

МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА І ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ

Віктор КОЗЮК

ГЛОБАЛЬНІ ЧИННИКИ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ: МОНЕТАРНІ ТА ФІСКАЛЬНІ АСПЕКТИ

Резюме. Розкрито зміни у середовищі здійснення макроекономічних заходів в умовах глобалізації. Аналізуються глобалізаційні вигоди, нові можливості та виклики фінансовій і монетарній політиці. Проконсультовано необхідність модернізації макрополітики в напрямку посилення довіри з боку ринків та орієнтації на емпіричні правила й часову консистентність.

Розвиток глобалізаційних процесів, модернізуючи систему алокації ресурсів у світовому масштабі, формує нові вимоги до макроекономічної політики. Під тиском відкритості національних економік до проявів глобалізації (висока мобільність виробничих факторів, насамперед капіталу) макроекономічна політика країн-учасниць світового ринку зазнає дедалі відчутнішої трансформації, причому зазначений процес має ряд особливостей:

а) по-перше, макроекономічні рішення тільки певною мірою стосуються генерування глобалізаційної енергії (стосовно цього можна виокремити перехід до плаваючих валютних курсів на рівні валютної системи); більшість рішень, що відкрили шлях такому зближенню ринків, котре привело до його глобалізації, має позамакроекономічну природу (наприклад, пом'якшення національних режимів руху капіталів, лібералізація торгівлі тощо);

б) по-друге, внаслідок лібералізаційної політики щодо руху виробничих факторів так чи інакше загострюється проблема макроекономічної вразливості країни, оскільки внутрішню і зовнішню рівновагу дедалі більше визначається екзогенними факторами;

в) по-третє, стандартний набір інструментів макроекономічної політики, що є у розпорядженні урядів і центральних банків, істотно не змінився під впливом радикальної модернізації світових та національних ринків; змінились деякі функціональні й структурні елементи системи "цілі макрополітики – інструменти", хоча сам спосіб і форма їх застосування скоріше пристосувались до нового оточення, відображаючи процес насамперед модернізації власне цілей макроекономічної політики та способів її проведення;

г) по-четверте, глобалізаційна модернізація алокаційного механізму міжнародної економіки створила нові можливості для поліпшення умов економічного зростання, антициклічного згладжування, міжчасового вирівнювання макроекономічних дисбалансів; водночас своєрідною платою за це є підвищення відкритості національної економіки, а отже, зміна середовища макроекономічної політики та виникнення викликів макроекономічній стабільності не тільки в одній, окремо взятій, країні, а й у більшості країн певних регіонів чи решти світу.

Варто зазначити, що загальна зміна середовища та результатів проведення макроекономічної політики дещо по-різному впливають на її складові, а саме на фінансові та монетарні заходи. Це пов'язано як з їх специфічним функціональним призначенням у системі макроекономічного регулювання, формою та інструментарієм імплементації, так і з тим, що середовище їх безпосереднього здійснення певною мірою відрізняється – можливості та загрози проєкціюються на різні функціональні площини глобальних ринків.

Можна стверджувати, що щільна інтеграція ринків, насамперед фінансових, створила більше можливостей для фіскальної політики, ніж для монетарної. Зокрема проблема міжчасового згладжування та антициклічного реагування в умовах глобалізації отримує нові можливості розв'язання.

