаціях та спредів між ставками першокласних позичальників з розвинутих країн та інших позичальників з країн периферії. В цьому контексті, Б.Ейчєнгрін та М.Бордо констатують, що режим монетарної політики в чистому вигляді не є визначальним фактором забезпечення від криз [9]. Тобто, останні можуть розвиватись як за досить жорсткого з міркувань пристосування до шоків режиму золотого стандарту, так за сучасного більш гнучкого розуміння ефективності монетарної політики. Втім, це не спростовує факту, що аналіз монетарних засад глобальної фінансової стабільності слід починати з виявлення базових принципів монетарної політики на національному рівні. Зокрема, будь-яка макроекономічна модель відкритої економіки відображає структурну ув'язку між внутрішньою та зовнішньою рівновагою, яка має монетарну природу і безпосередньо пов'язана з тими макроекономічними змінними, які є або інструментами центрального банку, або знаходяться з такими інструментами у передбачуваному зв'язку.

Попри те, що сам по собі режим монетарної політики не забезпечує повною мірою від фінансових криз, слід констатувати, що монетарний фактор дестабілізацій та потрясінь суттєво варіює в залежності від такого режиму та структурних компонентів макроекономічних та соціально-політичного оточення його застосування. Це довів розвиток міжнародної валютної системи. В цьому розумінні режим міжнародного золотого стандарту мав ряд концептуальних переваг, порівняно з тими формами реалізації монетарної політики, які прийшли йому на заміну. По-перше, золотий стандарт виконував роль номінального якоря як для економіки в цілому, тобто був фактором антиінфляційного призначення монетарної політики, так і фактором фінансової стабільності. В цьому розумінні його позитивна дисциплінуюча роль зводилась до обмежень, які були природними у такому ланцюгу зв'язків як «емісія банкнот (грошова пропозиція) – кредитна експансія – зростання зобов'язань фінансового сектора – погіршення платоспроможності – фінансова дестабілізація». По-друге, певною мірою він накладав обмеження на фіскальні дисбаланси, оскільки в чистому вигляді унеможлиблював монетизацію бюджетних дефіцитів, приймаючи до уваги, що основним завданням тогочасних центральних банків було забезпечення розмінності банкнот на золото. По-третє, золотий стандарт як фактор довіри до монетарної політики в умовах фінансових флуктуацій виконував стабілізаційну місію, тобто валютні спекуляції призводили до відновлення рівноваги і свідчили про несумісність надмірної внутрішньої пропозиції грошей та зовнішніх зобов'язань країни за даного, фіксованого у золоті, валютного курсу. По-четверте, прихильність до даного монетарного режиму – слідування його жорстким вимогам до грошової пропозиції – створювало сприятливі передумови для участі країни у глобальних фінансових процесах, що простежувалось через варіацію спредів по облігаціях відповідно до того, як та чи інша країна дотримується механізму його функціонування [8]. Отже, фінансові потрясіння за часів золотого стандарту стосувалися випадків, коли: а) пристосування у фінансовому секторі до жорстких обмежень на грошову пропозицію, що обумовлювались станом платіжного балансу та золотих резервів, відбувалось раптово і швидко, відображаючи ринкову корекцію надмірної експансії активів у фінансовому секторі; б) такі потрясіння перекидалися на ринки в інших країнах, призводячи до волатильності курсів цінних паперів; в) країна не дотримувалась «правил гри» золотого стандарту, внаслідок чого потрапляла у пастку макроекономічної дестабілізації, підсиленої обмеженнями на зовнішнє фінансування. В цьому розумінні золотий стандарт в часи до Першої світової війни скоріше виконував роль монетарного стабілізатора глобальної системи фінансів. Кризи були відображенням дії механізму швидкої ринкової корекції нерівноважних процесів, хоча щільна фінансова інтеграція, необхідність якої впливала як з ліберальних потоків капіталу, так і необхідності наявності останніх для «правил гри» золотого стандарту, створювала сприятливе підґрунтя для міграції криз.

