

УДК 336.744/339.4

В. КОЗЮК,
професор, доктор економічних наук
(Тернопіль)

СУВЕРЕННИЙ ПОПИТ НА АКТИВИ: ІНДИВІДУАЛЬНА РАЦІОНАЛЬНІСТЬ І КОЛЕКТИВНА НЕЕФЕКТИВНІСТЬ

Висвітлено феномен конфлікту між індивідуальною раціональністю та колективною неефективністю у сфері глобальних монетарних процесів. Проаналізовано підходи до обґрунтування мотивів експансії суверенного попиту на активи. Розроблено формальну модель, яка пояснює колективну неефективність індивідуальних раціональних рішень щодо попиту на резерви.

Після Азійської кризи світ зіткнувся з безпрецедентним зростанням валютних резервів, до яких згодом додалась експансія фондів суверенного багатства. Об'єднані разом, вони відбивають виникнення відносно нового явища в царині глобальних фінансів — суверенного попиту на активи. Підґрунтям цього виявилось усвідомлення факту, що глобальна економіка породжує ризики й раптові збурення, які швидко трансплантуються в потоки капіталів та викликають зміни відносних переваг, а це може радикально вплинути на платіжний баланс і, відповідно, на валютно-фінансову стабільність. Утім, незважаючи на ряд дестабілізаційних епізодів, країни з ринками, що виникають, у цілому тривалий час демонстрували серйозні успіхи в макроекономічній динаміці, підтримці низької інфляції, трансформації своїх фінансових систем. Такі зміни привели до швидкого відновлення глобальних потоків капіталу і зростаючого залучення інструментів з країн з ринками, що виникають, у глобальну інтегровану фінансову мережу. Природно, дані процеси збіглися в часі з нечуваною експансією глобальної

ліквідності, що спричинило приплив капіталів та розкручування спіралі глобальних дисбалансів. У сукупності потоки капіталу й глобальні дисбаланси утворили своєрідну системну єдність, яка досить довго самопідтримувалася завдяки відносно повільній реакції інфляції на збудники попиту в усій глобальній економіці. Така експансія глобальної ліквідності є невід'ємним результатом зростаючого суверенного попиту на активи, і він почав гальмувати процеси корекції дисбалансів, збільшуючи тим самим невизначеність та нову зацікавленість у страхуванні на випадок реверсів у потоках капіталу.

Глобальний фінансовий обвал виступив свого роду підоймою корекції надмірної ліквідності, але продемонстрував, наскільки глобальна економіка, навіть озброєна величезними резервними активами, може виявитися беззахисною перед падінням ринків. Інша проблема, яка впливає з досвіду кризи, полягає в тому, що намагання обмежити курсові зміни за допомогою резервів були надзвичайно млявими; це явно суперечить мотивації, яка закладалася в основу гіпертрофії суверенного попиту на активи. Тому слід визнати специфічність ситуації, що склалась у даній сфері, і відсутність теоретичного розуміння глобальних відносин, які відбивають зв'язок між політикою мінімізації ризиків глобалізації у розрізі країн, що обертається на протилежний результат. У світлі цього актуалізується дослідження проблеми індивідуальної раціональності й колективної неефективності в названій сфері.

Методологічно проблематика індивідуальної раціональності та колективної неефективності походить з теорії публічних фінансів, де дуже часто даний аргумент застосовується для пояснення необхідності в державному втручанні¹. Але в міжнародній економіці й політиці нормативний аспект такої методології часто визнається непродуктивним у зв'язку з відсутністю політично легітимного міжнародного формату примусу щодо політики окремої країни. Завдяки цьому, з огляду на нові відкриття в теорії рівноваги і посилення ролі теорії ігор як одного з наріжних каменів сучасної неокласичної теорії, виникла теоретична концепція координації макроекономічної політики, яка демонструє можливості подолання тих чи інших проблем, що мають спільне значення для учасників, але різні стратегії в досягненні результатів². Утім, існують дослідження, які наголошують на достатньо низькій ефективності реальної координації макроекономічної політики в умовах глобалізації, зокрема, через значні потоки капіталу, домінуючу орієнтацію провідних центробанків на внутрішню рівновагу тощо³.

