



## Дослідження/

**Віктор Козюк**

Доктор економічних наук,  
професор, завідувач кафедри  
економічної теорії  
Тернопільського національного  
економічного університету

## Проблема проциклічності у сфері глобальних фінансових та монетарних процесів

*Глобальна фінансова система в останній час під впливом макроекономічної нестабільності зазнає суттєвої трансформації та докорінних зрушень. Природа фінансових взаємин у сфері міжнародного капіталу має яскраво виражену проциклічну складову, а коливання системи дедалі більше залежать від ситуації на ринках капіталу.*

*У горнилі світової кризи змінюється формат міжнародних валютно-кредитних відносин, зростає їх роль і вплив на механізми реалізації монетарної політики. За таких умов золотовалютні резерви не можуть бути надійним страхувальним засобом фінансової системи вони не захищають країну від обвалу капіталізації, скорочення інвестицій і обмеження доступу до зовнішніх кредитів, зменшення обсягів ВВП та падіння ліквідності комерційних банків.*

Якщо подивитися на сучасний фінансовий устрій міжнародної валютної системи, то можна побачити разучі відмінності з тим періодом, коли закладалися її визначальні риси. Трансформація глобальної фінансової системи окреслила нову грань нестабільності у сфері глобальних монетарних процесів, яка пов'язана не так із внутрішнім змістом розмитих контурів валютного устрою, як із появою нових рис у сфері фінансів: децентралізації, посилення значення ринкових інституцій і, як наслідок, проциклічності. Її актуалізація спонукала до перегляду звичних індикаторів макрофінансової стабільності, а також спектра проблем, які стосуються сучасних центральних банків. Поєднання проциклічності з властивістю відтворювати дисбаланси на системному рівні вже вийшло за рамки національно-центричного аналізу проблеми підтримання стабільності у сфері макроекономіки та фінансових ринків. Таке поєднання виявилось невід'ємним елементом перебігу монетарних процесів глобального рівня. Якщо в довгостроковій перспективі простежується зв'язок між зростанням глобальних резервів та припливом капіталів у країни з ринками, що формуються (див. графік), то проблема

Темпи зростання валютних резервів та валовий приплив капіталів



Джерело: побудовано за даними МВФ: [www.imf.org](http://www.imf.org).

проциклічності такого зв'язку поставла останнім часом як наслідок трансформації глобальної фінансової системи та посилення фінансових дисбалансів.

Із перенесенням проблеми проциклічності фінансової системи на глобальний рівень одразу з'ясовується, що потоки міжнародного капіталу мають яскраво виражену проциклічну складову. З іншого боку, збільшення потоків капіталу призводить до загострення проблеми валютних резервів та валютних курсів, що відтворює системну нестабільність у сфері платіжних дисбалансів. Зважаючи на ці фактори, маємо визнати, що дослідження проблеми проциклічності у сфері гло-

бальних фінансових та монетарних процесів є вельми актуальним. Додатковим аргументом на користь цього є те, що глобальна фінансова криза 2008–2009 років засвідчила високу ймовірність початку чергового глобального макрофінансового циклу, а не концептуального оновлення глобального монетарного устрою.

Так, трансформація глобальної фінансової системи в сукупності із позитивними зрушеннями у сфері функціонування центробанків упродовж останнього десятиліття ознаменувала посилення фінансових факторів макроекономічної нестабільності. Якщо активістська монетарна політика під впливом теорії нової макроекономіки була

концептуально дискредитована, закладаючи основу для реалізації політики стабільності цін (що в підсумку призвело до усунення монетарних факторів циклічних дестабілізацій), то фінансова трансформація сформувала передумови дедалі більшої залежності циклічних коливань від поведінки фінансових ринків [1].

Ще раніше цю проблему зауважив Мілтон Фрідмен, який констатував неадекватність кейнсіанської макроекономічної моделі в умовах прогресуючого розвитку ринків капіталу [2]. Що ж до проблеми проциклічності у сфері фінансів, то вона спирається на теоретичні аспекти ендогенної нестабільності у сфері фінансових ринків, зазначені у працях Чарльза Кіндлбергера, Хаймана Мінскі, представників австрійської економічної теорії, які в новому теоретичному ключі переосмислили дослідники з Банку міжнародних розрахунків, врахувавши фактори глобалізації, реальної та фінансової інтеграції, реалізації монетарної політики цінової стабільності, що породило проблеми пошуку доходності, розкручування спіралі фінансових дисбалансів [3; 4; 5].