Міжвоєнний період розвитку міжнародної валютної системи відзначився рядом явищ, які, з одного боку, погіршили прояв тих аспектів функціонування золотого стандарту, що демонстрували його вразливість на міжнародному рівні (зловживання орієнтацією на внутрішню рівновагу провідними центробанками, в першу чергу Банком Англії, за рахунок широкого застосування їхніх банкнот поруч

із золотом в системі міжнародної ліквідності), а з іншого тих, що пов'язані із внутрішніми монетарними процесами. Тут слід почати з останнього, оскільки підвищення номінальної негнучкості економіки, зростання соціального популізму та військові видатки виступили факторами послаблення жорстких умов функціонування даного монетарного режиму та незалежності центральних банків. Сплески інфляції та девальвації, періоди стабілізації, проблеми визначення паритету розмінності банкноти на золото тощо стали звичним явищем. В міжнародному контексті ці явища проявлялись у тому, що одні країни тяжіли до відносно жорсткого слідування довоєнним принципам монетарної політики, а інші ні, одні країни здійснювали політику повернення до довоєнних паритетів, інші прив'язувались до паритетів відповідно до поточних можливостей, інші взагалі відмовились від золотого стандарту.

В сукупності система глобально фіксованих валютних курсів та гомогенних монетарних режимів разом із незначними інфляційними диференціалами в розрізі країн була зруйнована. Сюди також слід додати розриви торговельних зв'язків, багаторазові зміни режиму руху капіталів, що ускладнювало процес врівноваження платіжного балансу з допомогою зовнішнього фінансування. Це породжувало перманентну фінансову нестабільність, яка відтворювалась і на національному рівні, і на міжнародному. Щодо першого, то це стосується проблеми спорадичних змін інфляційних і дефляційних періодів, а також рецесій і зростання ВВП, внаслідок чого формувалися внутрішні макроекономічні передумови для відходу від золотого стандарту, девальвацій, обмежень руху капіталу тощо. Щодо другого, то утворилася ситуація, коли одні країни мали тенденцію до перманентної рецесії та дефіциту поточного рахунка (характерний приклад – Велика Британія, яка повернулася до довоєнного паритету фунта щодо золота), а інші – повзучої інфляції та гіпертрофії золотих резервів (приклад – Франція, яка сконцентрувала впродовж 1930-х років третину глобальних запасів монетарного золота), що прирікало інші країни на дефляцію та рецесію, оскільки спостерігався брак міжнародної ліквідності. В сукупності із досвідом девальвацій та обмежень на рух капіталу валютні спекуляції перетворились із стабілізуючих на дестабілізуючі. Отже, міжвоєнний період відзначився тим, що маніпуляції із монетарним режимом та невизначеність щодо фундаментальних теоретичних засад монетарної політики призвели до перманентної глобальної фінансової нестабільності. Золотий стандарт перестав виконувати роль фактора глобальної фінансової стабільності, і це стосується як національного рівня економіки, так і міжнародного, оскільки кризи вже не відображали дію механізму швидкої ринкової корекції нерівноважних процесів, а фундаментальні перекоси у сфері міжнародної ліквідності та пристосування до неї на рівні національної монетарної політики і навпаки. Епоха золотого стандарту була завершена з початком Другої світової війни і утворенням Бреттон-Вудської системи.

