

Віктор КОЗЮК

ФІНАНСОВИЙ СЕКТОР, ВАЛЮТНІ РЕЗЕРВИ ТА ГЛИБИНА ШОКУ ПІД ЧАС ГЛОБАЛЬНОЇ КРИЗИ

Здійснено порівняльний аналіз теоретичних позицій щодо ролі валютних резервів та фінансового сектора в процесі згладжування шоків. Виявлено наявність обмежених можливостей виконання ролі амортизатора шоку виключно валютними резервами. Наведено емпіричні аргументи на користь того, що розвинутий фінансовий сектор та більш стримана макроекономічна політика дозволяють краще запобігати втратам в зростанні ВВП.

Характерною рисою розвитку глобальних монетарних процесів після азійської кризи 1997–1998 рр. та наступних валютно-фінансових дестабілізацій у багатьох країнах з ринками, що виникають, Бразилія (1999 р.), Туреччина (2000 р.), Румунія (2001 р.), Аргентина (2002 р.) тощо, виникла проблема створення адекватних механізмів реагування на виклики та загрози з боку глобальної фінансової інтеграції та зростаючого масштабу імперфекцій ринків капіталу. Незважаючи на те, що багато питань щодо трансформації глобальної фінансової архітектури залишилися не вирішеними, наприклад, це стосується масштабного реформування МВФ та Світового банку, важливі зрушення у монетарній та фінансовій сферах таки відбулися. Перш за все можна спостерігати за радикальним підвищенням ефективності макроекономічної політики в країнах з ринками, що виникають, та масштабним реформуванням фінансових ринків. Якщо якісні зміни в макроекономічній політиці послабили вразливість до раптових переливів капіталу завдяки орієнтації на цінову стабільність, більш гнучкий валютний курс та фіскальну збалан-

сованість, то реформування фінансових ринків та системи фінансового посередництва створило потужні передумови для лібералізації внутрішнього фінансового простору та його інтеграції з глобальним фінансовим ринком. Втім, такі успішні кроки супроводжувались небаченим до цього часу зростанням обсягів глобальних валютних резервів, особливо в країнах з ринками, що виникають. Агресивна орієнтація багатьох країн на підтримання профіцитних платіжних балансів, уникнення ревальвації та домінування доларового блоку в глобальній економіці забезпечило структурну трансформацію глобальних монетарних взаємин, ознакою яких стали системні макрофінансові дисбаланси.

Гіпертрофія резервів не розглядається ізольовано від загального макрофінансового контексту докризового періоду, основними рисами якого є експансія глобальної ліквідності, зростання вартості активів, поглиблення платіжних контрпозицій, що в сукупності засвідчило формування в глобальній економіці масштабних внутрішніх та зовнішніх дисбалансів. Поява жвавих дискусій з приводу ступеня стійкості дисбалансів та параметрів вірогідної

глобальної кризи сфокусували значний інтерес на функціональних властивостях валютних резервів та фінансових ринків щодо амортизації кризових потрясінь. При цьому, нагромадження резервів та масштабні трансформації фінансової системи в глобальних масштабах "затьмарили" проблему валютних курсів, оскільки вони почали розглядатись як "іманентно" захищені значними резервами.

Кризові події продемонстрували, що в умовах високої залежності вартості активів від стабільності фінансової системи, рівень валютних резервів не завжди гарантує імунітет від кризи, а падіння валютного курсу щодо долара США спонукає до міркувань з приводу того, що метою нагромадження значних резервів є не стільки бажання захистити валютний курс від масштабних реверсів в потоках капіталу, скільки уникнення ризиків, пов'язаних із загостренням глобальної конкурентоспроможності. З іншого боку, відносно чіткий поділ на розвинуті країни та країни з ринками, що виникають, дедалі чіткіше сприймається не через критерій руху капіталу за вектором "Північ-Південь", а через такі критерії, як спроможність запозичувати у власній валюті на тривалий термін. Якщо врахувати, що основним епіцентром глобальної кризи став фінансовий сектор, то виникає значний дослідницький інтерес до питання щодо поведінки фінансового сектора та валютних резервів як амортизаторів кризи в країнах з ринками, що виникають.

В науковій літературі виняткова роль резервів у забезпеченні валютно-фінансової стабільності позиціонована дуже давно (фактично завдяки Джону Мейнарду Кейнсу (1930 р.) та Генрі Торнтону (1939 р.). Хоча акцент на цьому зробили у 1980-х рр. в рамках реалізації програм стабілізації спільно з МВФ (в даному контексті обсяг резервів та покриття

грошової бази ними є інструментальною змінною в аналізі ефективності реалізації стабілізаційної програми) та в умовах посилення глобальної мобільності капіталів і підвищення інтересу до гнучких валютних курсів, властивих періоду 1990-х рр. Обсяги резервів та відносні показники забезпеченості ними перетворились на фактор суверенних рейтингів і індикатор перспективної стабільності з точки зору залучення капіталів. Проте у 2000-х рр. позиція змінилась, оскільки значні обсяги нагромадження резервів передбачали необхідність альтернативних пояснень, [1; 2; 3, 395–421]. Зокрема, з нагромадженням країнами з ринками, що виникають, масштабних резервів в окремих дослідників почало асоціюватись виникнення нової моделі глобальної фінансової архітектури, заснованої на ідеї самострахування від ризиків глобальних валютно-фінансових дестабілізацій [4]. Іншим поглядом на дану проблему є апологетика таргетування інфляції, де наголошується на ефективності комбінації підтримання цінової стабільності та валютно-курсової гнучкості з точки зору резистентності в умовах глобальної фінансової нестабільності [5]. Хоча суто про резерви мова не йде, але опосередковано така позиція підтримує ідею, що при досягненні цінової стабільності й гнучкому курсі попит на резерви повинен зникнути, оскільки така модель є стабільною. Однак такі позиції активно заперечуються з точки зору збереження за МВФ важливої ролі міжнародного кредитора останньої інстанції, покликаною надавати нагальну допомогу країнам, які зіштовхнулися з проблемою раптового відпливу капіталів, а також з точки зору важливості значення резервів як амортизатора кризи [6, 7].