Дилема індивідуальної раціональності та колективної неефективності у сфері суверенного попиту на активи пов'язується з ґносеологічним парадоксом, бо першому елементу дилеми приділяється велика увага, а другому - практично ніякої. Такий парадокс слід пов'язувати з проблемою тривалих лагів, що особливо чітко

¹Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії. Пер. знім. К., "Либідь", 2000, 654 с.

²Hamada K. The Political Economy of International Monetary Interdependence. Cambridge, 1985; Humpage O.A Hitchhiker's Guide to International Policy Coordination. "Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review" № 72 (3), 1987, p. 2-14.

³Bordo M., Schwartz A. What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished? "Open Economies Review" №2, 1991, p. 39-64; Gabriele G., Meick W. Perceived Central Banks Intervention and Market Expectations: an Empirical Study of the yen/dollar Exchange Rate, 1993-1996. "BIS Working Papers" №77, 1999, p. 1-31; 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" № 723, 2002, p. 1-63.

простежується на прикладі зв'язків між динамікою глобальних валютних резервів та цін на первинні ресурси⁴, а також з тим, що експансія глобальної ліквідності може мати реальні, а не тільки номінальні наслідки⁵. Коли йдеться про раціональну поведінку, то попит впливає з цілого набору мотивів щодо нагромадження валютних резервів (їхній огляд подано в ряді аналітичних праць⁶), а також з аргументів на користь створення специфічних резервів у вигляді фондів суверенного багатства, покликаних забезпечити міжчасову оптимізацію споживання та інвестицій в умовах неможливості раціонально та безінфляційно адсорбувати всі ресурси, які опиняються в розпорядженні окремої країни впродовж поточного періоду⁷. Що ж до неефективності, то розуміння проблеми гіпертрофії резервів сформувалося ще на початку 2000-х років, проте воно спиралося на аналіз відповідності обсягу резервів конвенціональним критеріям достатності й адресувалося актуальним питанням розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів⁸. Крім того, проблема "виходу" з неефективності ускладнюється практично ще раніше, ніж сформуються негативні наслідки від реалізації індивідуальної раціональності у сфері попиту на резервні активи, у зв'язку з тим, що такий попит перетворився на конкурентний. Саме з конкуренцією в попиті на резервні активи пов'язана ситуація, коли більшість країн світу прагнуть запобігти зміцненню валютного курсу, щоб не допустити погіршення зовнішньої конкурентоспроможності за умови, що інші здійснюють таку саму політику, незалежно від спонукальних мотивів⁹. Звідси впливає, що ситуація, яка поступово сформувалася після Азійської кризи, нагадує конкурентні девальвації 1930-х років, тільки в дзеркальному відображенні — шляхом акселерації попиту на суверенні активи. Така практика є неефективною, проте в першому випадку вона аргументується на основі теорій міжнародної торгівлі, а в другому — ще немає відносно чітких теоретичних схем, які би відобразили поєднання індивідуального раціонального вибору та колективної неефективності у сфері попиту на резерви. Відповідно до цього в пропонованій статті здійснено спробу розробити просту чотирисекторну рівноважну модель, з допомогою якої можна пояснити феномен замкненого кола в глобальній експансії суверенного попиту.

З емпіричної точки зору, експансія глобальних резервів властива всім країнам з ринками, що виникають, а серед розвинутих країн — Японії, через що сфор-

⁴ Козюк В.В. Глобальний монетаризм та актуальні проблеми кількісної теорії. "Економіка України" № 8, 2008, с 24-35.

⁵ Nicolò G., Ivaschenko I. Global Liquidity, Risk Premiums and Growth Opportunities. Paper Presented at 9th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by IMF, Wash., Nov. 13–14, 2008, IMF, 2008, p. 2-41.

⁶ The Accumulation of Foreign Reserves. "ECB Occasional Paper" № 43, 2006, p. 3-73; Windholds O., Sondergaard L. Reserve Accumulation: Objective or By-Product? "ECB Occasional Paper" № 73, 2007, p. 3-45.

⁷ Огляд проблеми подано, наприклад, у джерелі: Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda. IMF, 2008, p. 1-35.

