

Віктор Козюк

Доктор економічних наук,
професор



Валютні резерви в роках глобальної фінансової кризи та у посткризовій перспективі

Емпірична картина поведінки обсягів валютних резервів під час глобальної фінансової кризи свідчить про тенденцію до їх збільшення всупереч теоретично очікуваному зменшенню. Причиною цього є асиметричні реакції центробанків на припливи та відпливи капіталів з допомогою резервів і валютних курсів. Девальвації стали наслідком прагнення запобігти втраті резервів, перекласти відповідальність за пристосування до глобального шоку на валютний курс і таким чином збільшити власні можливості у конкурентній грі за нагромадження резервів. Така ситуація загрожує появою нового макрофінансового циклу.

І після азійської кризи у світі безпрецедентно швидко стали нагромаджуватися валютні резерви. Особливо цей процес прискорився з 2002 р. і, за свідченням багатьох відомих дослідників, перестав кореспондувати з усіма відомими до того часу раціональними критеріями адекватності забезпеченості резервними активами. Теоретичні аргументи, якими пояснювали цей феномен, спочатку були спробами обґрунтування макроекономічного вибору країни, що давав змогу забезпечити самострахування на випадок валютно-фінансових криз. Пізніше спектр теоретичних пояснень суттєво розширився, відображаючи як багатофакторність процесу нагромадження резервів, так і потенційно зростаючий перелік мотивів, котрі спонукають до цього.

Проте розвиток глобальної фінансової кризи супроводжувався значним падінням курсів багатьох валют відносно долара США, що суперечило теоретичним позиціям і щодо характеру глобальних дисбалансів, і щодо функціонального призначення резервних активів під час кризи. Мало того, глобальні обсяги валютних резервів не знизилися, чого слід було б очікувати, якби вони призначалися для захисту валют. Глобальні асиметрії у сфері поведінки валютних курсів та

валютних резервів засвідчили, що значні обсяги останніх ще не є передумовою для підтримання макрофінансової стабільності у світі. Хоча мотив до їх подальшого нагромадження зберігається зокрема з міркувань забезпечення національної макрофінансової стабільності, тим самим не усуваючи структурних передумов нинішньої фінансової кризи, а демонструючи формування передумов для розгортання нового макрофінансового циклу. З огляду на це варто дослідити проблеми поведінки валютних резервів та її системні ефекти під час глобальної фінансової кризи.

Зауваживши нагромадження значного обсягу резервних активів, деякі дослідники почали говорити про появу нової моделі глобальної фінансової архітектури, в якій самострахування є провідною рисою, зменшуючи зацікавленість у колективних діях у цій сфері [1]. Однак багато дослідників наголошує на важливості фактора валютних резервів навіть за необхідності вдосконалення системи міжнародного кредитування останньої інстанції [2], яка не завжди ефективна в умовах панування "страху перед плаванням" та доларизації пасивів [3; 4].

В ході аналізу існуючих підходів до пояснення тенденції щодо нагромадження значних обсягів резервів

ми виділили ті, які мають відносно самостійний зміст і теоретичний інструментарій: нагромадження резервів як відкладання структурних реформ; запобігання ревальвації в умовах припливу капіталу; монетарний меркантилізм; фінансовий меркантилізм; Бреттон Вудс 2; згладжування шоків; самострахування; конкурентне нагромадження резервів (з метою збереження конкурентних переваг) [5, с 396-421].

Дослідження широкого спектра мотивів щодо нагромадження резервів дає змогу краще зрозуміти їх поведінку в умовах кризи та, що особливо актуально, у посткризовий період. Це важливо також при аналізі глобальних монетарних факторів кризи. З ретроспективної точки зору, найочікуванішою була криза монетарних відносин США і країн із профіцитними платіжними балансами [6; 7], а не глобальна криза ліквідності й масштабне падіння вартості активів, що мало б характеризуватися дещо відмінним алгоритмом протікання кризових процесів і дещо іншою роллю резервів у них. Відомий учений М.Фратзшер констатує, що в світлі проблеми глобальних фінансових дисбалансів найбільш очікуваною була девальвація долара, тоді як насправді криза супроводжувалася різким злетом курсу американської валюти [8].

Отже, теоретичний профіль поведінки резервів під час кризи не відповідає емпіричному, хоча феномен "подвійної втечі капіталу", валютні свопи між провідними центробанками та емпіричні свідчення на користь того, що глибина падіння курсу є обернено пропорційною щодо масштабів валютних резервів (та, що не менш важливо, масштабів дефіциту поточного рахунку), доказом на користь збереження за валютними резервами статусу основного фактора самострахування на випадок криз [8; 9; 10]. Мета даної статті — проаналізувати поведінку валютних резервів як глобальної макрозмінної під час кризи та довести, що існують відмінності між глобально-центричними й національно-центричними шоками, які визначають специфіку поведінки резервів та валютних курсів у сучасних умовах, а отже, орієнтація на докризову стратегію нагромадження значних обсягів резервів у ще більших масштабах не розв'язує глобальні макрофінансові проблеми, а, навпаки, загострює їх.