Що ж до дискусії з приводу ролі резервів та фінансового сектора як амортизаторів шоку, то, незважаючи на виявлення

явних тенденцій у бік посилення системи фінансового посередництва в країнах з ринками, що виникають, його ринкового реформування і швидкого наближення до стандартів розвинутих країн [8, 9], виняткового значення розвитку системи фінансового посередництва для стимулювання економічного розвитку [10], напередодні кризи і сьогодні зберігаються сумніви у тому, що пристосування до нових рівноважних умов відбувається за однаковими принципами в розвинутих країнах і в країнах з ринками, що виникають. Розуміння даної проблеми можна звести до трьох складових.

По-перше, хоча в загальнотеоретичному контексті Р. Дорнбуш зазначив, що під час кризи найважливішим є не саме пристосування до нових рівноважних умов, а доступ до фінансування [11], існують авторитетні дослідження з приводу того, що в розвинутих країнах згладжування шоків перебирає на себе фінансовий сектор, а в країнах з ринками, що виникають, – валютні резерви [12; 13; 14]. Основна причина такої відмінності полягає як в неоднакових масштабах розвитку фінансового сектора в розрізі даних груп країн, так і у відмінному значенні валютного курсу для забезпечення макрофінансової стабільності. Тобто, валютні резерви допомагають згладжувати вплив негативних шоків продуктивності та умов торгівлі на валютний курс, що доводять емпіричні дослідження [15]. Водночас, в розрізі регіональних груп країн з ринками, що виникають, можна побачити чіткі свідчення на користь того, що розвиток фінансових ринків більшою мірою відображається на зменшенні коливань ВВП, ніж обсяги резервних активів. Наприклад, за 1999–2007 рр. масштаби фінансового сектора, виміряного як сукупна вартість облігацій, акцій та банківських активів, набагато щільніше обернено кореспондують із показником дисперсії економічного зрос-

тання, ніж обсяг валютних резервів, а щільність оберненого зв'язку ледь не у 2,5 рази істотніша у першому випадку, ніж у другому. Водночас, при збереженні статистично значної значимості між показниками розвитку фінансового сектора та валютними резервами з показником зростання ВВП щільність у другому випадку є майже вдвічі вищою [3, 415–418]. Така закономірність демонструє, що темпи зростання більше задаються глобальною експортною орієнтацією, однак згладжування економічної динаміки фінансовий сектор може здійснювати краще. Останнє слід пов'язувати із перетином певного порогу його розвитку та масштабними реформами в контексті глобальної фінансової інтеграції.

По-друге, глибина спаду глобальної економіки та торгівлі багато в чому обумовлюється тим, що епіцентром кризи став саме фінансовий сектор, який мав би перебирати на себе ризики щодо пристосування до нових рівноважних умов. Невипадково, що в монетарному аспекті більшість антикризових заходів спрямовується на підтримку фінансового сектора. Саме зі швидким відновленням останнього пов'язуються перспективи швидкого одужання глобальної економіки та відновлення торгівлі. Зворотним боком даного процесу є радикальна трансформація балансів провідних центробанків на користь зростання частки нестандартних активів та загальна експансія внутрішньої ліквідності [16, 17]. Указаний напрямок дослідження поведінки фінансового сектора в умовах глобальної кризи спирається не стільки на загальнотеоретичні питання формування фінансової макроекономіки, скільки засвідчує прагматичне бажання монетарних органів швидко відновити фінансовий сектор та на цій основі подолати проблему із викривленням трансмісійного механізму монетарної політики, що пов'язується

із добре відомими феноменами пасти ліквідності та підтримання процентних ставок, близьких до нуля. Істотною відмінністю країн з ринками, що виникають, є те, що в більшості своїй формування грошової пропозиції суттєво залежить від збільшення зовнішніх активів, які в загальному не зменшились, чого слід було би чекати, а навіть зросли. Останнє, поки що не знаходячи належного висвітлення в науковій літературі, засвідчує, що реакція на масштабний глобальний шок у вигляді девальвації може бути більш прийнятною (з відповідними обмеженнями), ніж реакція шляхом зменшення резервів.

По-третє, з вищезазначеного випливає явна суперечлива ситуація довкола поведінки резервів в умовах глобальної фінансової кризи. З одного боку, багато країн, навіть володіючи значними резервами, віддали переваги істотним девальваціям своїх валют щодо долара США. Більше того, ця закономірність також стосується і розвинутих країн із масштабним фінансовим сектором. Тобто девальваційна реакція на глобальне зменшення доларової пропозиції внаслідок кризи ліквідності може не залежати від того, що є макрофінансовою основою пристосування до шоків: резерви чи фінансовий сектор. З іншого боку, вже існують чіткі емпіричні свідчення на користь позитивного значення обсягів валютних резервів щодо запобігання девальвації, чим підтверджується їх роль і як засобу самострахування від валютно-фінансових потрясінь, і як засобу згладжування шоків [7, 18]. Завдяки таким твердженням може скластись оманливе уявлення про винятковий статус резервних активів як засобу формування імунітету щодо глобальних шоків та конкурентного прискореного виходу з них. М. Фратзшер до даної проблеми підходить обережніше, констатує, що

величину девальвації під час глобальної фінансової кризи детермінували принаймні три фактори: ступінь забезпеченості країни резервами, рівень прямих двосторонніх економічних зв'язків з США та характер платіжної позиції напередодні кризи (чим більшим був дефіцит поточного рахунку, тим більшою мірою спостерігалась девальвація під час кризи) [19].

