

ГЛОБАЛІЗАЦІЯ ТА МАКРОСТРУКТУРНІ ІМПЕРФЕКЦІЇ ПРИПЛИВУ КАПІТАЛІВ



Віктор Козюк, завідувач кафедри економічної теорії
Тернопільського національного економічного універси-
тету, доктор економічних наук, професор

Структурні зрушення, зумовлені реформами фінансового сектору в багатьох країнах світу, породжують складну конфігурацію глобальної фінансової інтеграції та формування єдиного фінансового континууму світу. Підвищення ефективності макроекономічної політики та її інституціонального забезпечення в країнах з ринками, що виникають, з одного боку, а також поглиблення та модернізація фінансових систем в розвинутих країнах, з іншого боку, породжують системну неоднорідність глобального фінансового простору. Поява таких нових форм глобальної макрофінансової нестабільності, як проциклічність фінансової системи, коливання динаміки глобальної ліквідності, зміни курсових паритетів резервних валют, впливає на поведінку глобальних потоків капіталу. Масштабні глобальні потоки капіталу стають невід'ємним елементом подальших кризових потрясінь.

Якщо ще недавно із гнучкістю валютних курсів та загальною макроекономічною стабільністю асоціювалась можливість пристосуватись до змін в потоках капіталів, то практично усі 2000-ні роки продемонстрували неоднозначність ефективності традиційних макроекономічних інструментів, що застосовуються для нейтралізації негативних наслідків припливу глобальних капіталів на окремі, відносно неглибокі, ринки. Пошук нових, більш складних механізмів запобігання проблемі перегріву внутрішньої кон'юнктури внаслідок збільшення зовнішніх вкладень в економіку наразі тільки обговорюється, окреслюються контури інтегрованої макрофінансової моделі економічної політики (контрциклічні вимоги до мінімальних рівнів власного капіталу фінансових інституцій, реакція фіскальної політики на дефіцит платіжного балансу, збалансована реакція центробанків на експансію вартості активів тощо). Однак існує низка макроструктурних проблем у сфері фінансової глобалізації, які демонструють наявність істотних імперфекцій в процесі розкручування спіралі глобальних потоків капіталу та пристосування до них на рівні окремої країни, що робить актуальним дослідження у цьому напрямі.

Напрацювання економічної науки щодо предметної царини глобальних потоків капіталу є достатньо значними, однак від цього не менш суперечливими. Якщо в чистих неокласичних моделях мобільність капіталів розглядається як ознака вирівнювання рівноважних цін, то глобалі-

зація та системна неоднорідність глобальної фінансової інтеграції відображає більш обережне ставлення до проблеми. Наприклад, досить впливовою є позиція, згідно з якою позитивні зрушення в економіці країн-реципієнтів відбуваються тільки внаслідок сформованого порогу інституціональних перетворень¹. Однак, такий підхід демонструє скоріше прагматичні узагальнення щодо проблеми вибору оптимальної стратегії фінансової відкритості глобальній інтеграції, ніж відображає наявність глобально-центричних імперфекцій у сфері потоків капіталу та обмеженого національно-центричного інструментарію боротьби з ними. Іншим впливовим напрямом дослідження феномену негативних наслідків масштабних потоків капіталу є виявлення алгоритму криз за типом “раптова зупинка” (*sudden stop*). Тут простежується чітка апологія стосовно того, що припливи капіталу розігривають внутрішню кон’юнктуру, забезпечують експансію споживання, завдяки чому відбувається реальна переоцінка валюти і погіршення платіжного балансу. Країна потребуватиме дедалі більшого притоку капіталу для фінансування дефіциту поточного рахунку та внутрішнього споживання саме тоді, коли інвестори будуть найменше впевнені у її спроможності підтримувати валютний курс. Звідси для початку кризи достатньо зупинки припливу капіталів, навіть не відпливу². При цьому є чіткі історичні свідчення, що припливи капіталу створюють більш потужні номінальні, ніж реальні ефекти, у зв’язку з чим є потенційно небезпечними³.