ВАЛЮТНІ РЕЗЕРВИ І СТАНОВИЩЕ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ ПІД ЧАС КРИЗИ: ТЕОРЕТИЧНІ УЯВЛЕННЯ ТА ЕМПІРИЧНІ РЕАЛІЇ

В умовах глобальної фінансової кризи стрімке падіння обсягів капіталізації фінансового ринку, погіршення становища у фінансовому секторі радикально не змінили ситуацію у сфері платіжних дисбалансів. Певне поліпшення платіжного балансу США [11] внаслідок різкого падіння обсягів споживання та недоступності кредиту суттєво не позначилося на поведінці поточного рахунку економічно розвинутих країн та країн із ринками, що формуються. Така закономірність

доводить, що криза ліквідності за своїм впливом на глобальні платіжні контрпозиції якісно відрізняється від кризи, яка б мала передбачати корекцію глобальних зовнішніх дисбалансів [7]. Спільним в очікуваній кризі (криза глобальних монетарних відносин) з нинішньою є істотне зменшення обсягів потоків капіталу, особливо чистого припливу в країни з ринками, що формуються.

Останнє явище можна вважати підтвердженням загальної закономірності, що відображає наявність, поперше, високої чутливості потоків капіталу до будь-яких стресів у глобальній економіці [12; 13], а, по-друге, — проциклічності глобальних потоків капіталу, коли вони є і похідною зростаючої фази реального та фінансового циклу, й фактором заохочення фінансової експансії практично в усьому світі [14; 15].

Валютні резерви становлять ключовий елемент актуалізації таких закономірностей, оскільки є функціональним наслідком глобальних платіжних контрпозицій; чітким виміром реакції країн із ринками, що виникають, на масштабні припливи капіталу; фактором зниження глобальних процентних ставок та експансії глобальної ліквідності, яка заохочує подальше зростання обсягів потоків капіталу та поглиблює зовнішню нерівновагу в світі [5, с 331-487; 16].

Утім, несподівана ревальвация долара США та, відповідно, знецінення більшості валют світу щодо нього внесли істотні корекції у теоретично прогнозоване зменшення глобальних валютних резервів в умовах перебігу масштабних криз. Так, середній двосторонній валютний курс одинадцяти економічно розвинутих країн із липня 2008-го до грудня 2008-го року знизився на 20%, а 35-ти

країн із ринками, що формуються, — на 17%. У січні 2009 року відбулося симетричне підвищення цих показників на 10%, після чого вони знизилися до 20% від липневого рівня [8; 27]. Зміна внутрішньої ціни СПЗ за 2008 рік (девальвация) становила в Ісландії 90.0%, Україні — 48.6%, Південній Кореї — 30.9%, Новій Зеландії — 30.4%, Великобританії — 33.9%, Угорщині — 6.1%, Австралії — 24.0%, ПАР — 33.2%, Швеції — 18.7%, Росії — 16.7%, Канаді — 20.8%, Мексиці — 21.4%, Польщі — 18.6% [17, с 31].

Як впливає з даних графіка 1, диференціал платіжних позицій економічно розвинутих країн та країн із ринками, що формуються, за останній час лише поглибився, а чистий приплив капіталу істотно знизився. При цьому зростання обсягів валютних резервів у країнах із ринками, що формуються, хоч і сповільнилось, але збереглося, тоді як ситуація в Україні радикально суперечить даній тенденції. Так, за даними НБУ, пікові обсяги офіційних резервних активів України в третьому кварталі 2008 року становили 37 530 млн. доларів США, а вже на кінець року дорівнювали 31 543 млн. 2009 рік також характеризувався загальною тенденцією до зниження цього показника — він зменшився до 26 505 млн. доларів. При цьому майже десяти-мільярдне скорочення обсягів резервів не зупинило масштабної девальвации, засвідчивши, що поєднання дефіциту поточного рахунку зі значним відпливом капіталу автоматично переростає в глибоку кризу, якій неможливо запобігти виключно за рахунок валютних резервів: девальвация неминуха, яким би не був попередній обсяг нагромаджених резервів.

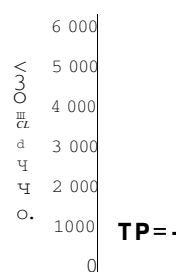
Незважаючи на істотне зменшення обсягів резервів у деяких країнах (наприклад, у Росії, Індії, Кореї), збере-

Графік 1. Поточний рахунок, чисті фінансові потоки та валютні резерви країн з ринками, що формуються, в глобальній економіці



Джерело: World Economic Outlook. -Wash. (D.C.): IMF, 2009 (October). - P. 186, 192., 194.

Графік 2. Валютні резерви країн із ринками, що формуються, у 2001-2008 роках



Джерело: World Economic Outlook. -Wash. (D.C.): IMF, 2009 (October). -P. 194.