Важливість перетворення фінансової системи на фактор проциклічності визнається МВФ – тому є емпіричні підтвердження [6]. Оскільки існує структурний зв'язок між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами, природним продовженням проблеми проциклічності фінансової системи стає феномен проциклічності потоків капіталу [7]. Якщо взяти до уваги, що експансія глобальних валютних резервів, зумовивши проблеми у сфері глобальної макрофінансової нестабільності (надмірна експансія ліквідності, зміна динаміки цін на первинні ресурси, зміни у ставленні до ризику), пов'язується з потоками капіталу [8; 9; 10], то аналіз структурних зв'язків між цими явищами є важливим для розуміння функціонування глобальних фінансових та монетарних процесів. З деякими винятками [11], питанням проциклічності у сфері поведінки валютних резервів уваги не приділяється, внаслідок чого аналіз зрушень у сфері глобальних макрофінансових процесів та детермінант глобальної нестабільності виявляється неповним. Вивченню проблеми проциклічності у поведінці валютних резервів, потоків капіталу та глобальної фінансової системи як цілісної макрофінансової агломерації і присвячене наше дослідження.

## ЗОЛОТОВАЛЮТНІ РЕЗЕРВИ - НЕ ПАНАЦЕЯ

Напередодні глобальної фінансової кризи спостерігалися переплетіння ряду структурних зрушень і структурних асиметрій у сфері глобальних монетарних та фінансових процесів, які свідчать про вразливість глобальної стабільності і які закладають основу для чергового макрофінансового циклу. Розглянемо деякі з них.

- Розмиті контури Ямайської валютної системи уможливають варіювання режимів валютних курсів, а поведінка курсів тяжіє до обмеженої гнучкості. Це зумовлює проблему вибору валюти прив'язки, а отже, й проблему визначення та поведінки глобальної ліквідності.

- Система глобальної ліквідності спирається на принцип конкурентної боротьби ключових валют (які є хартальними, тобто зумовленими не фізичними вартісними обмеженнями, а інституціональними у формі політи-

ки центральних банків) з яскраво вираженим асиметричним перекосом на користь долара США.

- Країни з ринками, що формуються, виявилися джерелом потужного рівноважного зміщення попиту на глобальну ліквідність. Це призвело до виникнення нової конфігурації структурних факторів її динаміки, підтримання та наслідків її експансії.

- Рівноважне збільшення попиту є, принаймні частково, результатом прагнення самозастрахуватися від руйнівних глобальних валютно-фінансових потрясінь.

- Одним із потужних джерел забезпечення такого попиту є приплив капіталів. Якщо утримання від зростання курсу задля підтримки конкурентоспроможності, або своєрідне таргетування профіциту платіжного балансу, є активною формою самострахування та відповідного збільшення резервів, то згладжування впливу руху капіталів на валютні курси з допомогою резервів є пасивною формою. В останньому випадку зв'язок “приплив капіталів – ек-

Поточний рахунок, абсолютне зростання валютних резервів та чисті потоки приватного капіталу в розрізі регіонів світу

	Млрд. дол. США				
	2003 р.	2005 р.	2007 р.		
Країни з ринками, що формуються					
Поточний рахунок	-19.3	40.8	146.3	438.2	593.3
Чисті приватні потоки капіталу	74.4	80.6	168.3	271.1	495.4
Абсолютне зростання резервів	98.1	122.6	359.7	595.3	1085.3
Африка					
Поточний рахунок	-14.2	0.9	-1.8	16.4	-0.5
Чисті приватні потоки капіталу	8.9	7.1	7.0	26.5	42.1
Абсолютне зростання резервів	0.6	10.3	11.6	43.4	52.1
Країни Центрально-Східної Європи					
Поточний рахунок	-25.8	-16.0	-37.4	-61.9	-119.2
Чисті приватні потоки капіталу	35.7	10.9	53.7	116.1	140.5
Абсолютне зростання резервів	12.1	3.0	12.9	47.0	27.1
Країни СНД					
Поточний рахунок	23.8	33.1	35.9	88.3	77.2
Чисті приватні потоки капіталу	-13.3	7.1	18.3	34.4	82.4
Абсолютне зростання резервів	6.5	14.4	32.7	77.2	153.3
Азія					
Поточний рахунок	38.3	36.5	82.9	163.8	389.2
Чисті приватні потоки капіталу	-2.9	23.3	65.3	83.3	157.2
Абсолютне зростання резервів	84.8	85.8	236.0	288.9	624.0
Близький Схід					
Поточний рахунок	15.1	40.0	59.0	196.7	227.0
Чисті приватні потоки капіталу	-4.7	-6.9	1.7	-24.5	-10.6
Абсолютне зростання резервів	0.8	11.0	33.4	106.5	115.9
Латинська Америка					
Поточний рахунок	-56.4	-53.8	7.7	34.9	19.5
Чисті приватні потоки капіталу	50.7	39.1	22.2	35.3	83.7
Абсолютне зростання резервів	-6.6	-1.9	33.0	32.4	113.0

Джерело: World Economic Outlook - Wash. (D.C.): IMF., 2008. - P. 23, 238.