Виявлення феномену криз за типом “раптова зупинка” стало своєрідним вододілом у сфері теоретизації ефективної моделі макроекономічних реакцій у глобально інтегрованому світі, вразливому до реверсів у масштабних потоках капіталів, підтверджуючи вагомість факту імперфекцій ринків капіталу (наприклад, з інформаційного погляду)⁴. Так, ранні дослідження проблеми мобільності потоків капіталу зазнавали потужного впливу так званої гіпотези “спорожнення середини” (теза А. Свободи про те, що в умовах глобальної мобільності капіталів життєздатними є полярні режими валютних курсів), внаслідок чого сформувалась яскраво виражена апологетика щодо гнучких валютних курсів як найбільш дієвого макроекономічного інструмента пристосування країни до припливів та відпливів короткострокових інвестицій. Зокрема, тут чітко простежується наголос на неефективності політики стерилізації, яка є невдалим способом замаскувати суперечливі цілі макроекономічної політики⁵. Азійська криза також дала емпіричний матеріал для аргументів на ко-

¹ Ayhan Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J. *Financial Globalization: A Reappraisal* // IMF Working Paper. — 2006. — WP/06/189. — P. 1–92; Ayhan Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J. *Financial Globalization: Beyond Blame Game* // IMF Finance and Development. — 2007. — Vol. 44. — № 1. — P. 1–11; Fischer S. *Financial Market Liberalization* // Financial Globalization. Fifth BIS Annual Research Conference, 19–20 June 2006 // BIS Paper. — 2006. — № 32. — P. 4–11.

² Calvo G., Reinhart C. *When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options* // *Reforming the International Monetary and Financial System*. / Ed. by P. Kenen and A. Swoboda. — Washington D.C.: IMF, 1999. — P. 175–201; Calvo G. *Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop* // *Journal of Applied Economics*. — 1998. — Vol. 1. — P. 35–54.

³ Bordo M., Cavallo A., Meitzner Ch. *Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization* // NBER Working Paper. — 2007. — № 13489 [El. resource]. — URL: www.nber.org.

⁴ Calvo G., Mendoza E. *Capital-Market Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach* // *American Economic Review: Papers and Proceedings*. — 2000. — May. — P. 54–72.

⁵ *Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World* // IMF Occasional Papers. — 2001. — № 193. — P. 1–61.

ристь того, що гнучкість валютного курсу дає змогу швидко нейтралізувати спекулятивні потоки капіталу, знижуючи схильність економіки до морального ризику⁶.

Альтернативою поглядам про ефективність плаваючих курсів як засобу боротьби з портфельними переливами капіталів є дискурси, об'єднані ідеєю "страху перед плаванням"⁷. У них наголошується на тому, що коливання курсів є небажаним у зв'язку зі структурою фінансового сектору та його вразливістю до проблеми доларизації. Деяко відмінний ракурс репрезентований ідеєю про те, що підтримання відносно сталого реального ефективного курсу є потужним інструментом стимулювання економічного зростання в країнах, що розвиваються, завдяки чому припливи капіталів краще поглинати завдяки збільшенню валютних резервів⁸, адже фінансова система неспроможна компенсувати шоки⁹.

Дискусії з приводу глобальних фінансових дисбалансів також спонукали до рефлексій з приводу проблеми потоків капіталу. Однак відмінність від ранніх досліджень та позицій тих учених, що наголошують на певних структурних детермінантах схильності до курсової негнучкості в країнах з ринками, що виникають, полягає у тому, що в такій літературі наголошується на безпрецедентних масштабах припливу капіталів, а також на тому, що значні успіхи країн з ринками, що виникають, у сфері реформування макроекономічної політики та фінансової системи уможливають такі масштабні припливи¹⁰. Більше того, масштаби таких припливів ставлять під сумнів можливість застосування традиційного механізму курсової гнучкості. Зокрема, підвищення валютного курсу не завжди вичерпує приплив капіталу, але загрожує зовнішній конкурентоспроможності, погіршує стан у сфері фінансової доларизації та призводить до зростання вартості активів. Але збереження сталого валютного курсу тільки акселерує динаміку зростання вартості активів. Завдяки цьому з'являється низка глобально-центричних системних імперфекцій, які загрожують можливостям підтримання глобальної макрофінансової стабільності. Заниження глобальних процентних ставок, фінансові дисбаланси, експансія глобальної ліквідності можуть бути зведені до проблеми глобального зростання валютних резервів як наслідку припливу масштабних потоків капіталу і навпаки¹¹.