ження тенденції до зростання резервів у країнах із ринками, що формуються, виявило певну невідповідність уявленням проте, що вони мобілізуються з метою захисту валютного курсу в чистому вигляді. Тренд загальної динаміки зовнішніх активів центробанків даної групи країн змінився з експоненціального налогістичний (див. графік 2), що можна вважати досить позитивним явищем в плані обмеження довгострокового впливу зростання резервів на експансію глобальної ліквідності.

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ДИНАМІКИ ВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ КРИЗИ

Невідповідність емпіричних реальній теоретичним уявленням про роль резервів під час валютно-фінансових криз потребує детальнішого аналізу сучасних макрофінансових процесів та ролі в них зовнішніх активів центробанків.

По-перше, докризовий поділ зростання обсягів резервів на дві компоненти, одна з яких забезпечується профіцитними платіжними балансами, а друга — припливом капіталу, певною мірою визначив характерні риси протікання кризи, а також реакції на неї. Не випадково профіцитні поточні рахунки, забезпечуючи базовий фон акумуляції зовнішніх активів до кризи, забезпечують його і під час кризи, і в посткризовий період, якщо брати до уваги збереження тенденції щодо диференціалу платіжних позицій економічно розвинутих країн та країн із ринками, що формуються.

Актуальні диференціали платіжних позицій у період кризи виявили непередбачувану стійкість і, мало того, — непрогнозовано розширилися навіть у супереч тому, що поточний рахунок США дещо поліпшився. Автоматичні реакції бюджетів економічно розвинутих країн та масштабні дискреційні анти кризові видатки в сукупності з радикальним зниженням процентних ставок провідними центробанками забезпечили певну підтримку споживання в умовах зниження ВВП. Такі рішення хоч і пом'якшили траєкторію падіння виробництва, однак не підтвердили припущення про те, що амортизація споживання дасть змогу істотно сповільнити падіння ВВП: платіжний баланс, природно, відреагував погіршенням, чому додатково сприяло швидке підвищення цін на нафту та пожвавлення фондових ринків. Країни з ринками, що формують-

ся, з огляду на обмеженіший доступ до фінансування значних циклічних фіскальних дефіцитів та більшу вразливість до шоків зростання спредів, навряд чи можуть розраховувати на активну роль фіскального фактора пристосування до глобального шоку. Зниження курсів валюти посилює загальну тенденцію щодо профіцитності платіжних балансів.

По-друге, глобальна криза виявила специфічні зв'язки в ланцюгу "потіки капіталу — валютні резерви — валютні курси". Як засвідчує графік 1, між піками динаміки чистих потоків приватного капіталу та зростанням резервів простежується чітка кореляція, котра певною мірою підтверджує тезу, що стрімке зростання зовнішніх активів є функцією потоків капіталу. Однак спостерігається істотна асиметрія в реакції резервів на приплив та відплив капіталів. Їх приплив поглинається здебільшого резервами. Тим більше, що масштаби припливу, як засвідчує ряд досліджень, перетнули межу сумісності з ефективною підвищувальною реакцією валютного курсу, а зростання резервів само по собі має резонні межі, які визначаються як міркуваннями щодо внутрішньої грошової пропозиції, так і застереженнями щодо перегріву фінансового сектору [14; 18].

Це означає, що в умовах, коли хвиля припливу капіталу є глобальним феноменом, який більшою мірою відповідає динаміці глобальної ліквідності й підігривається проциклічність фінансової системи, а не зумовлюється, наприклад, країно-центричними факторами, підвищення валютного курсу неспроможне відбити спекулятивну атаку. Повне поглинання припливу резервами погіршує ситуацію у фінансовому секторі, а продовження ревальвації лише заохочує до подальших запозичень та стає несумісним із глобальною конкурентоспроможністю економіки. Різниця лише у тому, що фіксовано орієнтовані курсові режими більшою мірою заохочують роздування внутрішньої фінансової бульбашки, ніж плаваючі, а останні скорочують лаг між ревальвацією та корекцією очікувань майбутньої платоспроможності суверенних і приватних позичальників, вираженої у теоретично передбачуваному впливі ревальвації на платіжний баланс, експорт та ВВП. Водночас вплив капіталів, зумошений глобальними, а не країно-центричними шоками, лише частково амортизується за допомогою резервів.

Мало того, за цих обставин знеці-

нення курсу стає реакцією на відплив капіталу, котра однаково властива як країнам із дефіцитним платіжним балансом, так і країнам із профіцитом поточного рахунку. Різниця тільки в масштабах девальвації і, як не дивно, у попиті на підтримку з боку МВФ. Зазначені асиметрії в реакціях з допомогою резервів на вектор руху потоків капіталу віддзеркалюють іманентне бажання країни зберегти резерви, незважаючи на їх обсяг, що, природно, консервує глобальні фінансові дисбаланси та підтримання глобальних платіжних контрпозицій.