Утворення даної системи у 1944 році передбачало розв'язання протиріч між пристосуванням до зовнішньої рівноваги всупереч втратам у сфері внутрішніх макроекономічних цілей за рахунок джерел зовнішнього фінансування, для чого створювався Міжнародний валютний фонд. Втім, домінянти досягнення внутрішньої рівноваги у кейнсіанському дусі тільки загострили проблему глобальної фінансової нестабільності. Це пов'язано з рядом причин. Якщо за часів золотого стандарту кризи обумовлювались швидкою ринковою корекцією, яка мала стабілізуючий характер, то за даної системи сам режим монетарної політики допускав можливість пристосування до шоку, зокрема у спосіб внутрішньої експансії грошової пропозиції задля компенсації втрат у сукупному попиті. Політика циклічного згладжування також передбачала активістське розуміння призначення центрального банку, а таргетування процентних ставок суттєво зменшувало тягар фінансових потрясінь для економіки. Однак, міжнародний формат такої системи продемонстрував її фундаментальну вразливість. Прив'язка до золота через долар США передбачала, що система буде працювати відносно надійно, коли: а) центр емісії резервної валюти буде проводити політику в інтересах усього світу, тобто буде здійснювати політику мінімізації інфляції, через що буде забезпечуватись контроль за зовнішніми платіжними зобов'язаннями, а через них – за глобальною інфляційною ситуацією; б) зміна паритетів валютних курсів буде екстремним варіантом розв'язання проблеми зовнішньої нерівноваги (крім того, з огляду на необхідне схвалення цього кроку з боку МВФ, це означатиме міжнародну легітимізацію девальвації чи ревальвації); в) зовнішнє пристосування до нових рівноважних умов буде відносно швидким за рахунок еластичного фінансування з боку МВФ; г) усі країни таки будуть здійснювати політику контролю за інфляцією з метою підтримання фіксованих валютних курсів; д) експансія міжнародної ліквідності не буде суперечити довірі до емітента резервної валюти. І хоча внутрішня складова фінансових дестабілізацій за такої системи була досить слабкою через акомодативний монетарний режим, глобальна нестабільність Бреттон-Вудського устрою проявлялась на міжнародному рівні.

Втрата контролю за інфляцією в США та більшості розвинутих країн, посилення мобільності капіталів всупереч формальним обмеженням призвели до швидкого нагромадження фундаментальних курсових

диспаратетів, врівноваження яких потребувало відходу від такої системи в принципі. Отже, даний валютний устрій в сукупності з кейнсіанськими засадами монетарної політики виступив джерелом глобальної фінансової нестабільності на рівні самої системи в цілому. Це суттєво відрізняє її від попереднього періоду – епохи золотого стандарту. В даному випадку система була вразлива в цілому, її кризи мали загальний резонанс через наявність міжнародного формату їх врегулювання, а джерелом потрясінь були здебільшого асиметричні макроекономічні цілі країн-учасниць і брак гомогенності монетарних режимів та інституціональних засад функціонування центральних банків (табл. 1).

Таблиця 1

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

	Міжнародний золотий стандарт	Міжвоєнний період	Бреттон-Вудська система
<b>Пріоритет</b>	Зовнішня рівновага (розмінність банкнот на золото), тобто фіксовані курси і пристосування грошової пропозиції до стану платіжного балансу	Суперечлива зміна пріоритету зовнішньої та внутрішньої рівноваги (інфляція, зростання ВВП, зайнятість) в окремі періоди та в розрізі країн	Внутрішня рівновага - формально до того моменту, поки макрополітика не погіршуватиме зовнішню рівновагу
<b>«Слабке місце» позиції глобальної фінансової стабільності</b>	3 Можливості порушення «правил гри» золотого стандарту провідними центробанками	Відсутність гомогенності щодо вибору курсових паритетів, слідування жорстким умовам функціонування золотого стандарту. Брак симетричності в розподілі втрат і вигод від зовнішньої нерівноваги в розрізі країн	Асиметрична позиція центру резервної валюти, залежність міжнародної ліквідності від стану платіжного балансу такого центру, брак контролю за рівнем інфляції у світі
<b>Джерело кризових ситуацій</b>	Ризикова поведінка фінансових установ в напрямку експансії активів (у тому числі центробанків) та швидка ринкова корекція нерівноважної ситуації	Експансивна монетарна політика, що потребувала девальвацій, конкурентні девальвації, плюс ризикова поведінка фінансових установ. Вибір завищеного та заниженого курсового паритету провокував виникнення країн з дефляцією та рецесією і, відповідно, ризиком експансивної політики і зміною паритету вниз та країн з гіпертрофією золотих резервів і зміною паритету вверх	Розширення інфляційних диференціалів в розрізі країн внаслідок відмінних макроекономічних пріоритетів і неспроможність забезпечити адаптацію до зовнішніх шоків з допомогою зовнішнього фінансування. Проблеми довіри до центру резервної валюти («дилема Триффіна»).
<b>Форма прояву валютно-фінансових потрясінь</b>	Недовіра до платоспроможності фінансових установ (в розумінні конвертації їхніх пасивів у золото), стабілізуючі спекуляції. Втім, високий рівень глобальної фінансової інтеграції був передумовою міграції криз	Недовіра до «золотої» платоспроможності фінансових установ, дестабілізуючі спекуляції, запровадження обмежень на рух капіталів	Нагромадження диспропорцій у валютно-курсних паритетах, дестабілізуючі спекуляції, внутрішні заходи із стабілізаційної політики, централізована зміна паритетів
<b>Рівень виникнення нестабільності</b>	Мікроекономічний, інколи макроекономічний	Мікроекономічний, макроекономічний, рівень міжнародної макроекономіки	Макроекономічний, рівень міжнародної макроекономіки