Якщо ж говорити про нові підходи до інструментарію нейтралізації негативних наслідків масштабного припливу капіталів, то тут в основно-

⁶ Eichengreen B., Hausmann R. *Exchange Rate and Financial Fragility* // NBER Working Paper. — 1999. — № 7418. — P. 1–54.

⁷ Calvo G., Reinhart C. *Fear of Floating* // NBER Working Paper. — 2000. — № 7993 [EL resource]. — URL: www.nber.org; Calvo G., Reinhart C. *Fixing for Life* // NBER Working Paper. — 2000. — № 8006 [EL resource]. — URL: www.nber.org.

⁸ 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 [EL resource]. — URL: www.nber.org.

⁹ Aghion Ph., Bacchetta Ph., Ranciere R., Rogoff K. *Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development* // NBER Working Paper. — 2006. — № 12117 [EL resource]. — URL: www.nber.org; Mody A., Rogoff K. *Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Countries Versus Advanced Economies* // NBER Working Paper. — 2004. — № 10673 [EL resource]. — URL: www.nber.org; Prasad E., Rogoff K., Wei Sh. J., Ayhan Kose M. *Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries* // NBER Working Paper. — 2004. — № 10942 [EL resource]. — URL: www.nber.org.

¹⁰ *Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications* // Bank of England Financial Stability Review. — 2005. — Dec. — P. 94–102; *Managing Large Capital Inflows. Chapter 3* // IMF. *World Economic Outlook*. — 2007. — P. 1–29.

¹¹ Козюк В.В. *Монетарні засади глобальної фінансової стабільності*. — Тернопіль: THEU: Економічна думка, 2009. — 728 с.

му наголошується на тому, що скоординований вплив монетарної та фінансової політики на обмеження сукупного попиту, застосування вимог до мінімального обсягу банківського капіталу не з регуляторною, а з макроекономічною метою тощо має передбачати обмеження впливу на платіжний баланс з боку експансії внутрішнього кредиту, зростання вартості активів, які розігрівають внутрішнє споживання¹². На тому, що приплив капіталу погіршує зовнішню рівновагу, слід зробити особливий акцент, у зв'язку з тим, що зміни валютного курсу зберігають свою обумовленість очікуваними можливостями фінансувати дефіцит поточного рахунку, завдяки чому курсовий обвал внаслідок відпливу капіталів не просто вирівнює платіжний баланс, але й загрожує фінансово-банківською кризою.

Однак, у названих дослідженнях чітко не зазначається, що факт швидкого погіршення платіжного балансу та підвищення вразливості країни до реверсів потоків капіталу формують ризики підтримання національної макрофінансової стабільності тим істотніше, чим більш виражено окрема країна потрапляє в епіцентр глобального рівноважного зростання в обсягах потоків капіталу. Бракує розвідок, у яких би робився наголос на структурних відмінностях між припливом капіталу на окремий ринок як глобально-центричним феноменом та припливом капіталів як спекуляцій до окремого ринку чи інструмента, що має відмінності за макрофінансовими наслідками.