⁸ Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? Institute for International Economics Papers, 2004, p. 1–31; Disyat P. Rationalizing Asia's Foreign Reserves Build-up. Bank of Thailand Economic Monitor, 2003, Dec, p. 1-8; Gosselin M.-A., Parent N. An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia. Bank of Canada Working Paper, 2005, p. 1-40. Ми також приділили увагу проблемі ув'язки глобальних резервів з експоненціальними трендами глобальних дисбалансів. (Див.: Козюк В. Макроекономічні наслідки експоненціальних трендів глобальних фінансових дисбалансів. "Економіка України" № 6, 2007, с 25-35).

⁹ Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture. "NBER Working Paper" № 13277, 2007, p. 1-19.

мувалася група країн-рекордсменів, більшість з яких також володіє значними обсягами коштів, акумульованих у фондах суверенного багатства (табл. 1).

Таблиця 1
Валютні резерви в країнах з найбільшим володінням ними *
(млрд. дол.)

Країна	1995 р.	2000 р.	2005 р.	2007 р.
Японія	172,4	347,2	823,1	1243,5
Китай	73,6	165,6	769,0	1559,5
Тайвань	90,3	106,7	253,7	-
Південна Корея	-	96,2	205,9	225,6
Росія	14,4	24,3	155,7	419,5
Індія	-	36,8	136,9	201,7
Гонконг	55,4	107,6	122,0	130,2
Сінгапур	68,8	80,4	115,5	-
Малайзія	22,9	28,6	75,8	79,2
Мексика	15,7	36,2	68,6	80,3
Бразилія	51,8	33,0	54,8	175,1
Алжир	2,0	11,9	51,7	-
Таїланд	-	32,5	48,3	60,0
Норвегія	21,1	26,7	42,7	-
Туреччина	-	19,6	41,7	58,6

* Джерело: The Accumulation of Foreign Reserves. "ECB Occasional Paper" № 43, 2006, р. 11; World Economic Outlook, Wash., IMF, 2008, р. 240; Wijnholds O., Sondergaard L. Reserve Accumulation: Objective or By-product? "ECB Occasional Paper" № 73, р. 13.

Мотиви нагромадження суверенних активів за доби глобалізації охарактеризовано в таблиці 2.

Таблиця 2
Трут та характеристики мотивів суверенного попиту на активи *

Мотив	Характеристика
Відсування структурних реформ у часі	Нагромадження резервів на основі заниженого валютного курсу виступає найпростішою формою створення стимулів для зростання експорту й внутрішньої ліквідності. Завдяки цьому не треба прикладати сумнівні, з точки зору політичної привабливості, зусилля для структурних реформ у країні. Інший варіант цієї думки - через інституціональну неспроможність уряду збирати податки заниження курсу і нагромадження резервів забезпечують найпростіший доступ до збільшення податкової бази
Запобігання ревалювації в умовах припливу капіталів	Значні масштаби припливу капіталів до країн з ринками, що виникають (як ПП, так і портфельних інвестицій), стають значимим фактором впливу на валютний курс; його рівноважне утворення 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 і дають змогу сформувати базу для фінансування відпливу капіталів, там самим нейтралізуючи впливи на валютний курс
Монетарний (новий) меркантилізм	Гіпертрофія резервів - наслідок свідомого заниження валютного курсу для стимулювання експортноорієнтованого зростання. Утворення значних перманентних профіцитів платіжного балансу стає каналом формування резервних активів. При цьому з нагромадженням резервів пов'язуються можливості виживати в ситуації посилення глобальної