По-третє, масштаби та глибина фінансового ринку є принципово важливими факторами характеру зв'язку між зростанням резервів на фазі припливу та можливістю допустити девальвацію на фазі відпливу. Чим глибший фінансовий сектор, тим менш еластичною буде реакція вартості активів усередині країни на приплив капіталів, тим меншою мірою валютні резерви повністю поглинають приплив, допускаючи часткове пристосування за допомогою валютного курсу та фінансової системи. Проте, якщо фінансовий ринок досить вузький, еластичність реакції вартості активів на приплив капіталів стає дуже високою. Це спонукає до проведення досить суперечливої макроекономічної політики (стерилізація резервів може бути дуже дорогою або ж неповною, а надмірна ліквідність фінансового сектору заохочуватиме ризикову поведінку). За відпливу капіталів потужніший фінансовий сектор спроможний частково амортизувати шок від девальвації, внаслідок чого або девальвація, або девальвація плюс зменшення резервів, спрямоване на покриття відпливу капіталів, дадуть змогу досить гнучко пристосуватися до кризи, чого не скажеш про вузькі фінансові ринки та слабкі фінансові системи.

Найважливішим є те, що у випадку, коли відплив капіталу зумовлений не країно-центричними, а глобально-центричними процесами, його масштаби сягають таких розмірів, що будь-яка реалістична реакція виключно з допомогою зменшення зовнішніх активів центробанків навряд чи є можливою. Це можна пояснити з точки зору появи вторинних ефектів від зменшення резервів. Так, моделі з раціональними очікуваннями щодо зміни балансу втрат і вигод від захисту курсу з кожною наступною спекулятивною атакою виразно демонструють, що ні процентна ставка, ні валютні резерви не в

зможі сповна забезпечити валютний курс, коли кожного разу відбувається очікуване зрушення такого балансу у бік вигод від девальвації. Тобто вторинними ефектами від початкового зменшення резервів унаслідок компенсації відпливу капіталів є як посилення спекулятивних настроїв резидентів і нерезидентів, так і зростання внутрішнього попиту на іноземну валюту внаслідок очікувань зростання її курсу.

Звідси впливає фундаментальна передумова асиметричних реакцій центробанків на потоки капіталу з допомогою резервів. Завжди існує певний імпліцитний рівень резервів, зниження якого не допускається через загрозу актуалізації зазначених вторинних ефектів. Причому початкова величина резервів та масштаби відпливу в даний момент можуть не впливати на цей імпліцитний рівень. Мало того, він завжди матиме тенденцію до зростання внаслідок проблеми ендогенності¹, що впливає з наростаючої фінансової та торговельної відкритості, поглиблення фінансових систем, фонового підвищення вартості активів та збільшення масштабів приватних запозичень, які в сукупності відображають рівноважні та логічні реакції економіки на прогресуючу глобалізацію. Втім, це не означає, що масштаби валютних резервів не релевантні потенціалу країни запобігати поглибленню кризової ситуації.

Як стверджують деякі автори, існують чіткі емпіричні свідчення на користь того, що комбіноване покриття резервами імпорту й агрегату M2 більш вигідне, аніж виключно покриття короткострокового зовнішнього боргу [10]. Втім, також слід визнати, що недопущення "перегріву" й підвищення вразливості фінансового сектору в сукупності з погіршенням поточного рахунку внаслідок прямої трансмісії експансії глобальної ліквідності на національну з допомогою фіксованого курсу та зростання резервів не менш важливе для забезпечення фінансової стабільності порівняно з величиною резервів, орієнтованою на найширший індикатор виміру потенційного відпливу капіталу, включаючи й те, що він може бути подвійний.

Цей нюанс важливий з огляду на

¹ З проблемою ендогенності зростаючого попиту на резерви також пов'язується ситуація, коли кожен формальний критерій адекватності резервів заохочує їх зменшення у бік зростання, беручи до уваги прогресуючу глобалізацію. Завдяки цьому на рівні глобальної економіки й формуватимуться структурні передумови для нерівноважності. Детальніше див.: [5, с. 372-395].

те, що, чим вразливішим виявиться фінансовий сектор на момент реверсу в потоках капіталу, дефіцитнішим платіжний баланс і вищим рівень доларизації (оскільки фіксовано орієнтовані курси це заохочують, особливо коли вже перестають виконувати роль номінального якоря внутрішньої цінової стабільності), тим більшим буде ажіотажний попит на іноземну валюту. Звідси: асиметрії в реакціях резервів на потоки капіталу не гарантують фінансової стабільності самі по собі, тим більше в умовах масштабного відпливу капіталу, викликаного глобальними факторами. В сукупності, тільки часткова компенсація відпливу капіталів за допомогою резервів та збереження загальної для країн із ринками, що формуються, тенденції до профіциту платіжного балансу зумовила несподіване зростання обсягів резервів, а не зниження, властиве деяким країнам. Можна стверджувати, що чим більше країні був властивий зтяжний дефіцит платіжного балансу напередодні кризи, тим більше вона зазнала втрат в обсягах резервів, знеціненні валютного курсу та у фінансовому секторі і, відповідно, у загальних темпах економічного зростання. Невипадково від глобальної фінансової кризи найбільше постраждали країни Центрально-Східної Європи, які тривалий час підтримували дефіцитні платіжні баланси, а серед них ще більше постраждали ті, що орієнтувалися на фіксовані курси (країни Балтії, Україна, Угорщина та інші).