Узагальнення теоретичних концепцій, що знайшли відображення в науковій літературі, переконливо свідчать про те, що не з'ясованими залишаються багато питань. Зокрема, в більшості своїй дослідження резервів як амортизаторів шоків в екстраполяції на емпіричну картину поведінки зовнішніх активів центробанків та валютних курсів під час кризи не дозволяють чітко сформулювати бачення причин того, чому в глобальній економіці спостерігається триваюче зростання резервів в країнах з ринками, що виникають. Важливість даного питання обумовлена тим, що під час кризи застосування резервів як амортизаторів шоку мало би супроводжуватись їх зменшенням, однак це відбулося лише в окремих країнах, а більшість держав відреагували зниженням курсу. В світлі цього загострюється питання про те, що роль фінансового сектора в амортизації кризи, навіть якщо він став її епіцентром, може бути занадто применшеною в тих теоретичних та емпіричних поглядах, які наголошують на його неспроможності в країнах з ринками, що виникають, перебирати на себе процес пристосування до шоку. Аналогічно такий фактор, як величина боргового тягаря, що є певним виміром характеру макроекономічної політики, також повинен братися до уваги в системі аналізу поведінки економіки в кризових умовах. Що ж до платіжного балансу, то тут ситуація може виглядати дуже специфічною, зважаючи на брак однорідності країн з ринками, що виника-

СВІТОВІ РИНКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ КРИЗИ

ють, перш за все з точки зору того, що їх платіжні позиції неоднаково формувалися напередодні кризи в світлі зростання цін на первинні ресурси, а резерви і валютні курси неоднаково реагували на падіння таких цін. Відповідно, метою статті є доведення того, що відносне протиставлення фінансових ринків та валютних резервів в глобальній економіці є не завжди коректним, а орієнтація на гіпертрофію резервів безвідносно до покращення загальної макроекономічної політики, трансформації та розвитку фінансового сектора не гарантує успіху у запобіганні валютно-фінансових дестабілізацій, зважаючи на те, що вони можуть мати не стільки валютну національно-центричну етимологію, скільки фінансове глобально-центричне походження.

Глобальна фінансова криза істотно змінила ситуацію в структурі фінансів. Насамперед, можна спостерігати різке падіння глобальної капіталізації ринку акцій. Якщо напередодні кризи цей сегмент ринку зростав динамічно, віддзеркалюючи загальну тенденцію щодо зростання вартості активів, зокрема фондових, то вже за 2008 р. обсяги капіталізації ринку акцій в глобальній економіці становили половину рівня 2007 р. (див. рис. 1.). При цьому, незважаючи на те, що основою кризи є проблеми із ліквідністю у фінансовому секторі глобального масштабу, сумарний

показник вартості облігацій, акцій та банківських активів під час кризи майже не змінився (рис. 1.).

Водночас, за незначними змінами кумулятивних масштабів фінансового сектора приховується погіршення якості портфеля активів в глобальних масштабах. Дана закономірність є природною в силу того, що напередодні кризи спостерігалось істотне примноження частки активів, що припадає на фінансові інструменти із низьким рейтингом, та швидше падіння спредів за більш ризиковими інструментами. Вихід зі стану рецесії сприятливо відобразиться на фінансовій динаміці, незважаючи на те, що приріст масштабів фінансового сектора істотно відставатиме від докризових темпів, що слід пов'язувати з високою чутливістю ринку акцій (та первинних ресурсів) до глобальної монетарної експансії (пропозиції значних обсягів ліквідності з боку провідних центробанків), а динаміка обсягів облігацій та банківських активів знаходитиметься під впливом двох суперечливих тенденцій. Списання "поганих" боргів буде зменшувати ці показники, а приріст нових банківських активів, спричинених пропозицією ліквідності, закладатиме передумови для подальшого зростання масштабів фінансового сектора. Те саме стосуватиметься впливу темпів одужання економіки після кризи на нарощування фінансових активів.

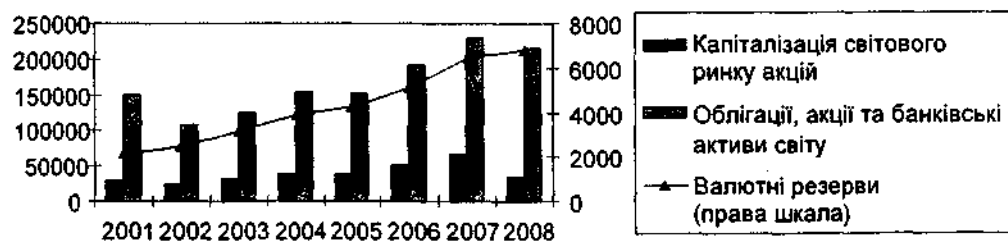


Рис. 1. Глобальний фінансовий ринок та валютні резерви, млрд. дол. США у 2001–2008 рр. *

* Побудовано за даними: Global Financial Stability Report. IMF за відповідні роки (www.imf.org).

Хоча спостерігається суттєве уповільнення приросту зовнішніх активів центральних банків, їх позитивна динаміка під час кризи явно суперечить логіці аргументів, що констатують їх функціональне призначення як основних амортизаторів шоків в країнах з ринками, що виникають (рис. 1–2).