Здійснюючись у рамках політики дефіцитного фінансування, зазначені заходи перетинаються з функціонуванням міжнародних ринків позичкового капіталу. Якщо раніше відносна успішність державних запозичень, здійснюваних з метою міжчасового вирівнювання обсягів споживання та інвестицій, здебільшого залежала від місткості внутрішнього позичкового ринку та процентної політики національного центрального банку на ньому, то в умовах глобалізації ситуація змінюється. По-перше, запозичення вже не обмежуються масштабами національного ринку капіталів, по-друге, сам національний ринок перестає бути інституціоналізованою формою прояву активності національних економічних суб'єктів. Подібне "розмивання" чітких контурів національного ринку пов'язане з високою мобільністю міжнародного капіталу, а останнє розмиває чіткі межі між запозиченнями на світових ринках та між запозиченнями на власному ринку. Перевагою такої консолідації джерел запозичень є можливість зменшувати процентні ставки й мінімізувати тягар обслуговування державного боргу, зокрема зменшуючи потенційний трансферт національних податків міжнародним кредиторам, порівняно з випадком, коли дешевші зовнішні запозичення були б більшою мірою безальтернативні. Проте у концентрованому виразі перевагами втягнення дефіцитних фінансів країни у глобальні позичкові ринки можуть скористатись країни, валюти яких виконують роль резервних. Зокрема на державні цінні папери таких країн є потужний зовнішній попит, котрий виникає у зв'язку з тим, що центральні банки формують своїх міжнародні активи саме в інструментах державного боргу найнадійніших суверенних емітентів¹. Це явище, відоме як ефект резервної валюти, дає змогу підтримувати перманентно нижчі ставки на національних боргових ринках, порівняно з тим, коли б не існувало потужного попиту зовні. В результаті – низькі витрати на обслуговування боргів і створення іміджу першокласних позичальників (що пов'язано з оцінкою ринками платоспроможності боржника: чим нижчі витрати, тим вища платоспроможність). Проте спроможність країни забезпечити резервний статус своїй валюті багато в чому формується історично, відображаючи масштаби участі останньої у світовому господарстві. Саме з цим пов'язане те, що перевагами зазначеного статусу користується обмежена кількість найбільших країн, а інші – пристосовуються до процесу перерозподілу вільних інвестиційних активів на користь першокласних емітентів, вдаючись до свідомого підвищення процентних ставок навіть за співмірних макроекономічних індикаторів, що застосовуються за моніторингу суверенного та валютного ризику.

Проте переваги втягнення боргових фінансів країни у процеси глобалізації пов'язане з рядом істотних макроекономічних ризиків. По-перше, відомі теоретичні моделі "загадок глобалізації", а саме "парадокс Філдстайна – Хоріоки" та "феномен домашнього зміщення" демонструють наявність істотних рестрикцій на спроможність урядів за здійснення боргових заходів сподіватись на глобальну конкуренцію за інвестиції у їхні цінні папери. Тобто в більшості випадків основними кредиторами залишаються національні інвестори, які менше схильні до провокаційних стратегій і короткотермінових вкладень. По-друге, відкритість національних боргових ринків нерезидентам підвищує їх потенційну волатильність і вразливість в умовах високої мобільності капіталів й, власне, високої ліквідності самих ринків. Наприклад, частка короткотермінового боргу Великої Британії (згідно з визначенням національної статистики) у 1935 р. становила 2,7%, а у 1985 р. – 34,6% й у 1991 р. – 28% [1]. У 90-х рр. XX ст. частка короткотермінового боргу США також досягла подібного значення – 23,3% в середньому за 1992 – 1996 рр. [2]. Отже, будь-які, навіть незначні зрушення у макроекономічній політиці ринки сприйматимуть як виклик надійності й ефективності портфельних рішень, що за впливу капіталу може підірвати довіру до боргових заходів і національних інвесторів, погіршуючи ситуацію на первинних ринках державних цінних паперів з усіма наслідками для політики

¹ Поряд з тим, зовнішній попит також формується за рахунок рецикляції нафтодоларів, у результаті чого попит на зазначені фінансові інструменти визначається поведінкою окремих держав або окремих приватних структур, що причетні до портфельного управління нафтодоларовими активами на глобальному ринку.

рефінансування, що з цього випливає. Відповідно ринки стають дедалі чутливішими до проблем транспарентності та моніторингу макроекономічних заходів. Виникнення маастріхтських критеріїв фінансової конвергенції і курс на бездефіцитний бюджет у США й Канаді вже інтерпретується як універсальні індикатори оцінки потенційного суверенного ризику. Апроксимація індивідуальних для кожної країни чинників суверенного ризику в напрямку стереотипного критерію може позначитись або на подальшому перерозподілі позичкових фондів на користь тих країн, що спроможні забезпечити відповідний до уявлень ринків рівень ризиковості своїх боргових інструментів, або тих, котрі забезпечуватимуть конвергенцію національних макроекономічних пріоритетів в умовах глобалізації незалежно від національних особливостей економічного (фаза ділового циклу, потреби в інвестиціях для структурної адаптації, стан платіжного балансу тощо) чи соціально-етичного (рівень соціальних гарантій, масштаби оподаткування, ставлення до проблеми міжпоколінного перерозподілу та бюджетних дефіцитів) характеру. По-третє, незважаючи на зближення ринків та універсалізацію індикаторів оцінки ринками макроекономічної політики країни, ситуація навколо бюджетного дефіциту та рівня державного боргу ще продовжує залишатись об'єктом детермінації з боку процентних ставок за державними цінними паперами. Як показують дослідження В. Танзі й Д. Фанізи [3] та Ф. Капеллі, А. Джиованні й Т. Лейна [4], існує тісний зв'язок між рівнем фінансової дисципліни (що проявляється у величині та стабільності бюджетних дефіцитів) і рівнем реальних процентних ставок за інструментами державного боргу¹. Відповідно фінансова політика стикається зі специфічним оточенням в умовах глобалізації: рівень суверенного ризику продовжують визначати стандартні макроекономічні критерії, а відкритість національних боргових ринків послаблює стійкість останніх за екзогенних чи ендегенних шоків.