	конкуренції, внаслідок чого країни схильні допускати навіть наднормативне їх збільшення, але не зменшення, коли для цього є підстави. Завдяки цьому формується довгострокова схильність обмежувати номінальний рух курсу вгору, а рух курсу вниз завжди бажаний
Фінансовий меркантилізм	Швидка акумуляція резервів є прихованою формою субсидування фінансово-банківського сектору. Вживаються спеціальні заходи, щоб запобігти посиленню його уразливості за високої мобільності капіталів
Бреттон-Вудс-2	Нагромадження резервів є продуктом імотитних домовленостей між США й 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 вивезення капіталу до країн з низьким рівнем оплати праці і тим самим поліпшують прибутковість корпорацій, а дефіцит платіжного балансу фінансується з допомогою зовнішнього попиту на активи других, які, прив'язуючи курс до долара, дістають можливість залучити капітал та прискорити експортоорієнтоване зростання
Самостраховання	Резерви стають наріжним каменем усієї системи валютно-фінансової стабільності у світі з високою мобільністю капіталів, блукаючими валютними кризами та спонтанними реверсами в потоках капіталів. Поява криз за типом "раптова зупинка" (припливу капіталів) стає визначальним фактором, що спонукає країни орієнтуватися на збільшення резервів. Крім цього, посилення інтеграції з глобальною економікою та розвиток останньої неухильно пов'язуються зі збільшенням фінансової відкритості та потоків капіталу, що робить попит на резерви ендегенним
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 розвинутий недостатньо, а зовнішні запозичення для адаптації до шоків дуже часто ризикові чи обмежені, то валютні резерви є найпростішим джерелом згладжування шоків
Конкурентне нагромадження резервів	Незважаючи на потенційну ймовірність багатьох мотивів щодо зростаючого суверенного попиту на резерви, як тільки цей процес розпочинається, вступають у дію мотиви конкурентного нагромадження. Це пов'язано з тим, що відхід від стратегії нагромадження одного з учасників погіршує його можливості в глобальній конкуренції, внаслідок чого проблема стає колективною. Виграш у конкурентній боротьбі за нагромадження резервів здобуває той, хто спроможний мінімізувати негативні зовнішні наслідки й стерилізувати резерви з найменшими втратами. Наразі - це Китай

* Згруповано за джерелами: R a t o d e 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, 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" Vol. 17, 2004, p. 370-400; Choi W. G., Sharma S., Stromquist 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" №9971, 2003, www.nber.org; Durdu C. B., Mendoza E., Terrones M. Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Mercantilism "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" № 12363, 2006, www.nber.org; Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture. "NBER Working Paper" № 13277, 2007, p. 1-19.

Як видно з таблиці 2, глобальний попит на монетарні й фінансові активи є похідною намагання багатьох країн перестраховатися від імперфекцій глобальних ринків капіталу та криз, пов'язаних з раптовими реверсами в потоках капіталів. Урахування того, що в умовах інтеграції з глобальними фінансовими ринками внутрішня експансія фінансового сектору скоріше загострює проблему забезпеченості країни резервами, промовляє на користь активного їх нагромадження, і це — абсолютно раціональний вибір монетарної політики на рівні окремої країни¹⁰. Таку картину — політику окремої країни — в глобальному контексті можна подати функцією індивідуального вибору, застосувавши традиційну методологію аналізу проблеми колективної нерациональності індивідуально раціональних рішень, відому з теорії публічних фінансів.

Попри усталену думку, що збільшення суверенного попиту на активи у вигляді нагромадження валютних резервів та формування відповідних фондів суверенного багатства дозволяє запобігати на рівні окремої країни валютно-фінансовим кризам, такі тенденції почасти відбивають певне розчарування в діяльності МВФ як глобального регулятора ліквідності й інституції, покликаної проводити кризовий менеджмент. Утім, аналіз попиту на кредити з боку МВФ, активізація його кредитних механізмів демонструють не зовсім чітку логіку повного уникнення співпраці з Фондом, навіть за гіпертрофії валютних резервів. По-перше, зберігається тенденція до реалізації своєрідних гібридних програм Stand-by та EFF, коли лінія відкривається, але країни наголошують на тому, що кошти мають надходити тільки в разі потреби. Як не дивно, МВФ негласно на це погоджується, бо іншого каналу впливу на ситуацію у нього не залишається: зберігається можливість бодай частково амортизувати шок, коли він настане. По суті, це приводить до того, що МВФ розглядається як такий самий інструмент страхування на випадок криз, яким слугує індивідуальне нагромадження резервів¹¹. По-друге, існують чіткі свідчення на користь того, що стан глобальної економіки справляє реальний вплив на обсяги кредитів, які запитуються у МВФ. До найбільш інфлюентних факторів належать стан глобального бізнес-циклу, ціни на нафту, рівень процентних ставок¹². Така закономірність не випадкова, оскільки перші два фактори ув'язують глобальний економічний клімат з національним платіжним балансом че-

