



**Віктор
Козюк**

Завідувач кафедри маркетингу
на виробництві Тернопільського
державного технічного
університету імені Івана Пулюя.
Доктор економічних наук

*Глобалізація породжує
однотипні макроекономіч-
ні процеси. Проте сучасні
тенденції свідчать про роз-
шарування глобального мо-
нетарного та фінансового
простору. Автор дослід-
жує, як у результаті роз-
витку фінансових ринків
та нагромадження значних
глобальних валютних ре-
зервів виникають відмін-
ності між економічно роз-
винутими країнами та
країнами з ринками, що ви-
никають, у сфері монетар-
них та макрофінансових
процесів.*

Дослідження/

Проблеми розшарування глобального монетарного та фінансового простору

— традиційні уявлення про глобалізацію змальовують картину здебільшого лінійного процесу формування однорідного економічного середовища. Цьому сприяє поява більш-менш подібних макро- та мікроекономічних процесів, інститутів і спільних принципів їх функціонування. Водночас така схема, яка й раніше сприймалась як певна умовність у світлі суттєвих відмінностей між макроекономічною та структурною ситуацією у країнах із різним рівнем доходу, демонструє свою обмеженість.

З одного боку, це зумовлено тим, що формування однорідних інститутів у економіці дуже часто потребує проходження легітимних процедур. Унаслідок у сфері функціонування центральних банків і фінансових ринків дуже часто процеси формування однотипності не є лінійними, що породжує відповідні макроекономічні наслідки для всієї глобальної економіки.

З іншого боку, традиційне уявлення про зв'язки за типом "центр — периферія" нині також застаріває, оскільки мікроекономічна інтеграція та експансія транснаціональних компаній модифікують глобальну торгівлю; розвиток найбільших країн із ринками, що виникають, перетворюється на самостійний елемент впливу на глобальні макроекономічні процеси; країни третього світу вже спроможні не лише імпортувати капітал, а й експортувати; глобальні сировинні ринки дедалі еластичніше реагують на кон'юнктуру в таких країнах, як Китай, Бразилія, Росія, Індія тощо. Руйнація образу згаданого типу зв'язків ще більше загострює питання про те, чи надалі глобалізація породжуватиме тенденцію до конвергенції, долаючи обмеження каналів взаємозалежності "центр — периферія".

Останні тенденції у сфері трансформації фінансових систем і нагромадження значних валютних резервів у країнах із ринками, що виникають, сприяють інтенсифікації процесу розшарування глобального монетарного

та фінансового простору. З огляду на те, що таке розшарування може позначатися на проблемі глобальної фінансової стабільності і поставити під сумнів наріжний стереотип про зближувачий лінійно діючий потенціал глобалізації, дослідження у даному напрямі слід визнати актуальним.

Дослідження механізмів впливу глобалізації на монетарні та фінансові процеси дуже часто вказують на те, що і в економічно розвинутих країнах, і в країнах із ринками, що виникають, формуються певні процеси щодо подібності у таких аспектах:

— *зниження інфляції*. Як продемонстровано в таблиці 1, тенденція до зниження інфляції стає фундаментальною ознакою сучасних монетарних процесів, що актуально практично для кожного регіону світу. На даному аспекті стереотипного впливу глобалізації на монетарну політику різних за групами та рівнем розвитку країн наголошує К.Рогофф [2]. В іншій своїй праці він також звертає увагу на те, що глобалізація здебільшого створює сприятливі обставини для реалізації монетарної політики і вони поширюються на різні країни однаково [3], хоча для цього потрібні відповідні передумови, насамперед — ефективна макроекономічна політика [4];

— *конвергенція у сфері інституціонального забезпечення функціонування центральних банків та функціонування інструментів монетарної політики*. Даний аспект стосується підвищення незалежності монетарних органів, делегування їм мандата на забезпечення цінової стабільності, зниження фіскального домінування, а щодо монетарних інструментів — зростання значення ринкових важелів, зниження ролі обов'язкових резервів та обмежене використання механізмів фінансової репресії [5, с. 146—214];

— *таргетування інфляції*. Даний аспект демонструє, що перехід багатьох країн на експліцитне та імпліцитне таргетування інфляції є глобальною

Країни та регіони	1985—1994 рр.	1995—2004 рр.	1998—2007 рр.
Економічно розвинуті країни*	3.8	1.9	1.6
США	3.6	2.3	2.1
Зона євро	—	1.9	1.9
Японія	1.6	-0.1	-1.0
Інші економічно розвинуті країни**	5.9	2.3	1.9
Африка	28.1	15.5	10.1
Нові індустріальні країни Азії	11.0	4.8	3.4
Туреччина та Близький Схід	26.3	22.2	7.6
Латинська Америка	190.7	12.3	7.4

* США, Канада, Великобританія, країни — члени зони євро, Швейцарія, Швеція, Данія, Норвегія, Австралія, Японія.