По-четверте, іншим проявом асиметричних реакцій на потоки капіталу з допомогою резервів є намагання підвищити глобальну конкурентоспроможність і підтримати структурно слабкі сектори. В умовах кризи труднощі зі збиранням податків зростають, можливості для запозичень звужуються. З огляду на це відновлення після кризи асоціюється з відносно швидким нарощуванням експорту і стабілізацією ситуації у сфері платіжного балансу (профіцит за поточним рахунком компенсує дефіцит за фінансовим).

Якщо до кризи нагромадження резервів перетворилося на конкурентну фу (за аналогією конкурентних девальвацій у 1930-х рр.), то криза разом із впливом капіталів дають змогу знизити номінальний валютний курс і позбутися негативних наслідків швидкого зростання резервів у докризовий період. Таким чином можна інтерпретувати валютний курс як стабілізацій-

ний інструмент. Таке реноме курсу заохочує реалізовувати вказані асиметричні реакції з точки зору відносної простоти реалізації, завдяки чому створюється враження боротьби з кризою та відновлення конкурентоспроможності. Якщо в умовах зростаючого обсягу резервів переможеть у їх конкурентному нагромадженні визначався можливостями стерилізації та мінімізації інших втрат від володіння ними, то при конкурентному збереженні імпліцитного мінімально допустимого рівня резервів, що інтерпретується у світлі втечі капіталу, переможцем стане той, хто спромігся підтримувати фінансову стабільність і не допустити зростання інфляції.

Водночас в умовах відпливу капіталів конкурентна гра щодо збереження резервів, яка передбачає зниження валютного курсу, навіть коли вдається забезпечити автономну прийнятну ситуацію у сфері платіжного балансу, має цілий ряд обмежень. А) За високої доларизації пасивів девальвація насправді погіршує макроекономічну ситуацію як через фінансову дестабілізацію, так і через різке падіння внутрішнього споживання. Б) Перерозподіл добробуту від фінансового сектору до експортерів не гарантує нормалізацію ситуації в економіці в цілому, оскільки решта секторів, особливо ті, які залежать від доступу до кредитування та фінансування, можуть зазнати неправданих втрат. В) Перерозподіл добробуту, про який ішлося вище, може взагалі не відбутись, оскільки в умовах глобально-центричного кризового обвалу споживання та інвестицій (а також цін на первинні ресурси) падіння валютного курсу абсолютно не гарантує поживлення експорту й **ВВП** через брак глобального попиту. Принаймні у короткостроковому періоді глобальне падіння попиту не може бути компенсоване жодним уявним знеціненням валюти, внаслідок чого стабілізаційну місію валютного курсу в умовах глобально-центричних шоків слід оцінювати скептично. Тобто макроекономічні рішення, продиктовані прагненням відновити конкурентоспроможність, можуть не дати очікуваного результату, а лише погіршать ситуацію в цілому.

Це означає, що лише впевненість у достатній міцності фінансового сектору допускає рівноважне знецінення валюти, яке є реакцією на вплив капіталу та важелем конкурентної гри у збереженні резервів, а отже, способом подолати виклики девальваційних дій

інших країн. Маємо ситуацію, коли виграш від конкурентного збереження резервів (допуск девальвації) може розділитися на частковий (відновлення експорту) й загальний (макрофінансова стабільність). У випадку значної вразливості фінансового сектору та залежності від експортних надходжень виграш від знецінення валюти не є очевидним, тож конкретні політико-економічні рішення у цій сфері можуть ухвалюватися з урахуванням тих чи інших окремих інтересів, тобто апіорі стають випадковими і перерозподільчими.

По-п'яте, легкість, з якою зменшуються потоки капіталу та, відповідно, сповільнюється зростання резервних активів, пояснюється надзвичайно високою чутливістю динаміки вартості активів до стану глобальної ліквідності. Якщо за значною часткою потоків капіталу стоять певні спекулятивні рішення, побудовані за принципом фінансового важеля, то принаймні частина глобальних валютних резервів має віртуальний характер, хоча й сприймається як цілком реальний актив (у обліковому розумінні), важливий індикатор макрофінансової ситуації та фактор спредів.

Наявність у глобальній фінансовій системі з'єднуючої ланки, яка відображає перетікання капіталів, розігрів ринку, зростання вартості активів, запозичення для інвестицій і ще більший приплив капіталу та розігрів ринку в масштабах, співмірних з обсягами самих резервів, створює ситуацію, коли першоосновою збільшення резервів становлять кошти, отримані в кредит під майбутнє збільшення вартості активів, у яких зацікавлені глобальні гравці. Стан глобальної ліквідності й проциклічність фінансової системи є ключовими факторами віртуалізації частини резервів. Звідси випливає два важливі висновки.