¹⁰ Дослідники констатують, що підходи, які базуються на тому, що адекватний обсяг резервів має ув'язуватися з торговельною та фінансовою відкритістю, вже застаріли, бо не враховують повною мірою внутрішню експансію фінансового сектору. Це означає, що валютні резерви мають бути такими, щоб ізолювати банківську систему від потрясінь у разі внутрішнього та зовнішнього впливу капіталів водночас. Як наслідок, розвиток банківської системи та поглиблення фінансового сектору перетворюються на фактор, що зумовлює необхідність збільшити резерви, а не зменшити їх, чого можна було би очікувати виходячи із зростання імовірності диверсифікації ризиків та компенсації шоків. Хоча така позиція ігнорує варіанти успішного поєднання ефективної боротьби проти інфляції з підтриманням плаваючого курсу, вона приховано відбиває ситуацію, коли експансія фінансового сектору в країнах з ринками, що виникають, насправді стикається з проблемою доларизації зобов'язань, що стає більш доступним явищем за фінансової інтеграції. (Див.: Obstfeld M., Shambaugh, Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. "NBER Working paper" № 14217, 2008, p. 1-48).

¹¹ Cottarelli C., Giannini C. Inflation, Credibility, and the Role of International Monetary Fund. "IMF Paper on Policy Analysis and Assessment", 1998, PPA/98/12, p. 1-23; Giannini C. Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function. "IMF Working Paper", 1999, WP/99/10, p. 1-58.

¹² Elekdg S. How Does the Global Economic Environment Influence the Demand for IMF Resources. "IMF Working Paper", 2006, WP/06/239, p. 1-33.

рез мультиплікатор імпорту й шоки умов торгівлі, а останній фактор - через канал доступу до фінансування поточного рахунку з джерел глобальних фінансових ринків. Глобальна фінансова криза продемонструвала, що попит на традиційні інструменти кредитної підтримки Фондом країн, які потрапили в скрутне становище, не вичерпано, навіть незважаючи на значні валютні резерви, формовані цими країнами.

Неухильне падіння кількості фактично наданих кредитів, зростання їхнього обсягу, ризик дефіциту ресурсів Фонду для реалізації кредитних ліній екстреного надання ліквідності в умовах глобальних криз на тлі низької завантаженості традиційних кредитних механізмів — ці факти засвідчують суперечливість функціонування МВФ на цей час¹³. Більше того, доларизація пасивів, детермінуючи підвищення імовірності настання одразу валютних та фінансово-банківських криз, ставить питання про те, чи досить у центробанків інструментів для того, щоб опиратися таким загрозам, чи вистачить ресурсів у Фонду для боротьби з поширенням фінансових імперфекцій, коли практично кожен регіон не забезпечений від подвійних криз¹⁴.

Природно, що з таких міркувань суверенний попит на активи не може вважатися нераціональною відповіддю на загрози, які виникають у сфері фінансової глобалізації. Досягнутий рівень "озброєності" резервами вже дає підстави вважати, що виникла нова модель монетарного устрою світу, коли наднаціональні органи усунуті індивідуалізованими підходами до протистояння глобальним дестабілізаціям¹⁵. Водночас такий погляд на проблему страхування від глобальних фінансових дестабілізацій зустрічає ряд заперечень. Наприклад, порівняння втрат, яких зазнає країна від гіпертрофії валютних резервів, з вигодами від збереження централізованої міжнародної системи кредитування останньої інстанції говорить про те, що повне покриття монетарними активами ризиків фінансових дестабілізацій, викликаних реверсами в потоках капіталів, не є оптимальним рішенням. Наявність певної централізації тут буде кращою альтернативою¹⁶. Аналогічного погляду дотримується Б. Ейченгрін, який констатує, що будь-які спроби регіональної централізації надлишкових валютних резервів з метою створити регіональну альтернативу централізованій міжнародній системі кредитування останньої інстанції не будуть ефективними. Використання надмірно нагромаджених монетарних активів у напрямі розвитку фінансових ринків дасть кращий результат порівняно з їх використанням як джерел фінансування програм розвитку чи створення механізмів регіональної альтернативи МВФ¹⁷. Якщо взяти до уваги наявність чіткого регіонального патерну поширення валютно-фінансових дестабілізацій¹⁸, то регіональні ініціативи щодо створення систем

¹³ Див. детальніше: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. Тернопіль, "Астон", 2005, с. 333-362.