** Наведені вище країни без США, Японії та країн — членів зони євро.

закономірністю, яка змінює модель сучасного валютного устрою світу. Такі зміни Е.Роуз назвав “Бреттон-Вудс навпаки” [6];

— **зменшення волатильності макроекономічних процесів у міру нарощування фінансової і торговельної відкритості.** Дані процеси, як свідчать емпіричні дослідження і теоретичні висновки з питань позитивного впливу глобалізації на можливості міжчасового згладжування, є принциповими факторами вирівнювання ділового циклу, зменшення коливань споживання та інвестицій, отже і ВВП [3; 7; 8]. До позитивів глобалізації щодо даного аспекту слід також додати те, що мобільність приватних капіталів суттєво послаблює обмеження на фінансування поточного рахунку платіжного балансу, що не вимагає здійснення рестрикційної макрополітики, а остання у такий спосіб перестає бути джерелом привнесення макроекономічних флуктуацій;

— **експансія валових активів і зобов'язань.** Зростання інвестування та запозичень за кордоном є атрибутивною рисою як економічно розвинутих країн, так і країн із ринками, що виникають. Це пов'язано із прогресуючою інтеграцією з глобальним середовищем на мікрорівні. Попри те, що структури валових активів і зобов'язань економічно розвинутих країн та країн із ринками, що виникають, відрізняються, так само, як відрізняються масштаби подібних операцій, спільним є їх прискорене зростання [9; 10]. Так, якщо у 1970 році зовнішні активи та зобов'язання щодо ВВП економічно розвинутих країн становили відповідно 25 і 30%, а країн із ринками, що виникають, — відповідно 8 і 35%, то у 2004 році — 220 і 226% та 70 і 97% [9, с. 111].

Утім, існують й інші дослідження, які доводять, що глобалізація не створила суттєвих передумов для конвергенції

у таких сферах, як фактичне плавання валютних курсів, тобто у багатьох країн зберігається “страх перед плаванням” (*fear of floating*). Основна причина цього полягає у доларизації пасивів і вразливості внутрішнього фінансового сектору до коливань валютних курсів [11; 12]. Так само дослідження МВФ свідчать про наявність суттєвих відмінностей щодо волатильності процентних ставок, валютних курсів і валютних резервів у розрізі економічно розвинутих країн та решти світу. Так, у перших спостерігається низька волатильність процентних ставок і валютних резервів, що свідчить на користь справжнього плавання валютних курсів, тоді як для других властива низька волатильність валютних курсів, але висока — процентних ставок і валютних резервів, що свідчить на користь гіпотези “страху перед плаванням” [13].

Такі відмінності є доволі принциповими факторами нерівномірного впливу глобалізації на різні групи країн і, що важливіше, створює неоднакові передумови для оптимізації монетарної політики в умовах глобалізації як такої загалом, чи для її пристосування до екзогенних шоків, значення яких зростає у міру нарощування фінансової і торговельної відкритості. Мало того, дані відмінності, які можна інтерпретувати як традиційні, супроводжуються подальшим розширенням глобального монетарного та фінансового простору за напрямками, що демонструють відмінні функціональні значення фінансового сектору та валютних резервів у глобальних та національних макропроцесах. Дослідженню цих явищ присвячена дана стаття, оскільки сьогодні поки що не існує цілісних розвідок у цьому напрямі, а їх важливість обумовлена тим, що формується якісно нове глобальне фінансове середовище, неоднорідність якого не може не розглядатися поза ризиком для глобальної фінансової стабільності.

Так, у контексті вибору режиму валютного курсу слід вважати, що функціональне значення валютних резервів і фінансових ринків відрізняється. Підтвердження даної гіпотези дається часом розпаду Бреттон-Вудської системи, коли завдяки різному вибору економічно розвинутих країн (плаваючі курси, зменшення значення валютних резервів, розвиток фінансових ринків унаслідок дерегуляції та лібералізації), та країн із ринками, що виникають (орієнтація на обмеження курсових коливань, відповідне підвищення ролі власних валютних резервів, обмеження на рух капіталів), утворилося генетичне підґрунтя для формування поточної ситуації. З одного боку, ще напередодні розпаду даної системи була актуальною думка, що економічно розвинуті країни повинні дотримуватися фіксованих курсів, а країни, що розвиваються, — плаваючих із метою компенсації зовнішніх шоків, вразливості до яких є високою в умовах низькодиференційованої економіки [14, с. 107]. Втім, постбреттон-вудський період продемонстрував протилежний хід подій. З іншого боку, на той час такі відмінності сприймалися виключно у контексті можливостей реалізації монетарної політики, спрямованої на боротьбу з інфляцією, і не розглядалися як принципові фактори формування неоднорідного глобального середовища, оскільки його, власне, ще не було, а кількісні параметри нагромаджених валютних резервів і масштаби фінансових ринків ще не досягали глобального значення. Це створювало передумови для того, щоб акцент у теорії міжнародної економіки робився на проблемі вибору валютного курсу та режимі конвертованості валюти (і, відповідно, попиті на валютні резерви), аби досягнути внутрішньої стабілізації інфляції і гнучкої реакції на зовнішні шоки.