Якщо рис. 1. демонструє збереження загального зростаючого тренду обсягу валютних резервів (хоча його характер змінюється з експоненціального на логістичний), то рис. 2. дозволяє уточнити дану картину. Поряд з уповільненням загального зростання резервів, динаміка приросту істотно знизилась, але залишилась позитивною. Збіг екстремумів функції зростання валютних резервів в країнах з ринками, що виникають, та функції чистих приватних фінансових потоків до даної групи країн демонструє, що пікова поведінка резервів обумовлюється саме вектором потоків капіталу, тоді як базовий тренд визначається станом глобальних платіжних контрпозицій розвинутих країн та країн з ринками, що виникають. На відміну від очікуваного профілю кризи як такого, що буде пов'язаний із кризою глобальних монетарних взаємин, падінням долара США

та зменшенням диференціалу платіжних контрпозицій [20], актуальна криза не тільки не вплинула на покращення ситуації довкола зовнішніх дисбалансів, а, навпаки, засвідчила їх поглиблення, навіть незважаючи на зменшення дефіциту поточного рахунку США [18]. В розрізі регіональних груп країн з ринками, що виникають, також спостерігаються певні зміни (рис. 3.). Якщо до кризи було швидке зростання резервів в усіх групах, особливо в Азії, то сьогодні спостерігається симетричне уповільнення процесу нагромадження резервних активів в усіх групах, окрім групи країн СНД та Центрально-Східної Європи, де зовнішні активи центробанків зазнали зниження.

Наведені характерні риси поведінки валютних резервів як глобальної макроекономічної змінної вимагають корекції бачення процесу пристосування до шоку та уточнення позицій, в яких має місце протиставлення розвинутих країн країнам з ринками, що виникають, за критерієм основного механізму згладжування шоків.

По-перше, в умовах трансформації фінансових систем в країнах з ринками, що виникають, вразливість до криз може асоціюватись не стільки із адекватністю

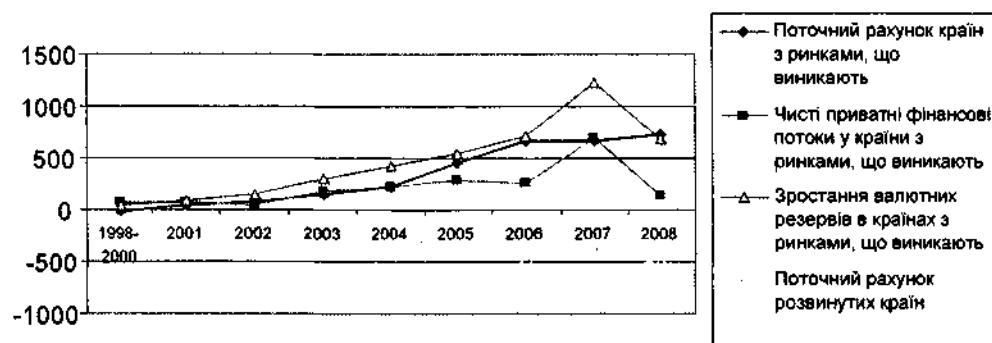


Рис. 2. Поточний рахунок, чисті фінансові потоки та валютні резерви країн з ринками, що виникають, в глобальній економіці, млрд. дол. США

* Побудовано за даними: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2009 (October). – P. 186, 192, 194.

СВІТОВІ РИНКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ КРИЗИ

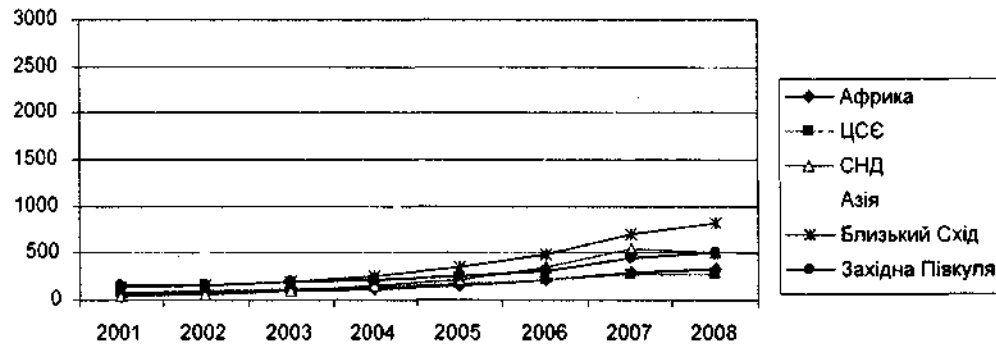


Рис. 3. Динаміка валютних резервів в розрізі регіональних груп, млрд. дол. США

* Побудовано за даними: World Economic Outlook – Wash. (D.C.): IMF, 2008 (October). – P. 194.

в забезпечені резервами (хоча це також важливо), скільки із стабільністю у фінансовому секторі, а падіння споживання та інвестицій може бути більш чутливим до змін в обсягах капіталізації ринку акцій та обмеженням у доступі до фінансування. Більше того, в умовах значного припливу капіталів, розбухання фінансової “бульбашки”, буде тим швидше, чим вужчим буде фінансовий ринок. Поглинання припливу капіталів з допомогою зростання резервів також не убезпечує від появи негативних наслідків, беручи до уваги негативні ефекти надмірної ліквідності у фінансовому секторі. Водночас, можливості ефективно впливати на обмеження припливу капіталів з допомогою підвищення курсу валюти також багато в чому опирається на ступінь глибини фінансового сектора. Чим вужчим він буде, тим швидше зростання курсу валюти погіршить платіжний баланс і зумовить зворотний процес.

По-друге, слід брати до уваги істотні відмінності між національно-центричними ідіосинкратичними шоками та шоками глобального характеру. Особливістю перших будуть характерні зміни у відносній продуктивності праці та зміщення умов торгівлі під впливом екзогенних чи ендегенних зрушень в гло-

бальному/національному діловому циклі, структурі відносних цін на світових ринках, міграції відносних переваг від виробників, локалізованих на одній території до інших. В таких умовах поточний та фінансовий рахунок, як правило, реагують відносно симетрично і країна стикається із зменшенням надходжень. Ризик зміни валютного курсу компенсується зменшенням резервів у випадку слабого фінансового сектора, а у випадку сильного – зміна курсу може не відбуватись завдяки можливостям фінансової системи забезпечити доступ до фінансування. У випадку ж глобально-центричного шоку, особливо якщо він має фінансовий характер, характерною рисою протікання стресу буде вплив капіталів та різке обмеження доступу до ринку капіталів. Аналогічно зміни курсів провідних валют також можуть відбуватись екзогенно, внаслідок чого вибір валюти прив'язки не може мати гомогенних макрофінансових наслідків у довгостроковій перспективі. Окрім цього, масштаби глобального шоку є такими, що унеможливають покладання на резерви як на інструмент згладжування стресів.