Зростаюча функціональна та інституціональна відкритість національної економіки в умовах глобалізації також створює специфічне середовище для здійснюваних у країні монетарних заходів. Модернізація фінансового посередництва під впливом лібералізації валютного законодавства у більшості провідних країн світу на початку 80-х рр. XX ст. і, як наслідок, посилення тяжіння до гомогенності міжнародних фінансових ринків викликали трансформацію рамок умов монетарної політики більшості центральних банків. Зокрема підвищення мобільності міжнародного позичкового капіталу спочатку та посилення глобальної конкуренції на світових фінансових ринках згодом позначались на внутрішній трансформації каналів монетарної трансмісії. У даному випадку мова йде про істотне подовження лагів між рішеннями центральних банків щодо руху грошових агрегатів і ціновими наслідками зміни політики стосовно грошової пропозиції. Більше того, сам зв'язок між динамікою грошової маси та інфляцією почав простежуватись дедалі з меншою інтенсивністю. Так, оцінюючи роль дерегуляції у фінансово-банківській сфері, М. Бурда та Ч. Виплош зазначили: "Розчарування у темпах зростання грошової маси як цільового орієнтира було посилено двома наступними обставинами. По-перше, зв'язок між грошовим зростанням та інфляцією виявився менш передбачуваним протягом 2 – 3-х років планування політики. По-друге, в середині 80-х років менш виразною була залежність між грошовою базою і широкими грошовими агрегатами. Обидві ці тенденції пов'язані з нестабільністю попиту на гроші, що настала за широкомасштабним грошовим дерегулюванням, котре виникло знов ж таки у середині 80-х років" [5; 219]. Деретулювання фінансово-банківської діяльності позначилось на тому, що попит на гроші в країні дедалі важче визначити, виходячи тільки з оцінки реакцій фінансового та реального сектора на внутрішні

¹ Так, дослідження В. Танзі та Д. Фанізи охоплює період з 1970 по 1994 рр. і відображає емпіричну верифікованість ефекту витіснення, а саме зв'язку між бюджетними дефіцитами, реальними процентними ставками та заощадженнями приватного сектора. Дослідження Ф. Капеллі, А. Джиованні та Т. Лейна охоплює період з 1970 по 1991 рр. і виявляє істотну залежність між рівнем бюджетного дефіциту й величиною спредів між базовою ставкою та рівнем процента за національними борговими паперами. Результати обох досліджень можна розглядати й у контексті дискусії про "загадки глобалізації" (відсутність глобального ринку запозичень та об'єднання усіх ресурсів на ньому) й у контексті високої інформаційної симетрії між ринками та макроекономічною політикою урядів (адекватне відображення суверенного ризику у величині процентної ставки).

фундаментальні макроекономічні змінні. Крім цього, валютна лібералізація позначилась на мінливих структурних та кон'юнктурних коливаннях зовнішнього попиту на національну грошову одиницю. Зазначені чинники трансформації каналів монетарної трансмісії і викликали послаблення зв'язку між динамікою грошової маси та інфляції. Це вимагало від центральних банків посилити увагу до кінцевої інфляційної цілі монетарної політики замість проміжної (наприклад грошового агрегату M3). А оскільки зазначені процеси властиві більшості розвинутих країн і країн Третього світу, то можна стверджувати, що глобалізація змінила рамкові умови монетарної політики, а саме в напрямку посилення контролю за кінцевою інфляційною ціллю, незалежно від того, чи було це формалізовано на кшталт переходу до режиму інфляційного таргетування, чи на офіційному рівні збереглась традиційна трьохрівнева система монетарних цілей (операційні, проміжні, кінцеві).