Процеси глобалізації посилили тенденції щодо відмінностей між економічно розвинутими країнами та країнами, що розвиваються. Такі відмінності, по-суті, призвели до нових якостей глобального простору, оскільки з огляду на масштаби та швидкість зростання фінансових індикаторів (фінансові активи, валютні резерви тощо) виникли передумови для фундаментального кількісного розриву (див. таблицю 2) та розриву у функціях і можливостях фінансового посередництва та курсового резервного виміру монетарної політики у розрізі країн із різним рівнем доходу, а кількісний вимір нагромаджен-

Країни та регіони	2001 р.			2005 р.		
	ВВП	Валютні резерви без урахування золота	Облігації, акції та банківські активи	ВВП	Валютні резерви без урахування золота	Облігації, акції та банківські активи
Млрд. доларів США						
Світ	30 995.0	2 136.3	150 069.1	44 445.5	4 234.5	151 790.5
Зона євро	6 113.0	198.4	38 232.7	9 960.1	147.9	40 824.2
США	10 082.2	57.6	54 488.3	12 455.8	54.1	50 184.8
Японія	4 164.9	395.2	21 627.6	4 567.4	834.3	20 577.7
Великобританія	1 422.7	37.3	10 981.8	2 229.5	38.5	12 160.8
Країни з ринками, що виникають	7 211.6	1 277.6	14 356.7	11 969.0	1 937.4	20 485.8
Азія	3 229.7	790.4	9 302.8	5 393.7	1 249.1	13 310.7
Латинська Америка	1 904.4	158.8	2 699.0	2 436.4	195.5	3 617.6
Близький Схід	793.0	123.5	799.7	1 120.4	149.5	954.8
Африка	432.2	65.1	674.2	807.1	91.6	1 002.4
Європа	852.2	139.8	880.9	2 211.3	251.7	1 600.2
Відсотки від ВВП						
Світ	100	6.9	484.2	100	9.5	341.5
Зона євро	100	3.2	625.4	100	1.5	409.9
США	100	0.6	540.4	100	0.4	402.9
Японія	100	9.5	519.3	100	18.3	450.5
Великобританія	100	2.6	771.9	100	1.7	545.5
Країни з ринками, що виникають	100	17.7	242.7	100	16.2	171.2
Азія	100	24.5	301.2	100	23.2	246.8
Латинська Америка	100	8.3	157.0	100	8.0	148.5
Близький Схід	100	15.6	368.8	100	13.3	85.2
Африка	100	15.1	457.9	100	11.3	124.2
Європа	100	16.4	118.5	100	11.3	72.4

них валютних резервів і масштаби фінансового сектору стали глобально значущими.

Провідна роль глобалізації у детермінації таких відмінностей і, відповідно, розширення глобального монетарного та фінансового простору пов'язується з нарощуванням фінансової і торговельної відкритості відповідно до процесів дерегуляції, з посиленням інтеграції фінансових і реальних ринків. Завдяки мобільності приватних капіталів розширюється діапазон можливих комбінацій адаптації до шоків, і, як наслідок, спроможність функціонування складових глобальної економіки у нерівноважному стані. Попри загальний характер цього твердження, алгоритми розвитку ситуації у сфері монетарної політики та фінансових ринків у розрізі економічно розвинутих країн та країн із ринками, що виникають, за останні 10–15 років відрізняються між собою.

Так, в економічно розвинутих країнах завдяки поступовій кристалізації політики стабільності цін та лібералізації потоків товарів і капіталів виникли передумови для посилення ролі ринкового саморегулювання у процесах адаптації до макроекономічних шоків. В умовах плавання ва-

лютного курсу разом із забезпеченням цінової стабільності не простежується тенденція до доларизації активів і пасивів, а із занепадом кейнсіанської системи маніпулювання сукупним попитом зросло значення ринкових важелів пристосування до шоків, що створило внутрішні передумови для розвитку фінансового сектору. Останнє відбулося завдяки сукупності пов'язаних структурних зрушень, серед яких слід виділити відмову від фінансових репресій і жорсткого регулювання фінансово-банківської діяльності, валютну дерегуляцію та виникнення нових телекомунікаційних технологій. У сукупності з мікроекономічною трансформацією і торговельною лібералізацією це виступило підґрунтям для швидкого розвитку фінансової глобалізації та ускладнення фінансової системи.

Водночас якщо дані явища характеризують загальний тренд щодо підвищення значення фінансових факторів розвитку економіки, то подальші трансформації фінансової системи економічно розвинутих країн демонструють виникнення нових макроекономічних якостей. А саме: рівень розвитку та складності фінансової си-

стеми безпосередньо впливає на згладжування ділового циклу, збільшення розриву в національних заощадженнях та інвестиціях, зменшення кореляції між внутрішнім споживанням та доходом. Як наслідок, це повинно супроводжуватися вищою волатильністю поточного рахунку, який фінансується за рахунок приватних потоків капіталу. Мало того, чим розвинутішою є фінансова система країни, тим більшою мірою вона, з одного боку, створює можливості для розриву між споживанням і доходом, інвестиціями та заощадженнями, породжуючи структурну тенденцію до утворення платіжних дисбалансів. З другого боку, така система забезпечує швидке генерування фінансових активів, як обслуговують реальні інвестиції і стають предметом зовнішнього попиту, дозволяючи практично нехтувати проблемою зовнішньої нерівноваги.