¹⁴ Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? "IMF Working Paper", 2001, WP/01/76, p. 1-37.

¹⁵ Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture. "NBER Working Paper" № 13277, 2007, p. 1-19.

¹⁶ Lee J. Insurance Value of International Reserves: An Option Pricing Approach. "IMF Working Paper", 2004, WP/04/175: www.imf.org.

¹⁷ Eichengreen B. Insurance Underwriter of Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America? "NBER Working Paper" № 12451, 2006, p. 1-50.

¹⁸ Про регіоналізацію валютних криз див.: Glick R., Rose A. Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional. "CEPR Discussion Paper" № 1947, 1998, www.cepr.org; Fatzsch M. On Currency Crises and Contagion. "ECB Working Paper" № 139, 2002, p. 5-30.

кредитування останньої інстанції можуть стати неефективними з міркувань достатності ресурсів і втрат від стерилізації резервів, які нагромаджуватимуться для досягнення уявних параметрів достатності. Поряд з тим розглянуті підходи щодо неоптимальності страхування від глобальних фінансових дестабілізацій на рівні окремої країни тягнуть до методологічного індивідуалізму. Підхід, що спирається на принцип зовнішніх ефектів, тут також не дасть принципового відмінного результату, коли взяти до уваги рівень глобальної інтеграції. Саме тому проблему неефективності індивідуального страхування від валютно-фінансових потрясінь шляхом нагромадження валютних резервів, а отже, розкручування спіралі глобальних дисбалансів слід розглядати на основі більш холістичного — макроекономічного підходу.

Вивчення цієї проблеми має спиратися на модель GCMRA, яка пояснює, чому експансія глобальних фінансових потоків, призводячи до примноження імперфекцій ринків капіталу, спонукає до нагромадження валютних резервів¹⁹. Відповідно, тут досягається рівноважне поєднання збільшеного обсягу резервів як способу страхування від імперфекцій та експансії ринків капіталу, які такі імперфекції примножують. Дану модель ми беремо за основу тому, що вона найбільш повно в категоріях ринкової рівноваги показує раціональність вибору щодо збільшення валютних резервів у світі. Але з точки зору загальної глобальної рівноваги цей вибір не гарантує поліпшення ситуації в цілому, що видно з аналізу чотирисекторної рівноважної моделі (див. рис. 1).

Взаємодію між наведеними на рисунку 1 змінними глобальної економіки та їх пояснення найпростіше викласти з допомогою матриці, яка просторово буде еквівалентна осям координат (рис. 2).

Аналіз, проведений на основі рисунків 1,2, узгоджується з емпіричною картиною глобального макрофінансового середовища, сформованого до настання кризи; підтверджується ряд монетаристських припущень, перенесених на рівень глобальної економіки (нейтральність припливу капіталів, нейтральність монетарної політики, монетаристський погляд на платіжний баланс тощо). Завдяки даній макромоделі можна побачити, що в умовах збереження принципу загальної глобальної макrorівноваги індивідуальне страхування від ризику глобальних валютно-фінансових дестабілізацій не дає кумулятивного позитивного ефекту. На агрегованому рівні раціональний вибір на користь більш високого рівня валютних резервів хоча й буде рівноважним, але не гарантує, що в глобальній економіці на загал імовірність актуалізації дестабілізаційних процесів зникне. Навпаки, взаємозв'язаність стану резервів, рівня глобальної ліквідності, глобального сукупного попиту з глобальним ВВП, споживанням та цінами на первинні ресурси (фактично - глобальною інфляцією) демонструє, що будь-які оптимальні рішення на індивідуальному рівні в разі агрегації втрачають свій позитивний сенс, призводячи до колективної неефективності. Тому будь-яке підвищення суверенного попиту на активи, з глобальної точки зору, не приносить більшої стабільності в цілому, а тільки запускає в дію ітераційний алгоритм зв'язку між збільшенням резервів як страхуванням від ризиків і подальшим примноженням таких ризиків, але вже за вищого рівня фінансових агрегатів, а саме - валютних резервів, масштабів фінансових ринків, поточних рахунків платіжних балансів тощо.