Відповідно, наша мета — показати проблему неоднорідності процесу початку та завершення циклу припливу капіталів з позиції макрофінансової стабільності, продемонструвати, що є низка імперфекцій у системі глобальних потоків капіталу, які унеможливають побудову чіткої схеми макроекономічного реагування, або ж коли така схема буде наражати глобальну економіку на алокаційні спотворення. Також маємо довести, що існують певні ендогенні передумови для хвилеподібного зростання потоків капіталу. При цьому до макроструктурних імперфекцій припливу капіталів слід віднести те, що раціональна поведінка глобальних інвесторів та процес самонавчання дають змогу запобігати типологічному повторенню кризових явищ, але не самих криз, які під впливом глобальної фінансової інтеграції та раціональної поведінки породжують їх певну типологічну еволюцію.

Аналіз динаміки припливу капіталів до країн з ринками, що виникають, дає досить чітку схему. Циклічна модель чітко простежується завдяки тому, що фаза зростання обривається кризовим явищем, або будь-яким значимим стресом на фінансових ринках. При цьому рис. 1 засвідчує, що для глобальної економіки в цілому припливи капіталів стають елементом проциклічності фінансової системи. Чим більш інтегрованою вона є, тим більшою виявляється амплітуда коливань у масштабах припливу та відпливу капіталів.

Під час Азійської кризи, подій у Нью-Йорку у 2001 р. та глобальної фінансової кризи 2007—2009 рр. у структурі припливу капіталів просте-

¹² *Managing Large Capital Inflows. Chapter 3 // IMF. World Economic Outlook. — 2007. — P. 1—29; Zakharova D. One-Size-Fits-One: Tailor-Made Fiscal Responses to Capital Flows // IMF Working Paper. — 2008. — WP/08/269. — P. 1—27; Ghosh A., Goretti M., Joshi B., Ramakrishnan U., Thomas A., Zaldueño J. Capital Inflows and Balance of Payments Pressures — Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies // IMF Policy Discussion Paper. — PDP/08/2. — P. 1—19.*

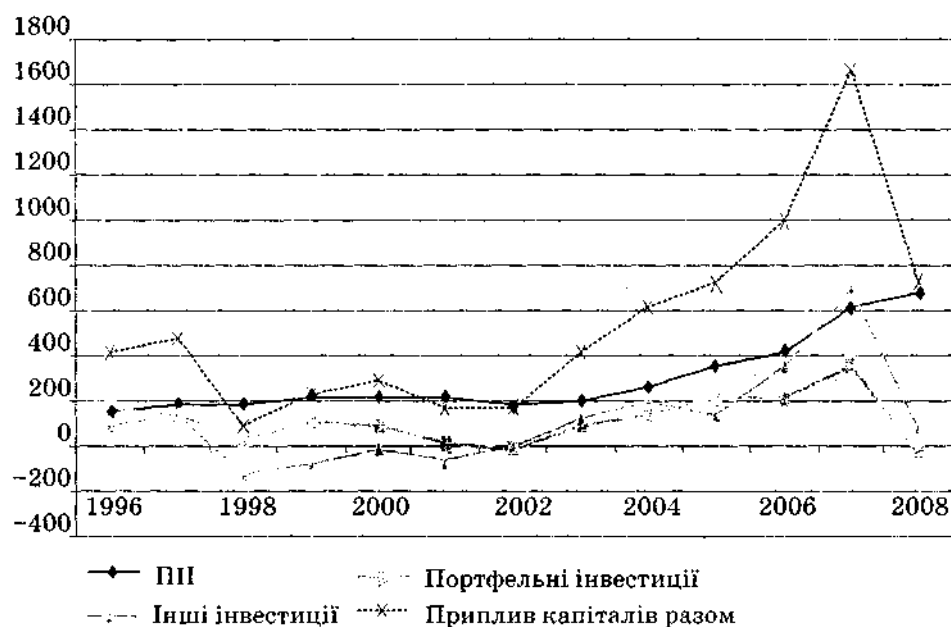


Рис. 1. Приплив капіталів у країни з ринками, що виникають, та в країни, що розвиваються, млрд дол. США*

* Побудовано за: *Global Financial Stability Report*. — Wash. (D.C.): IMF, 2009. — P. 180.