Чи не вперше зв'язок між розвитком фінансової системи та зовнішнім дефіцитом було продемонстровано фахівцями Банку міжнародних розрахунків, які дотримуються так званого неортодоксального погляду (від англ. *unorthodox approach*, або *new environment paradigm*) [17; 18]. У дослідженнях "рівноважного характеру глобальних

дисбалансів" також акцентують увагу на тому, що спроможність економіки генерувати фінансові активи є потужним фактором міжчасової оптимізації споживання в країнах із різними фінансовими системами [19], а дослідження МВФ свідчать, що відмінності у розвитку і трансформації фінансової системи стосовно посилення ролі ринків навіть у розрізі економічно розвинутих країн є суттєвими чинниками породження відмінностей у макроекономічних процесах [20].

Щодо самого поточного рахунку, дефіцитність якого є елементом функціонування країн із різним рівнем розвитку фінансових систем, то його пристосування до нових рівноважних умов також здійснюється за рахунок фінансових факторів. Зокрема, процес зовнішнього пристосування до нових рівноважних умов в економічно розвинутих країнах відбувається навіть уже не так за рахунок валютних курсів (тим більше не за рахунок валютних резервів), як за рахунок переоцінки вартості зовнішніх активів і пасивів (так званий *valuation effect*), що нагадує приховані трансфери добробуту від однієї країни до іншої без участі реальних змінних, наприклад, торгівлі та ВВП [9; 21; 22]. Це створило ситуацію, коли в економічно розвинутих країнах пристосування до шоків здебільшого здійснюється у межах фінансового сектору і не потребує суттєвої зміни ключових інструментів макроекономічної політики.

Країни з ринками, що виникають, опинились у якісно іншій ситуації. Генетичний зв'язок між високою інфляцією 1980-х років і доларизацією активів переріс у процес доларизації пасивів унаслідок розширення доступу до зовнішніх ринків капіталу, які дають змогу сформувати більш довгострокові пасиви, порівняно з внутрішнім ринком, а з поліпшенням структури зовнішньої торгівлі підвищилася значущість тривалості горизонту прогнозу-

вання бізнесу. Внаслідок цього інтеграція з глобальним фінансовим середовищем призвела до ускладнення проблем, що стоять перед центробанками. Зміна валютного курсу в бік девальвації при відпливі капіталів є ризиком для фінансово-банківського сектору, а зміна у бік ревальвації унаслідок спекулятивного припливу капіталів — ризиком для експорту й стабільності платіжного балансу. Через трансформацію валютних криз у напрямі відриву потоків капіталу від фундаментальних процесів, підвищення значення суб'єктивних елементів у автономних змінах у сприйнятті ризику та дохідності, множення імперфекцій глобальних ринків капіталу (*global capital market imperfections* — ситуація, коли через обмеженість інформації ухвалюються умовно раціональні рішення) у міру зростання кількості інструментів, а не завдяки збільшенню фізичного обсягу ринку, загострилося питання про варіант адаптації до нового глобального середовища. Нагромадження валютних резервів стали розглядати з позиції монетарного меркантилізму, фінансового меркантилізму, страхування на випадок раптових змін у потоках капіталів [23; 24; 25]. Це й призвело до прискорення зростання обсягів валютних резервів у країнах із ринками, що виникають (див. графік 1), зворотним боком чого виступило загострення проблеми глобальних дисбалансів.

Нагромадження резервів потребує реалізації політики експортоорієнтованого зростання з акцентом на профіцит поточного рахунку, що кореспондує з дефіцитом платіжного балансу у країнах-контрагентах. Зокрема, саме така закономірність почала простежуватись у монетарних стосунках між США та Азією (детальніше про це див. [27, с. 97—106]).

Зазначені тенденції призвели до виникнення асиметричної структури взаємозалежності у світі, що базується саме на розшаруванні монетарних і

фінансових аспектів функціонування країн із різним рівнем розвитку у глобальній системі координат. По-перше, країни з ринками, що виникають, відгороджуючись від міграції валютних криз значними резервами, неявно опиняються в позиції експортерів капіталу. Така позиція тим більше посилюється, коли існують специфічні причини вивезення капіталу в економічно розвинуті країни (інвестування у першокласні активи за кордоном, високі граничні доходи на капітал та брак внутрішніх джерел для генерування фінансових активів високої якості, тіньове вивезення капіталу тощо [26]). У сукупності це створює ситуацію, коли відмінності у спроможності генерувати якісні фінансові активи в умовах лібералізованих потоків капіталу породжують передумови, коли можливості фінансування зовнішньої нерівноваги для економічно розвинутих країн полегшуються (зокрема, за рахунок приватних капіталів усувається потреба у внутрішньому пристосуванні до нових зовнішніх рівноважних умов), тоді як країни з ринками, що виникають, відкриваються спекулятивним потокам капіталу, які хоч і допомагають згладжувати потреби у фінансуванні платіжних дисбалансів, однак підвищують ризик макроекономічної дестабілізації внаслідок їх високої чутливості до різного роду сигналів чи ірраціональних мотивацій.