спансія валютних резервів” стає наріжним каменем пристосування національної монетарної політики до глобальних фінансових умов.

- Якщо потоки капіталу в умовах трансформації глобальної фінансової системи мають яскраво виражену проциклічну складову, то вона впливає не на валютні курси і платіжні баланси (реальний сектор), а на ланку “потоки капіталів – валютні резерви”. Таким чином, проциклічність як результат внутрішньої трансформації фінансової системи та її інтеграції з глобальною проциклічністю (що впливає із флуктуацій ліквідності, викликаних реакцією монетарних органів у формі управління валютними резервами) здійснює вплив на вектор потоків капіталу

- У поєднанні з рівноважним підвищенням попиту на резерви проциклічність у ланці “потоки капіталу – валютні резерви” відтворюється у ланці “валютні резерви – глобальні фінансові дисбаланси”, що вносить елемент нестабільності у спектр як фінансових, так і монетарних процесів глобального рівня. В першому випадку це стосується проблеми “фінансових бульбашок”, динаміки спредів, ставлення до ризиків, векторів потоків капіталу. В другому – раптових та масштабних змін валютних курсів, а також флуктуацій у сфері глобальної інфляції.

З огляду на те, що питання резервних активів є центральним у визначенні будь-якого міжнародного валютного устрою світу, джерела їх формування стають одразу фундаментальним фактором перебігу глобальних макрофінансових процесів. Особливо коли такі резервні активи по суті є валютою, що емітується центральними банками. Незважаючи на значний профіцит платіжних балансів у світі, потоки капіталу в останнє десятиліття залишаються найважливішим джерелом збільшення резервних активів (див. таблицю).

Так, у 1990-х роках саме потоки капіталу забезпечували збільшення резервів, покриваючи, крім того, дефіцитні платіжні баланси країн, що розвиваються. У 2000-х — ситуація змінилась на користь профіцитних платіжних балансів. Однак у розрізі регіонів світу потоки капіталу продовжують залишатися домінуючим джерелом збільшення резервів, окрім хіба що Східної Азії. Завдяки цьому питання потоків капіталу одразу стає питанням про характер взаємозв'язку між проциклічністю і стабільністю у макрофінансовій сфері

глобальної економіки, оскільки, якщо послугуватися логікою мотиву самострахування, вона залежить саме від резервів, хоча це не означає, що так є насправді. У цьому випадку маємо збіг орієнтира на збільшення резервів з метою самострахування та можливостей, які дає масштабний приплив капіталів: фінансування інвестицій, згладжування споживання.

### КАПІТАЛІЗАЦІЯ СТАБІЛІЗУЄ ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ

Такий збіг аж ніяк не гарантує того, що глобальна фінансова стабільність підтримуватиметься в такий спосіб узагалі. Точнішим твердженням буде припущення, що зростання стабільності синхронізується з циклічною фазою нарощування припливу капіталів, а зниження стабільності — з їх відпливом. Причина такої суперечності широкого й вузького розуміння проблеми виходить за межі традиційного визнання негативних наслідків гіпертрофії резервів<sup>1</sup> і пов'язана з низкою системних моментів.

**Перше.** Спроби розглядати попит на резерви як функцію від певного параметра відкритості мають внутрішній недолік. Такий попит має потужну ендогенну складову, й експансія глобалізації завжди його підживлюватиме. Новітні підходи повніше враховують стан середовища, в якому актуалізується попит на резерви, припускаючи, що самі лише фізичні параметри відкритості не свідчать про зростання ризику дестабілізації чи потрясінь, які загрожують країні реверсом потоків капіталу

Однак спроби спертися на стан глобального фінансового середовища при визначенні лінії поведінки у сфері попиту на резерви мають суперечливі наслідки. Такі функції дають чіткий орієнтир стосовно того, що самострахування з допомогою резервів прив'язується до певного емпіричного паттерна. Нагромадження ризиків та нестабільності, проявами якого можуть

бути погіршення ліквідності у фінансовому секторі, потрясіння на валютно-фінансових ринках, зрушення у ставленні до ризику, інвестиційні переорієнтації в розрізі сегментів ринку, реальні шоки, спонукає до підвищення попиту на резерви, таким чином ізолюючи країну від негативних наслідків глобальних дестабілізацій.