жуються майже однакові зміни. Напередодні криз приплив портфельних та інших інвестицій наздоганяє або випереджає ПІ, але під час криз їх рівень падає настільки, що фактично тільки ПІ забезпечують фізичні обсяги припливу. При цьому вже з 2002 р. починає формуватися безпрецедентна за своїми масштабами хвиля припливу капіталів, а обсяг інших інвестицій у рік початку кризи вперше перевищив обсяги ПІ, засвідчуючи, що переливи капіталів є елементом глобальних фінансових дисбалансів. Так, рис. 2. чітко демонструє, що зростання обсягів чистих приватних фінансових потоків посилюється тою мірою, якою розширюється диференціал платіжних позицій дефіцитних та профіцитних країн в глобальній економіці. Також саме зі зростанням припливу капіталів чітко корелюють екстремуми функції нагромадження валютних резервів країн з ринками, що виникають, що засвідчує прямий вплив припливу на тенденції у сфері глобальної грошової пропозиції, а експансія резервів, знижуючи глобальні процентні ставки, підвищує глобальний попит на активи. Внаслідок цього між глобальним зростанням вартості активів та зростанням обсягів припливу капіталів виникає самопідтримуваний зв'язок. Це можна проілюструвати принципами замкненого кола: зростання потоків капіталу — зростання вартості активів — нові можливості для капіталізації курсових різниць — зростання попиту на активи — зростання потоків капіталу.

Таке замкнене коло, однак, залишає без відповіді питання про те, що індукує зростання глобальних потоків капіталу. Одним із варіантів відповіді на це питання є цикл процентних ставок у провідних країнах, перш за все, у США. Відповідно, зниження процентних ставок ФРС розігриває глобальні потоки капіталу, а підвищення — заохочує повернення

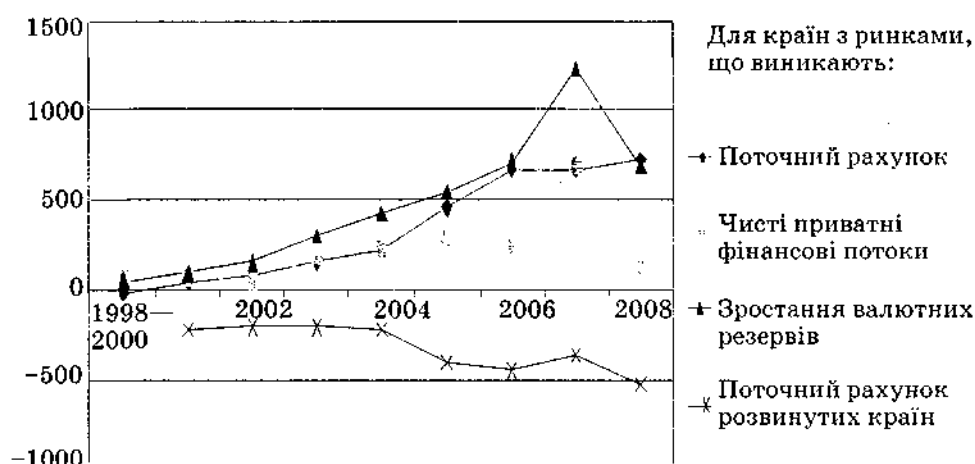


Рис. 2. Поточний рахунок, чисті фінансові потоки та валютні резерви країн з ринками, що виникають, у глобальній економіці, млрд дол. США*

* Побудовано за: *World Economic Outlook*. — Wash. (D.C.): IMF., 2009 (October). — P. 186, 192, 194.