По-третє, слід визнати, що існує певний імпліцитний мінімальний рівень резервів, який центральний банк не може

знизити, через вірогідність спекулятивних атак (у першу чергу внутрішніх, згідно з якими частина ліквідних грошових агрегатів може бути представлена функцією попиту на іноземну валюту), які підсилюватимуть вже існуючий тиск на валютний ринок та платіжний баланс, інспірований, наприклад, реверсами в потоках капіталу.

По-четверте, в умовах конкурентного нагромадження резервів багатьма країнами з ринками, що виникають, передумови для девальвації валюти можуть бути використані (з певними обмеженнями) як засіб конкурентного збереження резервів. Конкурентні девальвації сприйматимуться як частково діючі важелі пом'якшення впливу глобальної конкуренції на структурно слабкі сектори та чинники посилення профіциту платіжного балансу. Останнє забезпечує більшу стійкість в умовах глобальних дестабілізацій, хоча і спонукає до потенційно нерівноважного обмеження внутрішнього споживання. Тобто реверси в потоках капіталу можуть розцінюватись як сприятлива можливість зниження валютного курсу та створення передумов для зростання резервів у майбутньому.

Завдяки наявності широкого набору мотивів щодо нагромадження резервів (кожен з яких є достатньо добре теоретизований) збереження тенденції до їх зростання в умовах кризи потребує детальнішого аналізу (див. табл. 1.).

Наведені у табл. 1 позиції дозволяють зрозуміти, чому дуже часто зниження валютного курсу та збереження резервів виявлялись більш актуальними, ніж вірогідне згладжування шоку завдяки валютним інтервенціям. Більше того, поєднання ролі резервів як засобу страхування від валютно-фінансових дестабілізацій, із допуском девальвації свідчить про обмежений потенціал їхнього застосування як амортизатора шоку глобального характеру. Звідси

розвиток фінансового сектора та його спроможність виступати в ролі амортизатора шоку можуть виявитись більш привабливою стратегією, ніж покладання на значний обсяг зовнішніх активів центральних банків.

Для підтвердження даної тези застосовується емпіричний аналіз залежностей між масштабами фінансового сектора (показник сумарної вартості облігацій, акцій та банківських активів до ВВП) та середнім значенням зростання ВВП (фактичним і прогнозованим відповідно) за 2008–2009 рр., а також між останнім та валютними резервами до ВВП в розрізі регіональних груп країн з ринками, що виникають (дані за показниками облігацій, акцій, банківських активів з IMF Global Financial Stability Report за відповідні роки; дані щодо валютних резервів та економічного зростання з IMF World Economic Outlook 2009). Регіональні групи визначені відповідно до статистики МВФ (Африка, Азія, СНД, ЦВЕ, Близький Схід, Західна Півкуля).

Дані щодо макрофінансових показників визначаються як середні за 2001–2008 рр., тим самим опосередковано відображаючи характер економічної політики напередодні кризи. Такий підхід дозволяє краще зрозуміти еволюційність процесів розвитку фінансового сектора та нагромадження резервів. Цим самим відображаються імпліцитні інституціональні зміни, які відбуваються у макрофінансових процесах, зокрема запровадження нових фінансових технологій, застосування нових фінансових інструментів чи пристосування реального сектора до змін, що визначаються розвитком фінансового ринку або ж акумуляцією резервних активів. Тобто застосування середніх даних за період дозволяє врахувати адаптаційні зміни в поведінці реального та фінансового сектора і нівелювати формальний зміст того чи іншого співвідношення як критерію для порівняння.