Протилежна ситуація спричинить до зниження попиту на резерви. Побудова таких функцій на експертних методах часто призводить до завищення обсягів резервів, які залежно від стану середовища можуть вважатись адекватними, завчасно занижуючи значення валютного курсу як каналу адаптації до шоку, ступінь гнучкості фінансового сектору, міжнародне кредитування останньої інстанції тощо. Це посилює національно-центричну орієнтацію в забезпеченні глобальної стабільності й суттєво спрощує орієнтацію центральних банків у системі швидкоплинних процесів глобального фінансового середовища, хоча й ускладнює відповідний аналітичний апарат.

Однак з орієнтацією функції попиту на емпіричні критерії одразу постає питання про симетричність реакції центральних банків та проциклічність. Так, у випадку, коли реакція монетарних органів є симетричною в розрізі змін стану середовища (природним емпіричним проявом чого є коливання обсягу потоків капіталу), вони мають ряд стабілізуючих наслідків, які повною мірою проявляються як позитивні зовнішні ефекти на глобальному рівні. На схемі відображено, як симетрична реакція центробанків на зміни у стані глобального фінансового середовища з допомогою зміни попиту на резерви дає змогу стабілізувати глобальні макрофінансові процеси.

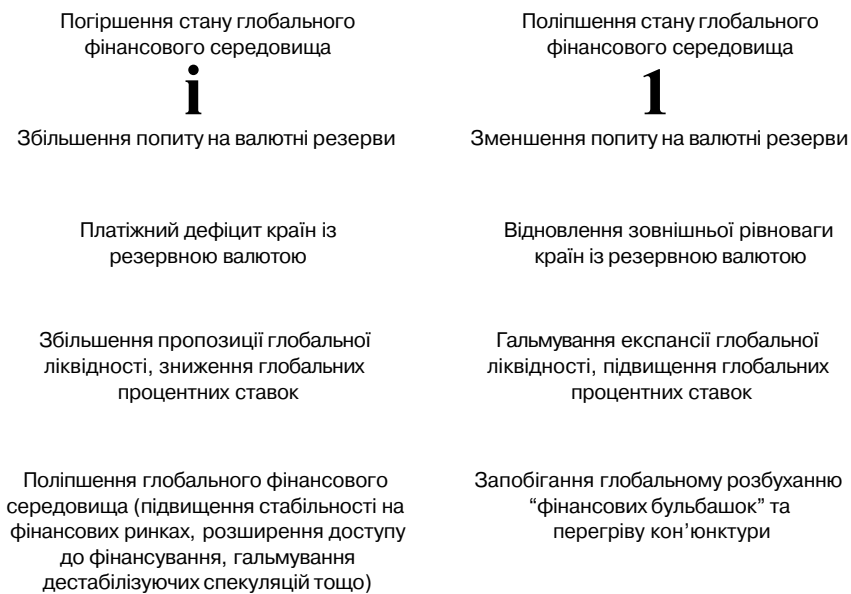
Звичайно, тут не враховано, що автономні зрушення у монетарній політиці в центрах емісії резервної валюти можуть внести суттєві корективи у дану схему, але, як свідчить досвід, беззастережність політики провідних центробанків дуже часто заохочується умовами зовнішнього попиту на активи, деноміновані у їхні зобов'язання. Також тут опосередковано використовується відомий ще з часів Р.Триффіна принцип: чисте збільшення активів у ключовій валюті в світі можливе тільки за умови, що країна її емісії опиниться в стані платіжного дефіциту [12].

У тому разі, коли зміни попиту на резерви не є симетричними, стабілізуючі чинники зникають, відкриваючи шлях

<sup>1</sup> До таких традиційних проблем можна віднести: прискорення інфляції, появу квазіфіскальних витрат, надлишкову ліквідність банківського сектору, збільшення вартості активів, зростання схильності до спекуляцій тощо. Ці питання вже розглядалися нами в контексті аналізу гіпертрофії глобальних валютних резервів. Однак у даному контексті про це доречно згадати, адже такі проблеми привносяться в економіку багатьох країн через зростання припливу капіталу до них. Макроекономічне пристосування до припливу капіталів у будь-якій формі не позбавлене втрат добробуту, на чому наголошується у розвідках з проблеми припливу капіталу. Див.: [7; 11].