1. Асиметричні реакції на стадії припливу і відпливу капіталів не є нейтральними щодо глобальної ліквідності й діють у цілому проциклічно. На фазі припливу збільшення резервів знижує процентні ставки та заохочує експансію у фінансовому секторі, а на фазі відпливу девальвація зменшує обсяги ліквідності, на які розраховують фінансові гравці, та які, однак, не отримують цього, оскільки резерви зберігаються, а курс падає. Виграш в одному місці (країна зберігає резерви, розраховуючи на вищий рівень стабільності) супроводжується програшем в іншому (фінансові інституції

втрачають активи, зазнають збитків, отже, не можуть забезпечити доступ до фінансування там, де вони могли б це зробити, повернувши кошти, якими спекулювали на тих чи інших ринках). Отже, глобальна економіка в цілому також стикається з невизначеним результатом.

2. Якщо центробанки усвідомлюють модель поведінки глобальних інвесторів і враховують віртуальний характер частини припливу капіталів, то вони або реагують з допомогою курсу на вході (відсікаючи спекуляції), або на виході (збільшуючи втрати тих, хто вивозить капітал). Однак пояснювати, чому так насправді не відбувається, слід як з точки зору масштабів операцій у кореспонденції з наслідками щодо змін валютного курсу і його впливу на глобальну конкурентоспроможність, так і тим, що навіть тимчасове (в очікуванні кризи) збільшення резервів не виключає отримання певних вигод (залучення капіталу, фінансування інвестицій, згладжування споживання тощо), а отже, нагадує дилему короткострокової кривої Філіпса. З цього випливає, що можливість отримання вигод від додаткового нагромадження резервів породжує бажання скористатися цим завдяки масштабам потоків капіталу, коли альтернативні рішення сприймаються як конфліктні з іншими цілями політики. Невипадково повертаємося до поміченої закономірності: припливи короткострокових капіталів не дають реальних довгострокових результатів [19; 20]. Вони, швидше, змінюють номінальну вартість активів, тим самим розігріваючи економіку через сукупність непрямих макрофінансових ефектів, унаслідок чого економічна система стає чутливішою до стану фінансового сектору.

По-шосте, чим складнішою стає глобальна економіка, тим варіативнішою за своїм змістом може бути природа глобально-центричних шоків. Мало того, саме шоки макрофінансового характеру, враховуючи сформований рівень фінансової інтеграції та проциклічність фінансової системи, можуть вважатися справді глобально-центричними. Кризи на зразок Sudden Stop, які асоціюються з відпливом капіталу, тільки за формою нагадують стрес, який переживають країни з ринками, що формуються, залишаючись викликом щодо забезпеченості країни валютними резервами. Криза ліквідності 2007—2009 рр. продемонструвала специфічний вираз екзогенного шоку, проявом якого є не просто відплив ка-

піталу як відображення невпевненості інвесторів у спроможності країни підтримувати валютний курс, а глобальні зрушення у рівновазі грошового та валютного ринку з відповідними наслідками для валютних паритетів у світі.

Специфічні прояви та алгоритми перебігу цієї кризи свідчать про поєднання ряду структурних зрушень у глобальній фінансовій системі зі стратегічною поведінкою провідних глобальних фінансових інституцій. Масштабний вплив капіталів та стрибок курсу долара слід пов'язувати з тим, що криза ліквідності є відображенням колапсу вартості активів, деномінованих у долари, коли фінансові інституції, котрі становлять основу глобального доларового обігу, опинились у критичному фінансовому стані. Така ситуація склалася не в останні кілька років — вона є відображенням масштабних системних процесів, які засвідчують, що для американського фінансового сектору властивий ефект домашнього змищення щодо власних облігацій у поєднанні зі зростаючою глобальною диверсифікацією, котра супроводжується зниженням рівня несприйняття ризику.

Природно, експансія глобальної ліквідності тільки заохочує ризикову поведінку, внаслідок чого погіршення рейтингової структури глобальних фінансових портфельів стало закономірним явищем. Отож фінансовий стан інституцій з відкритими позиціями у певній валюті є таким же фактором формування рівноваги на грошовому та валютному ринку, як і політика відповідного центрального банку [21]. Невипадково погіршення фінансового стану американських фінансових інституцій супроводжувалося не падінням, а злетом курсу долара. Така модель глобального шоку є досить новою і, судячи з масштабних операцій ФРС щодо забезпечення основних ринків доларовою пропозицією, була несподіваною для фінансового світу. Втім, розширення теоретичної карти обґрунтування оптимальних обсягів валютних резервів не є однозначним. З одного боку, необхідно враховувати деномінації відкритих позицій провідних глобальних компаній, оскільки від цього та від їх фінансового стану можуть залежати зміни рівноважного стану глобального валютного ринку. З другого боку, експертні методи в оцінці адекватності резервів не є нейтральними щодо проблеми проциклічності [22].