¹⁹ Детальніше див.: Козюк В. В. Монетарна політика в глобальних умовах. Сер.: Підручники та посібники. Тернопіль, 2007, с 106-108; Козюк В. В. Валютні резерви в глобальних умовах. "Фінанси України" № 2, 2007, с 127-137.

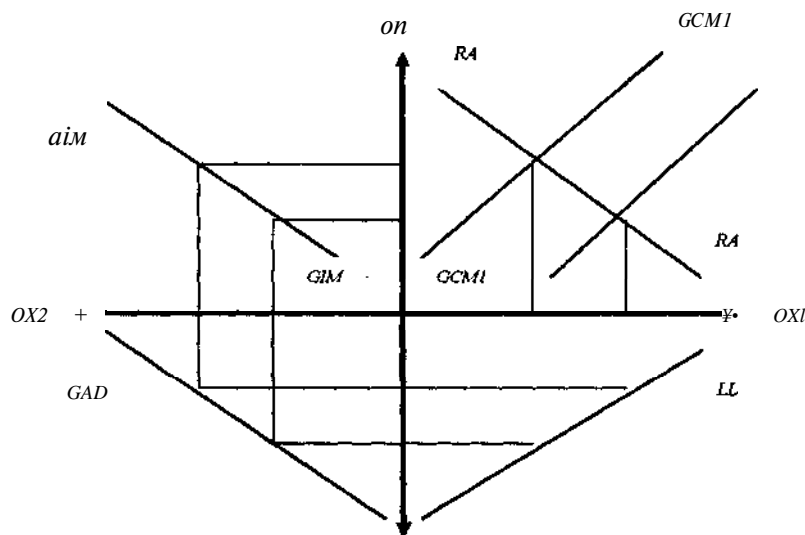


Рис. 1. Макромодель глобальних дисбаланса*

Умовні позначення: *OX1* - глобальний ринок та валютні резерви (млрд. дол. чи інша валюта);
OY1 - імперфекції глобального ринку та ризик валютних дестабілізацій, пов'язаних з ними;
OX2 — глобальний дохід і глобальне споживання; *OY2* — глобальні процентні ставки; *GCM* (*global capital market*) — лінія глобального ринку, що відбиває залежність між зростанням обсягів (фізичний вимір) та приростом його імперфекцій; *RA* (*reserve assets*) — лінія валютних резервів; *LL* (*line liquidity*) — лінія глобальної ліквідності; *GAD* (*global aggregate demand*) — лінія глобального сукупного попиту; *GIM* (*global imbalances*) — лінія глобальних фінансових дисбалансів

Дану ітераційність можна легко підтвердити і з іншої позиції. Збільшення резервів робить макropolітику менш стриманою, бо ризики дестабілізацій розглядаються як перестраховані, зовнішні запозичення зростають, а масштаби спекуляцій аж ніяк не зменшуються, адже загальна експансія фінансових ринків збільшує доступні ресурси для їхнього здійснення, наприклад, через систему *carry-trade* чи інші варіації на тему відкриття коротких позицій. Коли взяти до уваги, що валютні резерви акумулюються з мотивів не тільки страхування, а й монетарного чи фінансового меркантилізму або ж з метою підтримки структурно слабких секторів економіки, то будь-які їхні обсяги ще не гарантують, що вони будуть застосовані для відбиття атаки на валюту. Скоріше, навпаки: можлива атака завжди буде приводом для подальшого збільшення резервів, що у світлі проведеного аналізу взаємозв'язків у глобальній макромоделі тільки погіршить загальний результат.

Проблема колективної неефективності раціональних індивідуальних рішень у сфері глобальних монетарних процесів на сьогодні практично унеможливорює будь-які спроби, що спираються на національно-центричну парадигму, поліпшити монетарні перспективи світу. Це означає, що еволюція центральних банків та величезні успіхи в мінімізації інфляції, які спостерігаються впродовж останніх 20 років, вичерпують потенціал значимих для глобальних процесів новацій у царині монетарної політики і не гарантують у чинному глобальному монетарному форматі фінансової стабільності. Отже, подолання розриву між колективною неефективністю та індивідуальною раціональністю має вийти за межі монетарної політики окремої країни. Альтернатива може полягати в роз-

будові передумов для глобальної монетарної інтеграції (централізованої інституції), що забезпечило би глобальну грошову пропозицію. Ще одна альтернатива — формування обмеженого набору валютних союзів у світі, які в умовах плавання валют усунуть перетворення індивідуально вмотивованої політики з нагромадження резервів на підйому для неконтрольованих флуктуацій глобальної ліквідності, з відповідними деструктивними наслідками для рівнів цін на первинні ресурси та на фінансові активи.