СВІТОВІ РИНКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ КРИЗИ

Таблиця 2

Мотиви нагромадження резервів у контексті глобальної фінансової кризи *

Мотив	Коротка характеристика	Значення щодо поведінки резервів в умовах глобальної фінансової кризи
Відкладання структурних реформ	Складнощі зі збиранням податків та захист структурно слабких секторів найпростіше реалізувати завдяки створенню валютно-курскових стимулів для експортерів.	Можливість знизити курс валюти в період кризи є способом уникнути політико-економічних дискусій з приводу прихованого субсидування структурно слабких секторів. Розрахунок на швидке одужання після кризи у такий спосіб знову дозволяє відкласти структурні реформи.
Запобігання ревальвації в умовах припливу капіталів	Масштаби припливу можуть бути несумісними із можливостями корекції валютного курсу без інших негативних наслідків. Розрахунок на короткостроковий характер капіталу передбачає, що краще тимчасово збільшити резерви, ніж коректувати курс.	Наявність імпліцитно мінімально допустимого рівня резервів заохочує застосування зміни курсу при відпливі капіталу, ніж зменшення резервів. Відплив, продиктований глобально-центричними факторами, може бути в масштабах, несумісних із допустимою втратою резервів. Простежується асиметрична дія щодо даного мотиву нагромадження.
Монетарний (новий) меркантилізм	Нагромадження резервів дозволяє підтримувати занижений валютний курс і заохочувати експортоорієнтоване зростання. Підтримання профіциту платіжного балансу та уникнення номінального курсу вгору допускається навіть всупереч значним втратам від володіння значними резервами.	Падіння курсу та збереження в більшості своїй профіцитних платіжних балансів в країнах з ринками, що виникають, підтверджують актуальність даного мотиву. В сукупності із запобіганням ревальвації під час припливу капіталів та допуску певного рівня девальвації під час відпливу (замість втрати резервів) підсилює позитивний вплив профіциту поточного рахунку на зростання резервів.
Фінансовий меркантилізм	Валютні резерви дозволяють розширювати внутрішню ліквідність, що може набувати форм прихованого субсидування фінансового сектора, який зазнає потенційних втрат від підтримки вразливих, наприклад, експортних секторів та може бути вразливим до реверсів в потоках капіталу.	Актуальність даного мотиву навряд чи реалістична для періоду кризи, однак актуальна у посткризовий період.
Бретон Вудс 2	Імпліцитні домовленості між азійськими експортерами та США щодо підтримки заниженого курсу та припливу ПІІ в обмін на фінансування американського дефіциту.	Збереження характерних рис моделі платіжних дисбалансів під час кризи та істотних темпів зростання в Азії не йде в супереч даному мотиву, хоча і не підтверджує його.
Самострахування	Нагромадження резервів покликане знизити вразливість країни до криз, основою яких є раптові реверси в потоках капіталу.	Резерви стали важливим інструментом запобігання неконтрольованим девальваціям та амортизували частину шоку. Підтримка профіцитних поточних рахунків посилює впевненість, що резерви залишаються ключовим елементом самострахування країни від криз.
Згладжування зовнішніх шоків	Значні резерви покликані амортизувати шоки, оскільки слабо розвинутий фінансовий сектор це зробити неспроможний.	Падіння цін на первинні ресурси є прикладом того, як резерви застосовуються для часткового пристосування до шоку. Однак, девальвації продемонстрували, що згладжування шоків з допомогою резервів можливе тоді, коли шоки ідіосинкратичні, а не глобально-центричні.
Конкурентне нагромадження резервів	Незалежно від початкового мотиву нагромадження резервів, зупинка однієї з країн призводить до погіршення її конкурентоспроможності, оскільки решта продовжують дотримуватись обраної стратегії.	Девальвації можуть свідчити про конкурентне уникнення зменшення резервів. Переможці в конкурентній грі у нагромадженні резервів можуть бути надолужені завдяки номінальному зниженню курсу внаслідок конкурентного уникнення втрат резервів.

* Визначення та аналіз мотивів нагромадження резервів здійснено на основі [3, 396-421].

СВІТОВІ РИНКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ КРИЗИ

Рисунки 4–5 віддзеркалюють однаково позитивний зв'язок між масштабами фінансового сектора та величиною нагромаджених резервів, з одного боку, і спроможністю підтримувати вищі темпи економічного зростання у розпал кризи, з іншого боку. Це означає, що шок, у вигляді сповільнення темпів економічного зростання під час кризи, набагато легше переноситься там, де і фінансовий сектор більш розвинутий, і де валютні резерви є значнішими.

Отримані закономірності треба суттєво уточнити. Як видно з рис. 4–5, незважаючи на спільний прямий чітко простежуваний лінійний зв'язок між аналізованими показниками, щільність зв'язку є майже втричі вищою у випадку масштабів фінансового сектора (рис. 5.). Більше того, як ми вже

зазначали, темпи економічного зростання, перебуваючи у лінійному зв'язку з обсягом нагромаджених резервів, можуть відобразити вплив макроекономічної політики на створення відповідних валютно-курскових стимулів для підтримання профіциту платіжного балансу та експортної експансії. Відтак, пряма залежність між співвідношенням валютних резервів до ВВП та темпами економічного зростання за 2008–2009 рр. може свідчити не стільки про адаптацію до шоку, скільки про збереження системи стимулів, що не зазнала змін з докризового періоду. Така закономірність опосередковано підтверджується розширенням диференціалів платіжних контрпозицій між розвинутими країнами та країнами з ринками, що виникають, тобто про те, що підтримання економічного зростання все ще

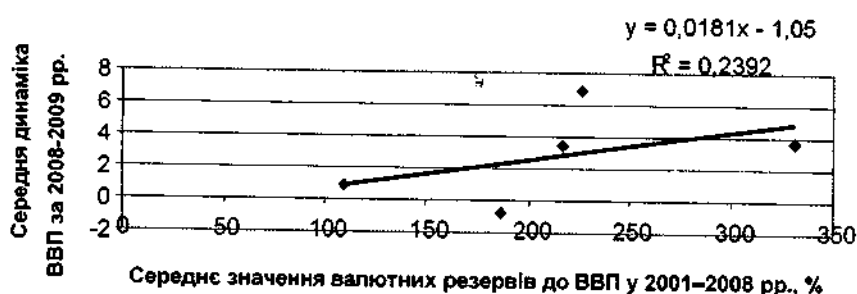


Рис. 4. Валютні резерви та динаміка ВВП в період кризи, 2008–2009 рр.

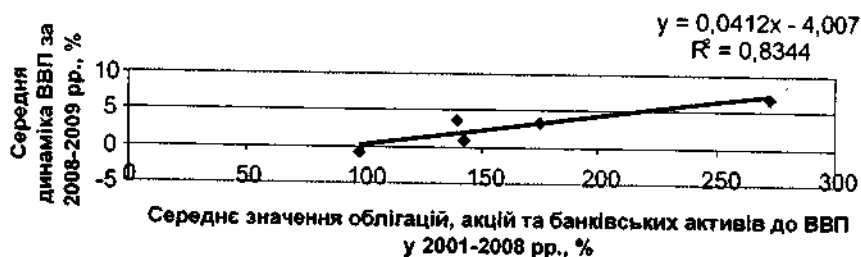


Рис. 5. Масштаби фінансового сектора та динаміка ВВП в період кризи, 2008–2009 рр.