## СВІТОВА ЕКОНОМІКА

## Стабілізуючі чинники симетричної реакції центробанків на зміни стану глобального фінансового середовища



до розкручування спіралі глобальних дисбалансів. Власне кажучи, гіпертрофія валютних резервів якраз і демонструє, що реакції центробанків є односторонніми. При погіршенні стану середовища монетарні органи збільшують резерви, а при поліпшенні попит на них також не зменшується. Така закономірність викликана цілою низкою причин. Насамперед мотивацією до збільшення резервів, які можуть виходити за рамки самострахування.

Нааявність інших мотивів — наприклад, монетарного меркантилізму — взагалі ставить під сумнів твердження, що резерви необхідні саме для забезпечення від негативних наслідків можливого реверсу потоків капіталу. Сприйняття припливу капіталу як чинника, заздалегідь залежного від стану середовища, потребує міжчасової оптимізації попиту на резерви, оскільки невідомо, що стане причиною погіршення ситуації: потрясіння на периферії, які обмежують приплив капіталу, чи потрясіння в розвинутих фінансових системах.

Пристосування центрів емісії резервної валюти до зрушень у монетарній політиці не виключає зростання резервів; експансія резервів може демонструвати інституціональну слабкість центробанку який прагне не брати на себе відповідальність за погіршення стану фінансового сектору в умовах необхідності здійснювати жорстку політику (випадок своєрідної неповної стерилізації, коли внутрішні монетарні умови потребують проведення рестриктивної політики, але збільшення зовнішніх активів центр-

банку стає зручним способом збільшення внутрішньої ліквідності). Через те, що реакції центробанків є односторонніми, відразу загострюється проблема дисбалансів з усіма відповідними наслідками.

**Друге.** Найбільша небезпека криється в тому, що взаємозв'язок між дисбалансами та експансією резервів і є складовою визначення стану глобального макрофінансового середовища. Мало того, ця складова дає змогу запускати потужні проциклічні збурення у глобальну фінансову систему через політику глобальної ліквідності. Таким чином, ситуація у сфері попиту на резерви визначає стан середовища, а стан середовища — характер попиту на резерви. На рівні окремої країни така закономірність може не спрацювати, оскільки індивідуальний попит на зовнішні активи пов'язаний із тим, як зважаються макрофінансові можливості країни протистояти ризикам глобальних дестабілізацій. Такий попит містить своєрідну "інсайдерську інформацію" про стан економіки країни. Завдяки цьому актуалізується вже відомий конфлікт, коли індивідуальна раціональність призводить до виникнення колективної неефективності.

Сфокусувати проблему проциклічності в даному контексті можна за допомогою такого прикладу. Відбуваються автономні зрушення у взаємозв'язку між попитом на резерви та дисбалансами. Наприклад, у період після Азійської кризи спостерігалися одразу і погіршення платіжного балансу

США, і гіпертрофія резервів у світі, особливо в Азії. Це визначило довгострокові тенденції щодо підтримання низьких глобальних процентних ставок, створивши передумови для швидкого поширення ліквідності інтегрованою мережею глобальної фінансової системи. Нові можливості у сфері експансії ліквідності запускають масовані потоки капіталу, які починають додатково підживлювати джерела збільшення резервів, та спричиняють розбухання фінансових "бульбашок".

Невизначеними будуть два питання. Що станеться швидше: експансія глобальної ліквідності зруйнує глобальну інфляційну стабільність чи крах "бульбашок" зруйнує фінансову стабільність? Події 2008 року продемонстрували, що і те, й інше може відбутися одночасно, посилюючи вразливість світу до нового масштабу глобалізації фінансових загроз та звужуючи поле для маневру монетарних органів, оскільки процентні ставки виконуватимуть контрадикторну місію: їх підвищення необхідне для боротьби з інфляцією, а зниження — для стабілізації фінансового сектору.

Друге питання — як реагуватимуть потоки капіталу. Донедавна будь-які потрясіння обмежували приплив капіталів у країни, що розвиваються, незалежно від того, пов'язані вони з нестабільністю останніх, чи нестабільністю економічно розвинутих країн. Прикладом є циклічність припливу чистих потоків капіталу до країн із ринками, що формуються. У добу глобалізації перший великий цикл розпочався 1986 року і тривав до 1998-го. В 1999–2001 роках спостерігався невеликий підцикл. Із 2002 року відновлюється зростаюча фаза циклу [7].