<p>Експансія глобальних ВВП, споживання в умовах обмеженості ресурсів та відмінностей у процесах формування платіжних позицій призводять до того, що в глобальній економіці розкручується спіраль дисбалансів і зростають ціни на первинні ресурси. Дане явище формально позначається рухом уліво вздовж лінії <i>GM</i>. Це підвищує ризик глобальної макрофінансової нестабільності, оскільки фінансові ринки враховують стан у сфері глобальних дисбалансів та монетарних взаємовідносин у системі ставлення до ризику, а зростання цін на первинні ресурси реструктуризує співвідношення між ризиком та доходом у розрізі як сегментів глобального фінансового ринку, так і окремих країн та регіонів. Стохастичність даних процесів у сукупності викликає підвищення невизначеності на ринках, що підштовхує їх до актуалізації власних 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 унаслідок агрегування індивідуального вибору окремих країн кореспондує з нижчою імовірністю криз. Це демонструється зсувом праворуч лінії <i>GCM</i>. Відповідно, таке збільшення резервів є рівноважним, що демонструє зміщення вправо по осі лінії <i>OX1</i></p>
<p style="text-align: center;">T</p> <p>Зниження глобальних процентних ставок створює стимули для глобального сукупного попиту. Це демонструє зміщення вліво вздовж осі лінії <i>GAD</i>. Оскільки функція глобального сукупного попиту "Ув'язує" процентні ставки, глобальний дохід та споживання, зниження останніх унаслідок підвищення глобальної ліквідності створює стимулюючий вплив на глобальний ВВП та споживання, що відбивається зсувом ліворуч по осі <i>OX2</i>. Слід наголосити, що в глобальній економіці зниження ставок одразу впливає і на дохід, і на споживання, що може контрастувати з хрестоматійними макромоделями взаємодії споживання та доходу в закритій економіці. Причина цього полягає в тому, що експансія фінансових ринків та поліпшення умов ліквідності на глобальних ринках дозволяють одразу розширити можливості у сфері згладжування споживання і збільшити інвестиції через розширення доступу до капіталів - заощаджень тих, хто не збільшує споживання внаслідок падіння ставок</p>	<-	<p style="text-align: center;">i</p> <p>Попит на резерви в глобальних масштабах приводить до того, що у світі збільшується попит на активи, а орієнтація на профіцит платіжного балансу як джерело нагромадження резервів спонукає завищувати курс валют у країнах, на активи яких такий збільшений попит фокусується. У сукупності це зумовлює підвищення глобальної ліквідності. Як наслідок, знижуються глобальні процентні ставки, що демонструє зсув праворуч по лінії <i>LL</i> та осі <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. 2. Інтерпретація взаємодії змінних у макромоделі глобальних дисбалансів, показаній на рис. 1

Таким чином, у глобальній економіці сформувалася ситуація, коли раціональна поведінка окремої країни у сфері суверенного попиту на активи призводить до появи неефективності на колективному рівні. Головна причина цього полягає в тому, що дії країн, спрямовані на подолання викликів глобалізації на основі національно-центричного підходу до забезпечення фінансової стабільності, агрегуючися, породжують феномен експансії глобальної ліквідності, яка суттєво погіршує передумови для глобальної стабільності взагалі. Формальна чотирисекторна модель відбиває ситуацію замкненості зв'язків між індивідуальними рішеннями у сфері збільшення резервів, які покликані мінімізувати дію імперфекцій глобальних ринків капіталу; насправді відбувається їхнє примноження, але вже на тлі погіршення ситуації у сфері глобальних дисбалансів. Вихід можливий на базі перегляду парадигми глобальних монетарних процесів і формування глобальних інституцій управління ліквідністю.

Стаття надійшла до редакції 4 лютого 2009 р.