Окрім змін у процесі монетарного таргетування, центральні банки тих країн, валюти котрих вважаються резервними, отримали додаткові переваги, порівняно з органами грошової влади решти світу. Як уже зазначалось, ефект резервної валюти є чинником зниження процентних ставок на національному ринку. Відповідно зниження норми доходності за рахунок екзогенного попиту на національні фінансові активи дає змогу центральним банкам здійснювати монетарні заходи за низьких фонових процентних ставок. Зазначене явище дає можливість ефективніше використовувати процентну політику в процесі антициклічного згладжування, запобігаючи надмірному звуженню ділової активності за рестриктивних заходів і менш агресивному розширенню грошової пропозиції – за експансивних. Останнє особливо важливо в умовах, коли учасники ринків тяжіють до побудови своїх бізнес-стратегій, спираючись на модель раціональних очікувань. Тобто в даному випадку відстеження інтенсивної грошової пропозиції, здійснюваної з метою зниження процентних ставок, дасть змогу ринкам інтерпретувати це як пожвавлення інфляції у майбутньому, через що стрибок цін може відбутись уже сьогодні. Однак низькі фонові процентні ставки даватимуть можливість центральним банкам здійснювати стимулюючі кон'юктурні заходи з менш провокаційними наслідками для раціональних очікувань і відповідно ринкової поведінки бізнес-суб'єктів.

Проте додаткові можливості використовувати переваги низьких фонових процентних ставок у монетарній політиці потенційно реалізує обмежена кількість країн, тоді як нові виклики на заходи центральних банків практично загальнозакономірні для більшості країн світу. В першу чергу це стосується проблеми валютних курсів і валютних ринків. Незалежно від валютно курсового режиму, що підтримує центральний банк, процеси глобалізації позначаються на здатності першого ефективно застосовувати валютний курс як інструмент досягнення не тільки зовнішніх, а й внутрішніх цілей. Значний обсяг обороту світових валютних ринків, величезні обсяги страхових операцій (див. табл. 1) і висока мобільність капіталу:

- по-перше, ускладнюють процес вирівнювання платіжного балансу на основі політики щодо рівня курсового співвідношення. Потужні кон'юктурні припливи/відпливи капіталу можуть звести нанівець роль валютних інтервенцій на національному ринку. Крім цього, необережні рішення щодо рівня процентної ставки можуть загострити проблему зовнішньої рівноваги;

- по-друге, ускладнюють контроль за внутрішніми монетарними змінними, незалежно від режиму таргетування. Приплив/відплив капіталів однаково негативно впливають на проведення експансивної чи рестриктивної політики, якщо одночасно центральний банк намагається контролювати цільовий рівень валютного курсу¹. Зазначена проблема також актуальна і для інфляційного таргетування, незважаючи на те, що теоретично воно несумісне з будь-якими формами контролю за валютним курсом. Тобто корегування курсового співвідношення з метою забезпечення інфляційної цілі від його негативного впливу також ускладнюється в умовах відкритості національної економіки міжнародним грошовим потоком;

- по-третє, роблять валютні інтервенції у глобальному масштабі неефективними. Наприклад, ефективність відомих домовленостей у Плазі та Луврі наприкінці 80-х рр. XX ст. про взаємні інтервенції між ФРС і рядом центральних банків Західної Європи ще на початку 90-х рр. того ж

¹ Детальніше див. [6], де на прикладі деяких країн з трансформаційною економікою досліджується неспроможність у довготерміновій перспективі та за високої мобільності капіталу контролювати грошову масу і валютний курс.

століття неодноразово ставились під сумнів. Так, М. Бордо та А. Шварц доводять неефективність на зайвисті подібних заходів [7]. Сучасніші дослідження Г. Галаті та В. Меліка, враховуючи нові дані системи Reuters, підтверджують висновки вищезгаданих економістів [8]. Сучасна монетарна теорія вже сформулювала аргументи проти інтервенцій центральних банків на глобальних ринках, оскільки: їх обсяги занадто малі порівняно з оборотом валютних ринків за день; подібні дії спотворюють очікування суб'єктів ринку; дії центральних банків легко передбачуються, що враховується в арбітражних стратегіях; інтервенції збиткові для центральних банків.