Однак нинішня ситуація особлива. В умовах локальної кризи (ослаблення долара, платіжний дефіцит США та криза американського фінансового ринку) не виключено, що капітал не буде "перечікувати" потрясіння на розвинутих ринках, перетікаючи на ринки нових учасників глобальної фінансової інтеграції. В умовах глобальної кризи все повертається до звичної ситуації, коли відплив капіталу з країн, що розвиваються, стає масовим, загрожуючи їхній спроможності фінансувати платіжний баланс навіть за умови нагромаджених величезних резервів.

За будь-яких обставин проциклічність не зникне. Якщо внаслідок світової дестабілізації приплив капіталу сповільнюється, то сповільнюється й експансія глобальної ліквідності, внаслідок

чого погіршуються умови виходу на ринки для фінансування платіжних балансів, а також умови доступу фінансових установ економічно розвинутих країн та решти світу до фінансування своїх пасивів. Це призведе до спаду на фінансових ринках. Якщо ж приплив не сповільниться, він суттєво перерозподілятиме ресурси між країнами, враженими кризою, і тими, яким пощастить залишитися "тихими гаванями".

Обидві позиції не є сприятливими, оскільки проциклічність у першому випадку погіршить стан реального сектору, а в другому — активізує "пошук дохідності" та надуватиме "бульбашки" в країнах, котрі акумулюють капітал. Реальна, номінальна та фінансова дивергенція буде неминучою, привносячи додаткові флуктуації в процес взаємовідносин між учасниками глобальної економіки.

**Третє.** Забезпеченість резервами як спосіб підвищення фінансової стійкості країни в умовах децентралізованої та проциклічної фінансової системи може мати зворотний ефект. Нечітка гарантія стабільності, втілена у резервах, може заохочувати до збільшення ризикових суверенних та приватних запозичень країни, стимулювати приплив капіталів, сприяти зниженню спредів та поліпшенню умов доступу до джерел фінансування. В будь-якому з даних випадків валютні резерви можуть виявитися точкою відліку майбутніх фінансових дестабілізацій, зумовлених проциклічністю і схильністю до переоцінки фінансової вартості:

1) дестабілізація має виключно внутрішнє походження і проявляється у вигляді перегріву та охолодження внутрішнього фінансового ринку;

2) різке охолодження ринку може призупинити приплив капіталу або спричинити його відплив.

Валютні резерви зможуть тільки частково амортизувати кризу, прояви якої стосуватимуться внутрішнього (відкликання вкладниками коштів у іноземній валюті або попит на неї як на засіб страхування від знецінення національної грошової одиниці) чи зовнішнього (втеча капіталу) попиту на іноземну валюту.

**Четверте.** Якщо валютні резерви страхують від можливих валютних криз або фінансових криз, які перетворюються на валютні, то зі зміною характеру дестабілізацій їх роль зменшується. Так, із поступовим переходом валютно-боргових криз у фінансові, що проявляються у високій корельованості ринків (поведінка процентних

ставок та спредів [13]), протиставити резерви внутрішнім флуктуаціям кон'юнктури фінансових ринків практично неможливо.

Унаслідок цього з'являється структурний розрив: з одного боку, резерви стають складовою проциклічності функціонування глобальної фінансової системи через ефекти ліквідності, а з другого — вони неспроможні забезпечити країну від кризи, центром якої буде не валютний курс, а зростання спредів, обмеження доступу до фінансування та обвал капіталізації. Усе це призводить до проблем у реальному секторі так само, як валютні кризи, знекровлюючи фінансовий сектор та запускаючи рецесію і колапс споживання.

Завдяки ефектам ліквідності експансія резервів може розпочати цикл припливу капіталу, але вона не гарантує захист від кризи, оскільки у децентралізованій та інтегрованій глобальній фінансовій системі криза вражає вже не так валютний курс, як фінансовий ринок. Утім, події 2008 року засвідчили, що глобальна криза ліквідності може проявитись як криза ліквідності певної ключової валюти. В таких умовах швидке падіння якості доларових активів рівнозначне різкому обмеженню доларової пропозиції, внаслідок чого різко зростає курс долара практично в усьому світі, всупереч тій логіці, що саме США є своєрідним джерелом кризи. Більшість центробанків не захищала валютні курси від падіння, прагнучи зберегти певний імпліцитно визначений рівень резервів, що стало підтвердженням їх асиметричного застосування. Така закономірність властива для Росії та Південної Кореї, а особливо для України, оскільки девальвація нашої національної валюти досягла одного з найбільших значень у світі.