ЗРОСТАННЯ ОБСЯГІВ ВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ У ПОСТКРИЗОВІЙ ПЕРСПЕКТИВІ

Посткризовий розвиток, незважаючи на жваві обговорення глобальних монетарних та фінансових реформ, наразі не засвідчує якихось змін стосовно валютних резервів. Характерна зміна тренду в динаміці зовнішніх активів центробанків країн із ринками, що формуються, з експоненціального на логістичний, найімовірніше, є тимчасовою. Можна стверджувати, що відновлення потоків капіталу в посткризовий період, послаблення кризи ліквідності, реанімація фондових ринків на тлі збереження значних зовнішніх дисбалансів створюють базові передумови для висхідної траєкторії функції динаміки резервних активів. До причин цього слід віднести як відведення резервам інструментальної функції самострахування від реверсів у потоках капіталу (включаючи недовіру щодо можливостей швидкого доступу до міжнародних джерел кредитування останньої інстанції в масштабах, які враховували б глобальний рівень кризових ситуацій), так і збереження конкурентного нагромадження зовнішніх активів.

Фактор глобальної конкуренції, особливо за рахунок Китаю (японські дослідники констатують суттєве зростання прямого впливу китайського експорту на ціни в азійському регіоні, хоча теорія торгівлі заперечує вплив торгівлі на рівень і темпи інфляції [23]), є серйозною перешкодою на шляху більш гнучкого підходу до застосування симетричної курсової гнучкості вгору. Швидкість інноваційних зрушень та міграція відносних переваг у торгівлі не виключають того факту, що життєвий цикл практично будь-якого сектору економіки скорочується, а його просторова локалізація не є остаточною. Отож кількість секторів, які, вірогідно, можуть потрапити до категорії структурно слабких, може зростати. Поєднання інновацій з мобільністю капіталу та пошуку позитивного (глобального) ефекту масштабу роблять проблему глобальної конкурентоспроможності вітальною. Жорсткі обмеження, які накладає глобальна конкуренція на поведінку споживання та інвестиційні рішення в країнах з ринками, що формуються, особливо в Азії, є додатковим стимулом для підтримання значних національних заощаджень (маємо цілий на-

прям досліджень, які виявляють як особливості надмірних заощаджень в Азії, що продиктовані специфікою функції споживання Китаю, так і суттєві зміни в корпоративних стратегіях у регіоні, які відбулися після кризи 1997-1998 рр. [24-27]), зовнішнім проявом чого є глобальні дисбаланси та ендогенні передумови для зростання резервів.

Аналогічно країни, які зазнали втрати резервів, дуже швидко опиняться перед дилемою: або відновлювати резерви і проводити подальшу політику їх нагромадження (але вже з відповідною акселерацією), або змінювати загальні принципи макроекономічної політики, переорієнтовуючись на гнучкий валютний курс, чіткіше забезпечення цінової стабільності, створення інноваційних, а не валютно-курскових стимулів для підтримання глобальної конкурентоспроможності. Другий випадок може супроводжуватися певними короткостроковими втратами, проте перший — це не що інше, як прагнення відновити докризовий статус-кво, але вже за вищого рівня резервів та захисту вразливих секторів.

Загальна глобальна ситуація також визначатиме профіль схилення в той чи інший бік. Причому швидке відновлення цін на нафту та інші первинні ресурси тільки посилюватиме орієнтацію на підтримання фінансових дисбалансів. Без суттєвих глобальних реформ найвірогіднішим буде песимістичний сценарій орієнтації на акселерацію резервів. Унаслідок формуватимуться передумови для глобального макрофінансового циклу. Його ймовірні риси — повільний вихід зі смуги занижених процентних ставок, обмежені можливості провідних центробанків суттєво впливати на глобальну ліквідність. Від попереднього циклу він відрізнятиметься тим, що завдяки самонавантаженню та змінам глобального регуляторного клімату фінансові бульбашки роздуватимуться повільніше і очевидно — не на іпотечному ринку. Які активи викличуть найбільший інтерес з точки зору нової циклічної експансії ліквідності, сказати поки що важко, однак найхарактернішою їх рисою буде відносна унікальність та нееластична пропозиція.

Стосовно випадку України можна припустити збереження значущості валютних резервів НБУ як стереотипного фактора макрофінансової стабільності. Глибоке падіння ВВП розглядатиметься як потужний сти-

мул для швидкого відновлення на основі експорту, чому сприятиме поступове посткризове зростання цін на метали. Це означає, що акселерація резервів ще довго буде важливою складовою загальної макроекономічної стратегії НБУ.