Таблиця 1

Оборот на глобальному валютному ринку, млрд. дол. США за день [9]

Інструменти \ Роки	1989	1992	1995	1998	2001
Спот-операції	317	394	494	568	387
Форвардні операції аутрайт	27	58	97	128	131
Валютні свопи	190	324	546	734	656
Помилки й упущення	56	44	53	60	36
Загальний оборот	590	820	1190	1490	1210
Оборот на внутрішніх ринках	–	316	526	658	499
Транскордонні операції	–	391	613	772	674

Для прикладу: обсяг операцій з офіційними резервними активами між ФРС та іншими центральними банками у 1980 р. становив 8,7 млрд. дол. США за рік, у 1985 – 5,9 млрд., 1989 – 17 млрд., у 1990 р. – 28,6 млрд. [10; 778].

Отже, здійснення макроекономічної політики в сучасних умовах потрапило в якісно нове середовище, де цілеспрямований вплив на фундаментальні змінні ускладнюється оцінкою ринками напрямків фіскальних і монетарних кроків, причому глобалізація тільки посилює цей процес, оскільки національним органам у “грі за вигоди” протистоять не тільки національні структури, а й структури, що здійснюють глобальну діяльність. Виникнення такого додаткового елементу в трансмісійному механізмі макроекономічної політики, як очікування ринків і їх можливість випереджати дії органів фіскальної чи грошової влади, провокуючи потрясіння на валютних чи фондових ринках, вимагає внутрішньої модернізації системи проведення макроекономічних заходів. Крім цього, високий рівень інновацій у сфері фінансової інженерії забезпечує фінансових гравців інструментами динамічного перестрахування ризиків, незалежно від періоду, в якому здійснюється трансакція. Це загострює проблему консистентності або часової послідовності макроекономічних рішень і вимагає від урядів та центральних банків відповідних адаптивних реакцій на спроможність ринків здійснювати арбітражні операції проти часової непослідовності макрорішень.

Тому визначальними рисами змін у сфері макрорегулювання є орієнтація на зведення дискреційних кроків з короткотермінового впливу на сукупний попит до мінімуму та забезпечення формалізованих критеріїв проведення макроекономічної політики на інституціональному рівні, котрий дедалі успішніше функціонує на орбіті регіональної координації. Мінімізація дискреційних спотворень у розгортанні циклічного процесу та прихильність до емпіричних правил в економічній політиці, з одного боку, є своєрідною відповіддю глобалізованим ринкам, учасники яких успішно шукають прогалини у макроекономічних кроках окремих держав і цілих регіонів. З іншого боку, відкритість міжнародній мобільності виробничих чинників та динамічним і масштабним грошовим потокам створює передумови для здійснення такої макроекономічної політики, що орієнтується на довіру з боку учасників ринків до фіскальних і монетарних рішень у довготерміновому періоді. При цьому переваги таких виражених економічних кроків урядів і центральних банків використовуються в першу чергу на національному рівні.

Література

1. *Annual Abstract of Statistics. A Publication of Government Statistical Services, 1951 – 1992.* – № 87 – 128. – P. 244.
2. *Federal Reserve Bulletin.* 1997. – Jan. – P. A27.
3. *Tanzi V., Fanizza D. Fiscal Deficit and Public Debt in Industrial Countries, 1970 – 1994 // IMF Working Paper.* – 1995. – № 49. // www.imf.org/external/pubs.
4. *Caselli F., Giovannini A., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries IMF Working Paper.* – 1998. – № 55. // www.imf.org/external/pubs.
5. Бурда М., Выплов Ч. Макроэкономика: Учебник. – 2-е изд. / Пер. с англ. – СПб.: Судостроение, 1998. – 544 с.
6. Козюк В. В. Особливості монетарної політики в трансформаційних економіках // Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. – Тернопіль: Астон, 2001. – С. 240 – 275.
7. *Bordo M. D., Schwartz A. J. What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished? // Open Economies Review.* – 1991. – № 2. – P. 39 – 64.
8. *Galati G., Melick W. Perceived Central Bank Intervention and Market Expectations: an Empirical Study of the yen/dollar exchange rate, 1993 – 96 // BIS Working Papers.* – № 77 // www.bis.org/publ
9. *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2001: preliminary global data // www.bis.org.*
10. Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д. Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 856 с.