визначається глобальними фінансовими дисбалансами. Показник масштабів фінансового сектора, прямо корелюючи з темпами економічного зростання під час кризи, не тільки статистично значимо пов'язаний із динамікою ВВП, але й може більшою мірою говорити про саме адаптаційну роль фінансового посередництва. З цього випливає, що, незважаючи на відносно усталену позицію про визначальний характер саме валютних резервів в пристосуванні до шоків в країнах з ринками, що виникають, розвинутий фінансовий сектор дозволяє краще виконати місію амортизації стресів. Це стосується і можливості вдатися до більш гнучкої поведінки валютного курсу як реакції на зрушення в глобальній рівновазі валютного та грошового ринку, і можливостей доступу до фінансування з метою згладжування споживання та інвестицій в світлі того, що під час кризи спостерігається різке зростання спредів по фінансових інструментах країн з ринками, що виникають.

Фактори макроекономічної політики та приплив капіталу напередодні кризи також демонструють свою актуальність щодо визначення траєкторії реального випуску. Так, більш експансивна політика супроводжується більш швидким нагромадженням зовнішнього боргу. В умовах сприятливого глобального монетарно-

го середовища (низькі процентні ставки, падіння спредів) реалізація макроекономічної експансії суттєво полегшується, оскільки глобальні фінансові ринки уможливають зсув лінії зовнішнього бюджетного обмеження. Втім, різкі обмеження в доступі до фінансування у випадку кризи створюють підґрунтя для відновлення жорстких бюджетних обмежень, але вже за вищого рівня зовнішніх виплат. Нагромаджений зовнішній борг у такий спосіб стає більш обтяжливим для країни: можливості рефінансування обмежені, виплати зростають (особливо деноміновані у національну валюту, яка знецінюється), погіршуючи платіжний баланс тощо. Невипадково, що це знаходить відповідне емпіричне підтвердження (рис. 6.).

Як видно з даних рис. 6., для країн з ринками, що виникають, за регіональними групами простежується чітко виражений обернений лінійний зв'язок між нагромадженням зовнішнім боргом за 2001–2008 рр. та економічним зростанням у кризові роки. Чим нижчим є показник зовнішнього боргу, тим більшою мірою амортизується глобальний шок, внаслідок чого агреговані дані, що відображають динаміку економічного зростання, демонструють відсутність переходу у стан рецесії. У випадку, коли зовнішній борг до ВВП пере-



Рис. 6. Зовнішній борг та динаміка ВВП у кризовий період, 2008–2009 рр.

вищує позначку у 45–50%, вразливість країн різко зростає, а поява економічного спаду в умовах розгортання глобальної фінансової кризи практично неминуча.

Подібно до ефектів макроекономічної експансії проявляють себе наслідки значного припливу фінансового капіталу. На сьогодні критичні застереження про те, що масштабний приплив капіталу створює більше проблем у макрофінансовій сфері, ніж збільшує можливості для фінансування інвестицій і рівноважного зростання споживання, розглядаються як один із наріжних елементів вразливості країни до експансії глобальної ліквідності. Існують свідчення про історичні прецеденти негативного впливу значних короткострокових капіталів на макрофінансову стабільність країни [21]. Сучасні дослідження також констатують, що приплив капіталів скоріше має потужні номінальні ефекти, ніж реальні. Зростання вартості активів, експансія внутрішнього кредиту, майже миттєве погіршення платіжного балансу, індуковане прискореним споживанням та поживавленою інфляцією, замість прискорення економічного зростання розглядаються практично як аксіоми в структурі глобального макрофінансового аналізу [22; 23]. Дані рис. 7 підтверджують таку загальну позицію, засвідчуючи, що чим значнішим був приплив капіталів в країни з

ринками, що виникають (тобто, чим вищим є показник чистих приватних потоків), тим вразливішими вони виявились щодо глобального стресу.

Чіткий обернений лінійний зв'язок між чистими приватними інвестиціями та економічним зростанням під час кризи для країн з ринками, що виникають, можна інтерпретувати з декількох позицій.

По-перше, це є підтвердженням того, що приплив капіталу дійсно справляє істотний вплив на експансію споживання та перегрів фінансового сектора, внаслідок чого глобальний стрес одразу ставить питання про доступ до фінансування, чим засвідчує глибоку залежність економічної динаміки від поточних витрат та стану фінансового сектора. Зокрема, вивіз капіталу як відображення обмежень щодо впливу припливу капіталів на перегрів економіки може вважатись бажаним явищем, особливо, якщо це супроводжується зростанням продуктивних активів, ніж максимізація позитивного сальдо припливу і відпливу. Невипадково, це лібералізація вивозу капіталу в умовах значного профіциту фінансового рахунку платіжного балансу вважається допустимим макроекономічним інструментом [22; 23]. Тобто, в умовах, коли приплив капіталів швидко призводить до пере-

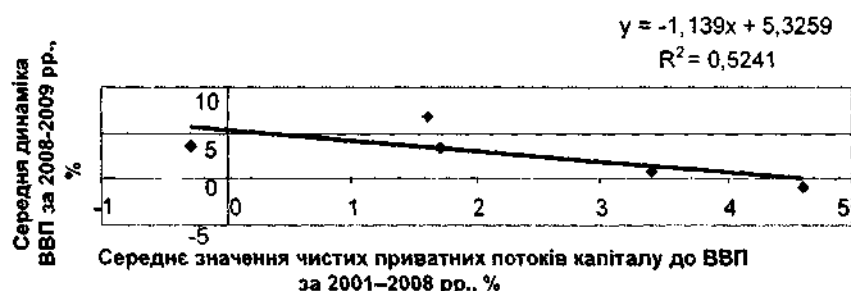


Рис. 7. Чисті приватні потоки капіталу та динаміка ВВП у кризовий період 2008–2009 рр.

гріву споживання фінансового сектора та примноження його вразливості, зменшення навантаження на валютні резерви через збільшення зовнішніх вимог з боку резидентів може розглядатись з позитивної точки зору.