капіталів¹³. Втім, поза дослідницьким фокусом залишаються багато проблем. Сьогодні доречніше говорити не стільки про розрив у процентних ставках у розвинутих країнах та країнах з ринками, що виникають, скільки про додаткові можливості диверсифікації у глобальному фінансовому просторі та загальний рівень нестабільності. Це дає можливість уникнути проблеми виходу фінансових інструментів країн з ринками, що виникають, з класу вузькоспеціалізованого сегмента ризикових операцій. Якщо говорити про проблему низьких процентних ставок, то вона б сама по собі не створювала передумов для розкручування спіралі глобальних потоків капіталу, якби не факт пошуку дохідності (*yield-seeking*).

Пошук дохідності як структурний зсув виникає на перетині процесу модернізації фінансових систем, коли рівень конкуренції у фінансовому секторі різко зростає, та процесу виникнення довгострокової тенденції до підтримання цінової стабільності, завдяки якій номінальні процентні ставки у світі знизились до рекордних рівнів¹⁴. Більш складна схема сегментації глобального фінансового простору також може зумовлювати структурний характер процесу пошуку дохідності. Наприклад, країни з нижчими доходами, експортуючи капітал, віддають перевагу високоякісним активам з фіксованим доходом, завдяки чому мотивація до збереження вартості капіталів, які не можуть бути продуктивно використа-

¹³ Саме така схема сформувалась в уявленні багатьох дослідників на підґрунті даних за 1980–1990-ті рр. (Див., наприклад: Reinhart C., Reinhart V. *What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility*. — NBER Working Papers. — 2001. — № 8535. — P. 1–52; Frankel J., Roubini N. *The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises* // NBER Working Papers. — 2001. — № 8634. — P. 1–108.) Однак, це коректно тоді, коли існують істотні відмінності у циклах процентних ставок у провідних країнах та решті світу. Коли ж світ стає дедалі більш інтегрованим, глобально-центричні фактори поведінки ліквідності та процентних ставок породжують відносно спільні тенденції у поведінці вартості активів, завдяки чому припливи та відпливи капіталів відображатимуть сегментацію ринку.

¹⁴ Bordo C., English W., Filardo A. *A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy* // BIS Papers. — 2003. — № 19. — P. 1–59; Bordo C., White W. *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes* // BIS Working Paper. — 2004. — № 147. — P. 1–51.

ні вдома, навіть за різниці у рівні факторних доходів, допускає можливості інвестування у низькодохідні, але якісні активи. На відміну від країн з низькими доходами, розвинуті країни, експортуючи капітал, керуються мотивацією одержання додаткової дохідності та диверсифікації. Зокрема, для економіки США характерна ситуація вкрай високого рівня домашнього зміщення щодо національних облігацій та вкрай низького рівня домашнього зміщення щодо акцій¹⁵.

Іншим ендегенним фактором генерування масштабних припливів капіталу є процес фінансової інтеграції, який дедалі більше звужує можливості для інвестування на ринках, що не корелюють між собою. Глобальна фінансова інтеграція передбачає збільшення доступних інструментів для інвестування¹⁶, завдяки чому можливості побудови ефективних диверсифікованих портфелів підтримуються в міру збільшення пропозиції нових інструментів та відкриття нових ринків. Це породжує парадоксальну ситуацію ендегенного попиту на нові й нові інструменти та ринки тільки тому, що вони не одразу потрапляють у зону впливу підвищення рівня кореляції поведінки цін на активи та процентні ставки. Звідси можна умовно поділити глобальний фінансовий ринок на "знайомий" та "новий", або краще сказати "нещодавно відкритий". Перший характеризується досить високим рівнем кореляції завдяки тривалому перебуванню в межах тенденції до фінансової інтеграції. Його перевагою буде те, що він забезпечує інвестування у відносно відомі, але передбачувані активи. Утім, такий портфель може бути вразливий до системних криз. Другий характеризується тим, що він може бути джерелом можливостей побудови більш ефективного диверсифікованого портфеля, але із вищою невизначеністю поведінки складової, яка забезпечує таку диверсифікацію. Такий портфель може бути менш вразливим до системного стресу, завдяки наявності некорельованої складової. Звідси випливає, що глобальне інвестування постійно потребує нових джерел вкладання коштів, що тільки підсилюється пошуками дохідності. Природно, що приплив капіталів у країни з ринками, що виникають, відображатиме: 1) їх зростаюче значення в глобальній економіці; 2) пошук нових доступних інструментів для диверсифікації; 3) пошук дохідності; 4) зростання фізичних обсягів припливу завдяки зростанню вартості активів. В сукупності це означає, що швидкість відновлення обсягів припливу капіталів не обов'язково має бути чутливою до певного екзогенного фактора, як то рівень процентних ставок, що встановлюється провідними центробанками, або фаза ділового циклу в розвинутих країнах. Екзогенний характер припинення припливу капіталів, асоційований з кризами, може бути зведений до того, що в умовах глобальної диверсифікації інформаційна ефективність ринку має тенденцію до зниження (інформаційні імперфекції ринку). Через це переоцінка одного з ринків стає резонансною для усієї глобальної економіки: приплив капіталів припиняється, а спреди різко підвищуються, ускладнюючи проблему зовнішнього фінансування та підтримання макрофінансової стабільності. Однак кількість ринків, які опинились у стані переоцінки, слід вважати похідною від масштабів