По-друге, як видно з таблиці 3, масштаби валютних резервів країн із ринками, що виникають, є такими, що суттєві зрушення у поведінці ключових валютних курсів і процентних ставок за кількома світовими валютами одразу призводитиме до прямих фінансових втрат, а у випадку, коли знецінення резервів стане передумовою для посилення рестрикційності у реалізації монетарної політики, це може мати і прямі макроекономічні наслідки. Виникає ситуація, коли економічно розвинуті країни використовують ефект резервної валюти (зниження процентних ставок унаслідок зовнішнього попиту на активи) та отримують можливості для покриття своїх платіжних дефіцитів, але не несуть відповідальності за макроекономічні наслідки змін вартості резервів, нагромаджених іншими учасниками глобальної економіки.

По-третє, значний попит на валютні резерви, зокрема його рівноважне збільшення з метою страхування від імперфекцій на глобальних ринках капіталу [27, с. 105—109], у свою чергу, призводить до того, що ефект резервної валюти відображає

Зростання глобальних валютних резервів, трлн. СПЗ



Таблиця 3. Можливі рішення щодо послаблення ризику глобальної фінансової дестабілізації

Рішення	Характеристика та обґрунтування
На рівні глобальної фінансової архітектури	
Сприяння формуванню глобально значущих валютних союзів, передусім в Азії та Латинській Америці	Формування валютних союзів за участі глобально значущих країн із ринками, що виникають, зменшуватиме проблему гіпертрофії валютних резервів для страхування від валютних спекуляцій, запобігання негативним проявам доларизації, згладжування курсових флуктуацій, оскільки заохочуватимуться структурні зрушення в напрям розвитку внутрішнього фінансового ринку та послаблення залежності зовнішньої торгівлі від курсових флуктуацій. У свою чергу, це послабить проблему нагромадження фінансових дисбалансів в економічно розвинутих країнах, викликану браком гнучкості валютних курсів у бік ревальвації та попитом на високоліквідні активи.
Формування вимог з боку МВФ щодо підвищення транспарентності операцій з валютними резервами	Даний захід покликаний підвищити глобальну оперативність доступу до інформації щодо операцій із валютними резервами як стосовно їх обсягу, так і стосовно деномінації, оскільки суттєві зрушення у цій сфері можуть загрожувати спотвореннями трендів динаміки курсу долар/євро, внаслідок чого буде ще важче спрогнозувати характер зв'язку між станом у реальному секторі економіки і платіжним балансом економічно розвинутих країн і, відповідно, валютних блоків у цілому. Слід визнати за необхідне, що центральні банки провідних країн із ринками, що виникають, мають інформувати світову громадськість про наміри щодо поточної зміни валютної структури їхніх активів. Учасники глобальних ринків за рахунок цього коригуватимуть свої відкриті позиції, а невизначеність щодо того, яку роль відіграють глобальні диверсифікаційні операції таких центробанків стосовно тренду валютного курсу між провідними валютами, зменшиться. У свою чергу, центробанки економічно розвинутих країн також будуть знати, що тренди їхніх валют визначаються даними факторами, а не іншими, невірною інтерпретацією яких може вплинути на спотворення поточних монетарних рішень сформованим раціональним очуванням, що може погіршити макроекономічну ситуацію.
Координація політики модернізації фінансових ринків	Стосовно економічно розвинутих країн дана рекомендація стосується того аспекту, що завдяки підвищенню симетрії в структурі та функціональних можливостях фінансових систем посилюється однотипність характеру зв'язку між створенням фізичного ВВП і генерування фінансових активів. Це усуватиме проблеми нагромадження фінансових дисбалансів у розрізі країн із відмінними фінансовими структурами. У випадку ЄВС підвищення симетрії у цій царині також є важливим із міркувань підтримання оптимальності валютної зони та усунення дивергенції в процесах і каналах пристосування до шоків. Стосовно країн із ринками, що виникають, це актуально, оскільки підвищення глобальної симетричності фінансових систем зменшуватиме волатильність ринку, зумовлену структурним арбітражем, потоками капіталу, які є похідними від спекуляцій відносно реакцій на проблеми фінансових дисбалансів тощо.
На національному рівні	
Реалізація політики цінової стабільності в сукупності з розширенням діапазону коливань валютних курсів	Такий варіант пристосування до нових рівноважних умов спонукатиме до: послаблення схильності до доларизації, оскільки економічні агенти усвідомлюватимуть вірогідність двостороннього руху валютного курсу; усунення частини спекулятивних настроїв, адже у такий спосіб на спекулянтів перекладатиметься частина тягаря щодо адаптації до шоку; зниження внутрішнього ризику інфляції через гіпертрофію резервів. Гнучкість валютного курсу важлива також тому, що в разі, коли валютні резерви нагромаджуються з меркантильних міркувань (зокрема для перестрахування вразливості фінансово-банківського сектору), вони не гарантують захисту від валютної кризи, оскільки завжди існуватиме певний мінімум валютних резервів, який буде витрачено на відбиття спекулятивної атаки, але який не гарантує, що масштаб спекуляції кореспондуватиме з таким мінімумом.
Підвищення надійності і транспарентності фінансово-банківського сектору	Це повинно підвищити відповідальність менеджменту за ризикову поведінку, але водночас означати і жорсткі бюджетні обмеження, дотримання яких гарантуватиметься монетарними та наглядовими органами. Це підвищить алокаційну ефективність фінансового посередництва. Втім, реалізація даного та попереднього рішення потребує всебічного заохочення розвитку ринку деривативів, але за рахунок забезпечення його стабільності і прозорості функціонування.
Структурні реформи у реальному секторі	Даним напрямом реформ передбачається, що структурні реформи повинні підвищити гнучкість економіки. Це стосується як країн ЄС/ЄВС, так і країн із ринками, що виникають. Основна причина полягає в тому, що нагромаджений рівень фінансових активів, валютних резервів і фінансових дисбалансів може бути відкоригований не так з боку національної економічної політики, як зміною зовнішніх обставин, наприклад, унаслідок змін у сфері глобальної диверсифікації активів і валюти їх деномінації. Швидка корекція валютного курсу та вартості активів, як наслідок цього, можуть безпосередньо впливати на рішення щодо споживання, заощаджень та інвестицій. Через це наслідки будуть тим більше номінального, а не реального характеру, чим гнучкішою буде економіка, тобто чим швидше коригуватиметься зарплата і чим мобільнішою буде робоча сила. Ефективність номінальної гнучкості також забезпечуватиметься за рахунок "софтизації" структури економіки та заохочення конкурентоспроможності й інноваційності за рахунок жорсткої макроекономічної політики. Остання має забезпечити цінову стабільність, унаслідок чого втрачений попит компенсуватиметься за рахунок ринкового саморегулювання.