По-друге, тут залишається проблема інституціональної симетрії між алокаційними ефектами припливу капіталу, який збільшує споживання та вартість активів загалом по економіці, і відпливу капіталу, який може засвідчувати брак внутрішніх активів високої якості, непродуктивні інвестиції за кордон (придбання приватної нерухомості, наприклад), внаслідок чого національна економіка не виграє у вигляді потенційних інвестицій, а стикається з ефектом збільшення закордонного володіння активами незначною часткою економічних агентів, спроможних забезпечити нерівномірний розподіл доходів на свою користь. Нерозвинутий фінансовий ринок тут виступає в ролі каталізатора вивозу капіталу, оскільки не забезпечує можливості для втілення попиту на активи з інвестиційними якостями, які могли би задовольнити не стільки репрезентативного агента, скільки різні групи інвесторів з відмінними преференціями щодо доходу, ризику та строкової структури потоку доходу. Валютні резерви також не вирішують цю проблему повною мірою, оскільки в умовах значного припливу капіталу через ефекти ліквідності прискорюють підвищення вразливості фінансового сектора, захоплюють зовнішні запозичення, оскільки виступають імпліцитною гарантією щодо незмінності валютного курсу. Аналогічно вони можуть призводити до прямих втрат в зв'язку з непродуктивним володінням іноземною готівкою чи низько доходними авуарами, причому такі втрати за останній час вимірюються відсотками ВВП [1; 2; 24].

По-третє, глибина фінансового ринку повинна сприйматися як безпосередній фактор еластичної трансмісії припливу капіталів на внутрішню експансію вартості активів, кредиту, споживання і, як наслідок, погіршення платіжного балансу. Звідси, чим більш розвинутим буде фінансовий сектор, тим меншою мірою примножуватиметься його вразливість відповідно до ефектів експансії глобальної ліквідності. Невипадково, що щільність оберненого зв'язку між показниками зовнішнього боргу, припливу капіталу, а також прямого зв'язку між показниками розвитку фінансового сектора та економічним зростанням під час кризи є вищою.

Підсумовуючи вищезазначене, можна зробити наступні висновки.

1. Характерний макрофінансовий профіль актуальної глобальної кризи відрізняється від очікуваного, зокрема, поведінкою функції валютних резервів. Вони продемонстрували тенденцію до зростання, хоча і повільнішого. Зниження курсів багатьох країн щодо долара США та наявність низки обмежень на застосування центробанками резервів як антикризового інструменту свідчить про переоцінку їх ролі як засобу амортизації шоків.

2. Пануюча теза про те, що для країн з ринками, що виникають, валютні резерви є більш вагомим фактором пом'якшення наслідків глобального фінансового шоку, ніж фінансовий сектор, потребує суттєвого уточнення в світлі фактичного досвіду поведінки центробанків в умовах кризи та в світлі того, що мотиви нагромадження резервів можуть бути набагато ширшими, ніж виключно згладжування екзогенних шоків. Це особливо актуально в контексті феномена конкурентного нагромадження, що в умовах кризи перетворився на конкурентне запобігання втраті резервних активів.

3. Існують емпіричні свідчення на користь того, що більш розвинутий фінансовий сектор краще дозволяє запобігати втратам в економічному зростанні під час кризи, однак і обсяг нагромаджених резервів не є повністю нейтральний щодо можливості підтримання позитивної динаміки ВВП. Однак фактори макроекономічної політики (величина зовнішнього боргу) та перегрів фінансового сектора (величина чистих приватних фінансових потоків) напередодні кризи також є істотними детермінантами траєкторій реального випуску у кризові роки.

Література

1. Wijnholds O., Sondergaard L. *Reserve Accumulation: Objective or By-product?* // ECB Occasional Paper. – 2007. – № 73 – P. 3–42.
2. *The Accumulation of Foreign Reserves* // ECB Occasional Paper. – 2006. – № 43. – P. 3–72.
3. Козюк В. В. *Монетарні засади глобальної фінансової стабільності*. – Тернопіль: THEU, Економічна думка, 2009. – 728 с.
4. Aizenman J. *Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture* // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.
5. Rose A. *A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed* // NBER Working Paper. – 2006. – № 12711. – P. 1–31.
6. 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.
7. 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.
8. *Financial Stability and Local Currency Bond Markets* // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 1–142.
9. *Institutional Investors and Asset Allocation* // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 1–54.
10. Loayza N., Ranciere R. *Financial Development, Financial Fragility, and Growth* // IMF Working Papers. – 2005. – wp/05/170. – P. 1–31.
11. Dornbusch R. *Fewer Monies, Better Monies* // American Economic Review. – 2001. – Vol. 91 (2). – P. 238–242.
12. Mody A., Rogoff K. *Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Countries Versus Advanced Economies* // NBER Working Paper. – 2004. – № 10673. // www.nber.org.
13. 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.
14. 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.
15. 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.
16. Cecchetti S. *Crisis and Responses: the Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007–2008* // NBER Working Paper. – 2008. – № 14134. – P. 1–14.
17. Chailoux A., Gray S., Kluh U., Shimizu S., Stell P. *Central Bank Response on the 2007–08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn* // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/210. – P. 1–54.
18. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. *Financial Stability, the Trilemma, and International*

СВІТОВІ РИНКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ КРИЗИ

- Reserves // NBER Working Paper. – 2008. – № 14217. – P. 1–48.*
19. *Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis // ECB Working Paper. – 2009. – № 1060. – P. 1–42.*
20. *Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // Institute for International Economics Working Paper. – 2005. – WP 05–7. – P. 1–115.*
21. *Bordo M., Meissner Ch. Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalization // NBER Working Paper. – 2007. – № 13577. // www.nber.org.*
22. *Managing Large Capital Inflows. Chapter 3. // IMF. World Economic Outlook. – 2007. – P. 1–29.*
23. *Zakharova D. One-Size-Fits-One: Tailor-Made Fiscal Responses to Capital Flows // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/269. – P. 1–27.*
24. *Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // NBER Working Paper. – 2006. – № 11952. // www.nber.org.*