¹⁵ Детальніше про це див.: Козюк В.В. *Монетарні засади глобальної фінансової стабільності*. — Тернопіль: ТНЕУ: Економічна думка, 2009. — С. 205—215.

¹⁶ Wagner H., Berger W. *Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers*. — 2002. — Oct. — P. 1—40.

потоків капіталу, або ж наслідком експансії глобальної ліквідності. Цей ефект, а також неоднорідність факторів формування висхідної та спадної фаз циклу припливу капіталів слід пов'язувати із серйозними проблемами як у сфері раціональної поведінки глобальних інвесторів, так і у сфері макроекономічної політики.

Так, якщо звернутися до найбільш значимих для глобальної економіки кризових потрясінь, починаючи з кризи міжнародної ліквідності, можна виділити чіткі структурні цикли, обумовлені змінами типологічного характеру криз (табл. 1).

Таблиця 1. Еволюція типологічного характеру глобальних фінансових криз: роль припливу капіталів та подальші структурні реформи

Період. Криза	Поведінка потоків капіталу; об'єкт переоцінки вартості	Структурні реформи
1981— 1982 рр. Криза зовнішнього боргу країн третього сві- ту та криза міжнарод- ної ліквід- ності	Зовнішнє фінансування було визначальним елементом підтримання економічного зростання в умовах підтримання зовнішнього та внутрішнього дефіциту. Нафтові шоки посилювали залежність від припливу капіталів (офіційними каналами та каналами банківського кредитування). Валютні курси виявились істотно завищеними та несумісними зі зростаючою конкуренцією на зовнішніх ринках, спричиною падінням цін на сировину внаслідок консервативної монетарної політики в розвинутих країнах	Початок реформ зі структурної адаптації та макроекономічної стабілізації. Завдяки їм зросла відкритість до міжнародних потоків товарів та капіталів (особливо ПІІ). Такі реформи відкрили шлях для включення країн, що розвиваються, у процеси глобалізації, які щойно активізувались, розширюючи можливості вивезення капіталів та міжнародних інвестицій
1994 р. Мексикан- ська криза 1998 р. Російський дефолт. 1996— 1999 рр. Потрясіння на ринках державного боргу май- же усіх кра- їн з ринка- ми, що ви- никають	Структурні реформи фінансового сектору в країнах з ринками, що виникають, уможливили інвестиції нерезидентів у внутрішні боргові інструменти, що започаткувало довгострокову тенденцію глобальної інтеграції ринків грошей та капіталів. Практично в усіх випадках розігрів внутрішньої кон'юнктури та підвищувальний тиск на валютний курс спричинявся портфельними інвестиціями на ринку державного боргу, тягнучи за собою переоцінку валютного курсу та подальшу боргову кризу й обвал валют	Початок другої хвилі реформ у макроекономічній політиці та її інституціональному забезпеченні. Поширення правил політики, кодексів та найкращих практик у сфері публічних фінансів та діяльності центробанків. Реформування публічних фінансів, посилення акценту на збалансованості бюджету та запровадження фіскальних правил для бюджетного дефіциту та державного боргу. Зміцнення незалежності центральних банків, пошук шляхів виходу із небезпечної моделі таргетування одразу грошової маси та валютного курсу, що виявилась нежиттєздатною в умовах наростаючої мобільності капіталів