структурне падіння глобальних процентних ставок. Останнє є чинником заохочення до ризикової поведінки, оскільки низькі ставки за першокласними активами змушують для глобальних інвесторів можливість швидкої капіталізації та одержання значних винагород на вкладені кошти, як це показано у [17; 18]. Це провокує ситуацію замкнутого кола, коли попит на резерви з метою страхування від спекулятивної поведінки глобальних гравців зумовлює зниження ставок, що заохочує до ризику, тобто, по-суті,

породжує спекулятивні настрої.

По-четверте, суттєвою проблемою для глобальної економіки в цілому є ув'язка між доларизацією, розвитком фінансових ринків і динамікою валютних резервів. Так, у звичній на сьогодні інтерпретації доларизація є відображенням можливості формувати крашу строкову структуру пасивів. Однак у контексті того, що саме інструменти глобального ринку є найліквіднішими та зважаючи на тенденцію до вивезення капіталу країнами, що розвиваються (див. вище), доларизація може розгля-

датись як внутрішнє відображення процесу виміру ліквідності активів на глобальних ринках. Інакше кажучи, якщо найякісніші активи деноміновані у провідних валютах, а їх обіг здійснюється на глобальних ринках, то постійне підтримання ліквідності потребує зближення структури активів і пасивів, унаслідок чого внутрішня доларизація стає каналом зв'язку між ліквідними глобальними ринками та підтриманням ліквідності на національному рівні. У свою чергу, нагромадження зовнішніх активів центробанків відо-

вважає врахування не лише ситуації у зовнішньому секторі та процесів компенсації зовнішніх шоків, включно з реверсними потоками капіталів, а й флуктуації в обсягах доларизованої складової внутрішніх грошових агрегатів.

Отже, якщо внутрішні фінансові ринки недостатньо розвинуті, доларизація запускає ендегенний механізм попиту на резерви. Внаслідок цього відбувається невизначеність щодо того, як центральний банк зможе розподілити втрати від зміни валютного курсу до провідної валюти (чи, наприклад, курсу між долларом і євро між собою) між експортерами/імпортерами та внутрішнім фінансовим сектором. Така невизначеність може запускати в дію вплив капіталів або збільшувати внутрішній попит на активи, деноміновані у провідних валютах. У свою чергу, збільшення зовнішніх активів центробанків як відображення внутрішньої доларизації ще більше узалежнює макроситуацію від глобальних тенденцій.

По-п'яте, нагромадження значних резервів як із міркувань реагування на анкличі глобалізації, так і з міркувань запобігання ревальвації валюти створює ситуацію, коли необхідно здійснювати вибір щодо валюти деномінації зовнішніх активів центробанків та валюти інтервенцій. Це чітко розмежовує глобальний монетарний простір на блоки долара та євро. Однак це породжує і низку фундаментальних проблем:

а) вибір щодо належності до того чи іншого валютного блоку ставить країну в залежність від тренду курсу валюти країни-центру. У випадку девальваційного тренду країна може наразитися на інфляційні наслідки, а у випадку ревальваційного — навпаки. Спроможність нівелювати обидва варіанти негативних наслідків визначатиметься ступенем номінальної гнучкості економіки та готовністю розширити діапазон курсових коливань. Необхідність гнучкості валютного курсу також є затребуваною з таких міркувань: якщо учасники ринку є раціональними, то в їхній оцінці майбутнього курсу *ex ante* має враховуватися, як реагуватиме країна власним валютним курсом на поведінку курсу валюти, до якої здійснюється прив'язка. Це закладає підстави для спекуляцій на випадок того, коли корекція країною курсу запізнюється порівняно зі сприятливими спекулянтами економічними наслідками такого запізнення у світлі трендової динаміки курсу країни-центру. Наприклад, у випадку, коли останній матиме девальваційний тренд, спекулянти очікуватимуть ревальвації