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

спостерігатиметься симетрія в принципах побудови режиму монетарної політики на національному рівні та в принципах побудови міжнародної валютної системи (міжнародний золотий стандарт передбачав повну інтеграцію таких принципів на функціональному рівні і з кожним окремо взятим принципом

ефективно функціонувати би не зміг, а сучасний ямайський устрій демонструє, що спільність таких принципів є похідною еволюції монетарної політики на національному рівні, що, хоч по формі і нагадує період до Першої світової війни, але відрізняється по суті);

простежуватиметься глобальна гомогенність в цільовій орієнтації центральних банків на цінову стабільність як фактор усунення номінальних диспропорцій у сфері валютного курсу та платіжних балансів (чого бракувало міжвоєнному періоду та Бреттон-Вудській системі й певною мірою періоду 1970-1980-х років);

матиме місце розв'язання конфлікту цілей в рамках трилеми (валютні курси, мобільність капіталів, цільовий вибір монетарної політики) (табл. 2).

*Таблиця 2*

**Зв'язок між етапом розвитку міжнародної валютної системи та монетарними засадами забезпечення глобальної фінансової стабільності**

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

Ситуація, наведена у табл. 2, чітко засвідчує, що сучасний монетарний устрій світу уможливило виникнення ряду парадоксальних феноменів, які стають наслідками структурних змін в глобальній економіці, і які призводять до того, що цільової і загальної орієнтації центробанків на цінову стабільність вже недостатньо для глобальної інфляційної стабільності, а наявність симетрії в принципах побудови національної та міжнародної монетарної політики не гарантує відсутності системних конфліктів. В.Вайт, хоч і доходить висновків про без альтернативності статусу кво у сфері еволюції неокласичної моделі центробанку, втім зазначає, що цінової стабільності вже не достатньо для гарантування уникнення передумов для фінансових потрясінь [10]. Більше того, кризові події 2007-2008 рр. продемонстрували, що системні проблеми можуть породжуватись без ризику руйнації самої системи, отже перейти на певну циклічну траєкторію розвитку. Тут слід виділити ряд структурних змін, які уможливили розмивання контурів Ямайського устрою, внаслідок чого між монетарною стабільністю національного рівня та макрофінансовою нестабільністю глобального рівня з'явився глибокий структурний розрив:

можливості підтримання довгострокової дезінфляції завдяки торговельній інтеграції та зростаючого значення країн з низькими доходами в глобальному експорті та алокації капіталу. Завдяки цьому експансія валютних резервів вже не обмежується інфляційними наслідками, як то передбачає традиційна міжнародна макроекономіка;

дисбаланси стають домінантною рисою глобальних макрофінансових процесів. Це означає, що нерівновага платіжних позицій може підтримуватись невизначено довго, призводячи до зростаючого значення фінансового сектора у де термінуванні макроекономічних процесів як глобального, так і національного рівня. Водночас, платіжні контр-позиції стають адитивними щодо глобального попиту, оскільки обмеженість ресурсів в глобальній економіці фінальна. Це породжує високу чутливість глобальної інфляції до зрушень в стані глобальної ліквідності;