ВИСНОВКИ

Глобальна фінансова криза змінила функцію динаміки валютних і резервів країн із ринками, що формуються, але не її спрямованість. Поєднання девальвацій зі збереженням профіциту платіжного балансу здебільшого засвідчило, що замість теоретично передбачуваного зменшення валютних резервів спостерігається їх незначне зростання. Причиною сповільнення останнього є різке зменшення обсягів потоків міжнародних капіталів. У глобальній економіці формуються глибокі асиметрії: країни реагують на збільшення припливу капіталів збільшенням резервів, а на відплив — девальвацією; масштаби відпливу як прояв глобально-центричного фінансового шоку можуть не відповідати спроможності підтримувати імпліцитно допустимий мінімум резервних активів, унаслідок чого девальвація може стати більш бажаною; такі асиметричні реакції додатково виправдовуються необхідністю конкурентного нагромадження резервів та опосередкованої підтримки структурно слабких секторів тощо. При цьому резерви зберігають за собою статус інструментів самострахування на випадок фінансових потрясінь. Збереження тенденції щодо відтворення платіжних дисбалансів під час кризи та у посткризовий період поряд із орієнтацією на резерви як інструмент самострахування і засіб підтримання глобальної конкурентоспроможності штовхає глобальну економіку до нового макрофінансового циклу. Його небезпеку становитимуть занижені процентні ставки та відновлення спекулятивного збільшення вартості окремого класу активів. Вітчизняна економіка ще тривалий час покладатиметься на валютні резерви як на фактор макрофінансової стабільності та прагнучиме прискорити посткризове відновлення на основі стимулювання експорту.

Література

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

2. 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.
3. Calvo G., Reinhart C. *Fear of Floating* // NBER Working Paper. - 2000. - № 7993. // www.nber.org.
4. Calvo G., Reinhart C. *Fixing for Life* // NBER Working Paper. - 2000. - № 8006 / www.nber.org.
5. Козюк В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. — Тернопіль: THEU; Економічна думка, 2009. - 728 с.
6. Truman E. *Postponing Global Adjust- Inequities of the Global Reserve System // ment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances* // Institute for International Economics Working Paper. — 2005. P. 1-17 -WP05-6.-P. 1-45.
7. Goldstein M. *What the Next Emerging Market Financial Crisis Look Like ?* // Institute for International Economics Working Paper. - 2005 - WP05-7. - P. 1-115.
8. Fratzscher M. *What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis* // ECB Working Paper. - 2009. - № 1060. - P. 1-42.
9. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves* // NBER Working Paper. - 2008. - № 14217. - P. 1-48.
10. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. *Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008* // NBER Working Paper. - 2007. - Paper to be presented at the ASSA Meeting, № 13489 // www.nber.org.
11. Obstfeld M. *The Immoderate World Economy* // 3rd Annual Journal of International Money and Finance Conference, UC Santa Cruz, May 2009. - P. 1-23.
12. Pazarbasioglu C, Goswami M., Ree J. *The Changing Face of Investors // Finance and Development*. — 2007. — Vol. 44. -№!.- P. 1-6.
13. *Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications* // Bank of England Financial Stability Review. — 2005. — Dec- P. 94-102.
14. *Managing Large Capital Inflows. Chapter 3.* // IMF. *World Economic Outlook*. - 2007. - P. 1-29.
15. Ocampo J.-A. *The Instability and UN Department of Economic and Social Affairs Working Paper*. - 2007. - № 59.
16. *Reform of the International Monetary and Financial System. Chapter IV. Market Financial Crisis Look Like ?* // Institute for International Economics Working Paper. - 2009. - P. 113-132.
17. Rose A., Spiegel M. *Cross-Country Causes and Consequences of 2008 Crisis: Early Warning* // NBER Working Paper. - 2009. - № 15357. - P. 1-41.
18. Zakharova D. *One-Size-Fits-One: Tailor-Made Fiscal Responses to Capital Flows* // IMF Working Paper. - 2008. - WP/08/269. - P. 1-27.
19. Bordo M., Cavallo A., Meissner Ch. *Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization* // NBER Working Paper. - 2007. - Paper to be presented at the ASSA Meeting, № 13489 // www.nber.org.
20. Bordo M., Meissner Ch. *Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalization* // NBER Working Paper. - 2007. - № 13577 // www.nber.org.
21. McGuire P., von Peter G. *The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response* // BIS Working Paper. - 2009. - № 291. - P. 1-33.
22. Козюк В. Проблема проциклічності у сфері глобальних фінансових та монетарних процесів // Вісник Національного банку України. — 2009. — № 4. - С 34-39.
23. Nakayama K, Sasaki H., Shimizu Y. *Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies / International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25-27, 2007)*. - 2007. - P. 1-16.
24. Feltenstein A., Rochon C, Shambloo M. *High Growth and Low Consumption in East Asia: How to Improve Welfare While Avoiding Financial Failures* // IMF Working Paper. - 2007. - WP/07/278. - P. 3-35
25. Ferrucci G., Miralles C *Saving Behavior and Global Imbalances: The Role of Emerging Markets Economies* // ECB Working paper. - 2007. - № 842. - P. 3-45
26. Aziz J-, Cui Li. *Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income* // IMF Working Paper. - 2007. - WP/07/181. - P. 3-36.
27. Coulibaly B., Millar J. *The Asian Financial Crisis, Uphill of Capital, and Global Imbalances: Evidence from a Micro Study* // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. - 2008. - № 942. - P. 1-26.