курсу місцевої валюти, якщо мають місце ознаки зростання майбутньої чи теперішньої інфляції, і навпаки, що створює передумови для спорадичного припливу та відпливу капіталів, ускладнюючи таким чином реалізацію монетарної політики;

б) відносне домінування одного з блоків породжує ситуацію, коли спостерігатиметься ситуація нагромадження глобальних активів у валюті, країна-емітент якої перебуває у стані дефіциту платіжного балансу. Це породжує невизначеність стосовно майбутнього тренду валютного курсу такої країни, а отже, екзогенні фактори впливу на економіку практично всіх країн валютного блоку. Якщо раніше така ситуація вважалася теоретично та практично неможливою, то випадок із платіжним дефіцитом США та експансією долларових активів є наочним підтвердженням цього, в основі чого — вища спроможність американської економіки генерувати фінансові активи та відносний функціональний поділ між долларом та євро на відповідно валюту інвестицій та валюту запозичень [27, с. 90—92];

в) у світлі сказаного вище різко підвищується значення проблеми диверсифікації валютної структури глобальних валютних резервів. По-суті, саме від провідних країн із ринками, що виникають (Китаю, Бразилії, Індії, Кореї, Індонезії, Малайзії, Гонконгу, Тайваню, Росії тощо), суттєво залежить, у якій валюті формуватимуться резерви у глобально значущих обсягах. Унаслідок цього нині склалася ситуація, коли ефекти диверсифікації вже не мають однозначної оцінки як на глобальному рівні, так і на рівні центрів емісії резервної валюти.

Щодо першого (глобального рівня), то, наприклад, домінування долара у структурі диверсифікаційного вибору на тлі дефіциту платіжного балансу США породжує проблему глобальної експансії сукупного попиту і глобальної невизначеності щодо рівноважної траєкторії курсів доллар — євро. Зростання ж значення євро може означати уповільнення темпів зростання глобальної економіки через стримуючий вплив на розвиток економіки ЄС/ЄВС посилення глобальної конкуренції, особливо з боку азіатських країн унаслідок підвищення курсу єдиної європейської валюти.

Щодо другого рівня (центрів емісії і резервної валюти), то можливості здійснення макropolітики США без врахування стану платіжного балансу призводить до нехтування проблемою зовнішньої конкурентоспроможності американської економіки, що може

мати негативні наслідки у довгостроковій перспективі, тоді як посилення ролі євро та підвищення його курсу, загострюючи конкуренцію з азіатськими експортерами, штовхає ЄС/ЄВС у бік реалізації непопулярних реформ, спрямованих на підвищення гнучкості європейської економіки. При цьому втрати від послаблення зовнішньої конкурентоспроможності США у довгостроковій перспективі та вигоди від структурних реформ у Європі стають відносними, оскільки те, в якій формі та в яких кількісних показниках вони проявляться, залежить від глобальних монетарних взаємин між економічно розвинутими країнами та провідними країнами з ринками, що виникають.

По-шосте, найсуттєвішою проблемою для глобальної фінансової стабільності є розшарування у каналах адаптації до зовнішніх і внутрішніх шоків, що породжує відмінності у рівні та характері вразливості економічно розвинутих країн та країн із ринками, що виникають. Так, першим властива компенсація шоків за рахунок диверсифікації та розподілу ризиків у глобальних масштабах, унаслідок чого флуктуації валютних курсів і процентних ставок абсорбуються фінансовим сектором, при цьому курсові коливання практично не впливають на зростання продуктивності. Для других ситуація є протилежною: значення валютних курсів тим суттєвіше для компенсації шоків, чим менш розвинутим є фінансовий сектор [28].

Так само це узгоджується з висновками про те, що в умовах високої торговельної та фінансової відкритості у країнах третього світу валютні резерви виконують роль буфера для пом'якшення шоку умов торгівлі, тоді як в економічно розвинутих країнах цю роль цілком виконують фінансові ринки [25]. Утім, даний аспект явища гіпертрофії резервів відображає суто адаптивний аспект до викликів глобалізації в умовах специфічної вразливості реального сектору. Проте це не знімає питання щодо причини зростання резервів. У разі, коли це є наслідком намагання забезпечити найпростішу модель зростання на основі традиційного експорту й ізолювати структурно слабкий фінансово-банківський сектор від коливань валютних курсів, тобто коли існує певна кореспонденція "нагромадження резервів — уникнення структурних реформ", то за таких обставин виникає феномен подвійної вразливості. По-перше, — це вразливість до шоків та волатильних потоків капіталу внаслідок відкладення реформ. По-друге, — це

вразливість самих валютних резервів та, відповідно, монетарної політики до рішень на глобальних фінансових ринках і провідних центральних банків, унаслідок чого може актуалізуватися проблема знецінення резервів.

Виникає питання: якою повинна бути відповідь з боку розробників політики на виявлені проблеми? У таблиці 3 наведено можливі варіанти пом'якшення ризику глобальної фінансової дестабілізації через розширення монетарного та фінансового простору глобальної економіки.