плаваючі валютні курси дедалі більше стають умовністю, оскільки гнучкі курси далеко не завжди коректують платіжні баланси, а прив'язка курсу перетворюється на елемент глобальної конкурентної боротьби. Завдяки цьому, експансія резервів та нерівновага платіжних балансів автоматично перетворюються в провідний фактор глобальної макрофінансової нерівноваги;

контроль за глобальною ліквідністю руйнується в зв'язку відсутністю справжнього плавання курсів усіх учасників і можливістю підтримання платіжної нерівноваги. Завдяки цьому експансія резервів в одних (профіцитні країни) та гіпертрофія фінансових пасивів в інших (дефіцитні країни) призводить до того, що уся фінансова система світу опиняється в залежності від того, як на стан глобальної ліквідності впливають монетарні взаємини профіцитних та дефіцитних країн.

З даного випливає, що поточну картину можна назвати пост'ямайською (на відміну від відомого варіанту Бреттон-Вудс 2), в якій глобальна фінансова стабільність вже не є похідною проблеми невідповідності між національними монетарними орієнтирами та міжнародним форматом їх актуалізації, чи системною невідповідністю між станом у фінансовому секторі та характером внутрішньої монетарної політики. Відновлюється яскраво виражений холістичний зв'язок між стабільністю глобальної фінансової системи та характером глобальних монетарних процесів, який дедалі більше цементується завдяки таким суто фінансовим феноменам як підвищення мобільності капіталів, фінансова інтеграція, послаблення ефекту домашнього зміщення тощо. Природно, що в таких умовах глобальна фінансова стабільність втрачає релевантний зв'язок з національною монетарною стабільністю, приймаючи до уваги те, що вона як ціль політики та стереотип макроекономічної поведінки не зникає. Це означає, підвищення стабільності глобального фінансового рівня потребує більшої симетрії з точки зору створення системних передумов для контролю за глобальною монетарною експансією.

Можна підсумувати. Монетарний фактор глобальної фінансової стабільності є невід'ємним атрибутом теоретичного аналізу процесів, що відбуваються у сфері фінансової системи світу. Значення симетрії між національним та міжнародним режимом монетарної політики є визначальним для підтримання фінансової стабільності у світі в цілому. Впродовж еволюції міжнародної валютної системи змінювався набір «слабких місць», внаслідок чого впродовж тривалого часу змінювались канали та форми прояву зв'язків між монетарними та фінансовими процесами. Найбільш повно ідеї глобальної фінансової стабільності з точки зору монетарної етимології відповідає золотий стандарт; найменше – Бреттон-Вудська система. Однак Ямайська система в сучасному варіанті не відповідає системним вимогам до забезпечення глобальної фінансової стабільності, оскільки не забезпечує системний контроль за експансією глобальної ліквідності, до чого глобально інтегрований фінансовий сектор є особливо чутливий, а платіжні контр-позиції, стаючи адитивними щодо попиту, породжують проблему глобальних інфляційних коливань.

#### Література

1. Eichengreen B., Sussman N. *The International Monetary System in the (Very) Long Run* // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/43. – P. 1–55.
2. Hayek F.A. *Monetary Nationalism and World Stability*. – London: Longmans, 1937. – 104 p.
3. Bordo M., James H. *One World Money, Then and Now* // NBER Working Paper. – 2006. – № 12189. – P. 1–26.
4. Borio C., Toniolo G. *One Hundred and Thirty Years of Central Bank Cooperation: A BIS Perspective* // BIS Working Papers. – 2006. – № 197. – P. 1–50.
5. Аникин А. *История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко*. — М.: Олимп-Бизнес, 2000. — 384 с.
6. Смит В. *Происхождение центральных банков*. — Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. — 283 с.
7. Bordo M., Rockoff H. *The Gold Standard as a "Good Housekeeping Seal of Approval"* // Journal of Economic History. – 1996. – № 56(2). – P. 389–428.
8. Bordo M. *Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression* // NBER Research Summary. – 2000. – P. 1–4.
9. 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.
10. White W. *Is Price Stability Enough?* // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 1–20.