## ВИСНОВКИ

Зважаючи на фундаментальний зв'язок між поведінкою валютних резервів та потоків капіталу, можна стверджувати, що глобальна фінансова криза стала механізмом корекції надмірної експансії ліквідності, але вона залишила практично без змін сам механізм розгортання глобальних монетарних процесів. Зокрема, більшість рекомендацій щодо подолання кризи (концентрований виклад яких міститься у декларації G-20 [14]) свідчить про те, що основна увага знову приділяється проблемам розвитку фінансового сектору. Концептуальний перегляд мо-

нетарного устрою світу, який спонукає до фінансової нестабільності через брак системного контролю за поведінкою глобальної ліквідності, знову залишився поза увагою.

Отже, можна стверджувати, що завершення кризи на підґрунті збереження нинішнього глобального монетарного устрою світу знаменуватиме початок нового циклу потоків капіталу, експансії глобальної ліквідності і розростання фінансових "бульбашок". Деякі передумови для цього вже є: збереження платіжного дефіциту США та профіциту Китаю, значна експансія доларової ліквідності на фінансових ринках завдяки погодженим діям Федеральної резервної системи з іншими центробанками, підтримання рекордно низьких процентних ставок.

Лаговий характер прояву негативних наслідків збереження цієї моделі викликаний тим, що в умовах обвалу фінансових ринків та цін на первинні ресурси обмеження попиту пригнічує глобальну інфляцію, створюючи ілюзію спроможності подолати кризу шляхом розширення глобальної грошової пропозиції. Якщо припустити, що радикальних змін у сфері управління глобальною ліквідністю не відбудеться, країнам із ринками, що формуються, зокрема Україні, необхідно суттєво переглянути базову макромодель: поєднання політики цінової стабільності з гнучкішим валютним курсом має стати вихідним пунктом модернізації економіки; динаміку зовнішніх активів не слід розглядати як індикатор макрофінансової стабільності — роль такого індикатора має виконувати взаємозв'язок між макроекономічними процесами та діяльністю фінансової системи в цілому; приплив капіталів повинен супроводжуватися жорсткішою реакцією щодо внутрішнього попиту з метою недопущення перегріву фінансового ринку та споживання.

Отже, трансформація глобальної фінансової системи у поєднанні з діючими глобальними монетарними процесами спричинили фундаментальну проблему проциклічності фінансових ринків, потоків капіталу та валютних резервів. З одного боку, експансія останніх збільшує глобальну ліквідність, створюючи можливості для міграції капіталів, а з другого — починає відображати реакцію на приплив капіталу. Спостерігається асиметричність процесів нагромадження резервів, що посилює ефекти проциклічності. В умовах зростання фінансової нестабільності попит на резерви збільшується, але й за поліпшення ситуації він не зменшується, наражаючи гло-

бальну економіку на рух по замкнутому колу: “резерви — ліквідність — потоки капіталу — резерви”, що переобтяжує світову економіку фінансовими “бульбашками”, які прискорюють споживання та дисбаланси.

Глобальна фінансова криза виявилась одним із варіантів розірвання цього замкнутого кола, однак без вирішення нагальних питань перегляду системи управління глобальною ліквідністю, започатковується новий фінансовий цикл. Адаптація до умов цього циклу потребуватиме послаблення ролі резервів як індикатора макрофінансової стабільності, підвищення уваги до цінової стабільності і гнучкості валютного курсу, а припливи капіталу мають супроводжуватися дієвішим стримуванням внутрішнього попиту

### Література

1. Vogio C, EицШк Ж., Еііагіо А. А Таіе о/Тц>о Рекресіо е\$: Оііані Меу; Скаї-Іеуез/ог Монеіагу Роїісу // ВІ8 Жогкіц Рарек. — 2003. — № 19. — Р. 1—59.

2. Фридмен М. Роль монетарної політики / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 140—147.

3. Жкііе Ж. Ргосусіса Шу іп іке Ріпапсіаі су\$іет: Рю Же Мееі а Іею Масго/іпапсіаі сіа Білііаііон Ргатеуоук // ВІ8 Жогкіц Рарек\$. — 2006. — № 193. — Р. 2—20.

4. Vogio C. Монеіагу ані Ргііенііаі Роїісіея аї а Сгошоаїз? ііеу; скаїіеуея іп іке Іем Сепіугу // ВІ8 Жогкіц Рарек. — 2006. — № 193. — Р. 2—28.

5. Vogio C, Жкііе Ж. Жкіікег Монеіагу ані Ріпапсіаі сіа БіШгу? Рке Імпііаііом о/ЕУОІУЩ Роїісу Ве\$ім\$ // ВІ8 Жогкіц Рарек. — 2004. — № 147. — Р. 1—51.