ВИСНОВКИ

Виявлені тенденції у сфері сучасних глобальних монетарних і фінансових процесів демонструють поглиблення суттєвих відмінностей між економічно розвинутими країнами та країнами з ринками, що виникають. Попри те, що глобалізація формує передумови для однорідності й однотипності різного роду макроекономічних процесів, вона ж породила фундаментальні відмінності між такими країнами, розширюючи глобальний монетарний і фінансовий простір у таких аспектах, як канали адаптації до шоків, домінанті монетарної політики, характер вразливості економіки, рівень доларизації, розвиток і модернізація фінансових ринків, характер негативних глобально значущих зовнішніх ефектів.

Водночас, попри таке розширення, можна побачити тенденцію відходу від моделі глобальної економіки за типом "центр — периферія" у напрямі формування моделі відносних домінуючих сфер, коли економічно розвинуті країни домінують у сфері генерування фінансових активів, меншої залежності національної монетарної політики від зовнішніх факторів, а країни з ринками, що виникають, — у сфері нагромадження валютних резервів, від чого залежать можливості глобальної економіки функціонувати у стані платіжних дисбалансів, а також тренди курсу між долларом та євро відповідно до вибору стратегії диверсифікації такими країнами валютної структури своїх значних, глобально значущих зовнішніх активів.

Рішення, які могли б пом'якшити проблему глобальної фінансової дестабілізації, стосуються підвищення прозорості операцій із валютними резервами, заохочення формування валютних союзів країнами з ринками, що виникають, посилення координації у сфері модернізації фінансових систем, подальшої реалізації

структурних реформ, які підвищили б гнучкість економіки, розширення діапазону транспарентних коливань валютних курсів як передумови зменшення спекулятивних настроїв та гіпертрофії валютних резервів і кореспондуючих фінансових дисбалансів. Указані висновки можна повною мірою екстраполювати на вітчизняну економіку, на яку поширюється закономірність щодо швидкого нагромадження валютних резервів, обмеженої курсової гнучкості і браку структурних реформ.



Література

1. World Economic Outlook. IMF. — IMF. — Wash. D.C., 2004. — P. 184; World Economic Outlook. IMF. — IMF. — Wash. D.C., 2006. — P. 188.
2. Rogoff K. Globalization and Global Disinflation // Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole. Wyoming, 2003. — P. 77—112.
3. Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole. Wyoming, 2006. — P. 1—47.
4. How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. — IMF. — Wash. D.C., 2006. — P. 97—134.
5. Козюк В.В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. — Тернопіль: Астон, 2005. — 320 с.
6. Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting Is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Papers. — 2006. — № 12711. — P. 1—31.
7. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Financial Integration and Macroeconomic Volatility // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/50. — P. 1—27.
8. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Volatility and Comovement in a Globalized World Economy: An Empirical Exploration // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/246. — P. 1—37.
9. Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. — Wash. (D.C.): IMF, 2005. — P. 109—156.
10. Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. Examining Global Imbalances // Finance and Development. — 2006. — March. — Vol. 43. — № 1. — P. 1—14.
11. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. — 2000. — № 7993. // www.nber.org.
12. Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. — 2000. — № 8006. // www.nber.org.
13. Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — № 193. — P. 1—61.
14. Кенен П. Теория оптимальных валютных зон: эклектический подход // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 92—116.
15. Global Financial Stability Report. — Wash. (D.C.): IMF, 2003. — P. 121.
16. Global Financial Stability Report. — Wash. (D.C.): IMF, 2006. — P. 95.
17. White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macroeconomic Stabilization Framework // BIS Working Papers. — 2006. — № 193. — P. 2—20.
18. Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century // BIS Working Papers. — 2006. — № 216. — P. 2—28.
19. Mendoza E., Quadrini V., Rios-Rull J.-V. Financial Integrations, Financial Deepness and Global Imbalances // IMF, 7th Jacques Polak Annual Research Conference. — 2006. Nov. 9—10. — P. 1—34.
20. How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? // World Economic Outlook. Sept. Chapter 4. IMF. — IMF. — Wash. D.C., 2006. — P. 1—34.
21. Obstfeld M. External Adjustment // NBER Working Paper. — 2004. — № 10843. // www.nber.org.
22. Gourinchas P.-O., Rey H. International Financial Adjustment // NBER Working Paper. — 2005. — № 11155. // www.nber.org.
23. Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. — 2005. — wp/05/198. — P. 1—17.
24. Aizenman J., Lee J. Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding // IMF Working Paper. — 2006. — wp/06/280. — P. 1—22.
25. Aizenman J., Riera-Crichton D. Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration // NBER Working Paper. — 2006. — № 12363. — P. 1—38.
26. Caballero R. On the Macroeconomics of Asset Shortages // NBER Working Paper. — 2006. — № 12753. — P. 1—16.
27. Козюк В. Монетарна політика в глобальних умовах. — Тернопіль: Підручники та посібники, 2007. — 192 с.
28. Aghion Ph., Bacchetta Ph., Ranciere R., Rogoff K. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development // NBER Working Paper. — 2006. — № 12117. // www.nber.org.