6. Нам Рю Ріпапсіаі су\$іетз АЦесі Есопотіс Сусіез? / ІМР. Жогіі Есопотіс Оуї-Іоок. — Скаріг 4. — 2006. — бері. — Р. 1—34.

7. Мапашіп\$ Еаг%е Сарііаі Іп/Іош. Скаріг 3. // ІМР. Жогіі Есопотіс Оуї-Іоок. — 2007. — Р. 1—29.

8. Скої Ж. О., Скагта 8., СіготдуШ М. Сарііаі Ріомі, Ріпапсіаі Ініе^гаііон, ані Ініегнаііонаї Ве\$ен >е\$ Ноїіііц; Рке Весені Ехрегіепо о/Етез\$іц Магкеї ані Аїуапсей Есопотіея // ІМЕ Жогкіц Рарек. — 2007. — ЖР/07/151. — Р. 1—36.

9. ЖупкоШ О., СоніезСаагі Е. Ве-жп >е Ассітіаііон: ОЬ/ес Іп >е ог Ву-ргоіс // ЕСВ Оссаяіожі Рарек. — 2007. — № 73. — Р. 5—47.

10. ОенБез\$ Н., МсСауІеу В., Рагк ¥.-Ск., Репішій А. О\$ісіа І Ве\$ен >е\$ ані Суг-генсу Мапашетен Іп А\$іа: Муїк, Кеа Шу ані іке Ріііге // ут.УІ.сеп.ог£.

11. Ocampo L.-A. Pке ІмІаБШіу ані Інеаіііе\$ о/іке ОіоБаІ ВеЗете су\$іет // ІІІ Вепагімені о/Есопотіс ані СосіаІ А(Іаш Жогкіц Рарек. — 2007. — № 59. — Р. 1—17.

12. Рзі#іп В. Ооїі ані Рюііаг Сгіш. — Мец > Наяен, Сопп.: Ваіе Цпійемііу Ргежпапсіаі Магкеї\$ ані іке Жогіі Есопоту // 1961. — 246 р.

13. Сарііаі Ріом іо Етез\$іц Магкеї: Весені Рзеніз ані Роіеніаі Ріпапсіаі сіа-Біііу Імпііаііом // Банк о/ЕуІані Еіпапсіаі сіа БіШу ВСУІЄУІ. — 2005. — Вес. — Р. 94—102.

14. Весагаііон о/іке суммі он Еі-Мец > Наяен, Сопп.: Ваіе Цпійемііу Ргежпапсіаі Магкеї\$ ані іке Жогіі Есопоту // тгт.ц>кіекоуж.шоу.

## Ринок державних цінних паперів України у лютому 2009 року

Обсяг облігацій внутрішніх державних позик, які перебувають в обігу (на 1 березня 2009 року)					
Термін обігу	Обсяг облігацій, шт.	Обсяг облігацій, тис. грн.	Обсяг облігацій, тис. грн.	Обсяг облігацій, тис. грн.	Обсяг облігацій, тис. грн.
3 терміном обігу до 91 дня	III	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00
3 терміном обігу від 92 до 182 днів	III	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00
3 терміном обігу від 183 до 273 днів	III	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00
3 терміном обігу від 274 днів до 1 року	III	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00
3 терміном обігу від 1 до 5 років	III	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00
13 терміном обігу від 183 до 273 днів	III	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00
13 термінами обігу понад 5 років та інші	III	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00	1 403 888.00

### Обсяг розміщення облігацій внутрішніх державних позик за лютий 2009 року\*

Період	Обсяг розміщених облігацій, шт.	Усього	Результати розміщення облігацій	
			Залучено коштів до держбюджету	Обсяг розміщених ОВДП, тис. грн.
			Випуск ОВДП для збільшення формування статутного капіталу банків	
Січень	3 880 000	3 876 434.00	176 434.00	3 700 000.00
Лютий		1 403 888.00	1 403 888.00	
Березень				
I квартал	5 280 000	5 280 322.00	1 580 322.00	3 700 000.00
Квітень				
Травень				
Червень				
II квартал				
I півріччя	5 280 000	5 280 322.00	1 580 322.00	3 700 000.00
Липень				
Серпень				
Вересень				
III квартал				
Жовтень				
Листопад				
Грудень				
IV квартал				
Усього з початку року	5 280 000	5 280 322.00	1 580 322.00	3 700 000.00

\*За станом на 01.03.2009 р

(Закінчення на с. 40)