Закінчення табл. 1

Період. Криза	Поведінка потоків капіталу; об'єкт переоцінки вартості	Структурні реформи
1997— 1998 рр. Азійська криза	Зростання глобального значення азійських корпорацій та банків уможливило масштабні запозичення з їхнього боку. Практика обмежено гнучкого валютного курсу захоувала зовнішні запозичення. Зростання обсягів припливу капіталів у державний та приватний сектори зумовило вразливість цілого регіону до криз за типом “раптова зупинка”. Криза виникла на тлі хороших макроекономічних результатів. Переоцінка ефективності приватних запозичень та валютного курсу	Масштабні реформи у сфері прозорості та прозорості приватних ринків капіталу та корпоративних запозичень. Продовження структурних реформ макроекономічної політики. Зміцнення орієнтації на плаваючі курси як основний інструмент боротьби з короткостроковими спекулятивними передивами капіталів. Орієнтація монетарної політики на цінову стабільність. Запровадження механізмів екстреного фінансування з боку МВФ
2000— 2001 рр. Крах ринку нової економіки та корпоративні скандали	Швидке відновлення глобальних потоків капіталу після Азійської кризи пов'язане з переорієнтацією з боргових ринків на корпоративні. Переоцінка вартості високотехнологічних компаній, що потягнула за собою переоцінку усього ринку та його різку корекцію	Удосконалення стандартів щодо публічної звітності корпорацій, посилення нагляду за компаніями з високим рівнем левериджу. Удосконалення механізмів оцінки вартості компаній з низьким рівнем забезпеченості фізичними активами. Популяризація “відповіді Грінспена”: центробанк реагує на фінансові бульбашки тільки тоді, коли вони луснули і загрожують стисненням ліквідності фінансовим ринкам, що може поглиблювати ВВП-розрив
2007— 2009 рр. Глобальна фінансова криза	Між експансією глобальної ліквідності та припливом капіталів у безпрецедентних обсягах формується самопідтримуваний зв'язок. Зростання вартості практично усіх активів. Найбільш слабким місцем виявилась переоцінка ринку нерухомості внаслідок завищення очікувань щодо майбутніх доходів домогосподарствами	Реформування фінансової системи на основі посилення нагляду за ринком складних фінансових інструментів. Розробка систем макрофінансового нагляду за формуванням активів та зобов'язань на системному рівні. Пошук варіантів інтеграції фінансових регуляторних інструментів з операційним каркасом монетарної політики, зорієнтованої на забезпечення цінової стабільності

В усіх випадках зростання припливу капіталу напередодні кризи завершувалося потрясінням, після якого розпочиналась нова фаза припливу капіталу, яка, однак, збігалась у часі зі структурними реформами у сфері макроекономічної політики та функціонування інституцій

(табл. 1). У зміні типологічного характеру циклічного повтору криз можна побачити факт певного самонавчання та раціональної поведінки, коли ті чи інші прогалини в макроекономічній політиці та поведінці ринків коректуються задля запобігання кризам у майбутньому. Найбільш важливим тут є те, що таке самонавчання стосується як суспільств (урядів та центральних банків), так і ринкових агентів. Перші “самонавчаються” шляхом реформування макроекономічної політики та модернізації її інституціонального підґрунтя, регуляторних новацій, зорієнтованих на підвищення транспарентності, відповідальності та підтримання стабільності в пруденційному (мікроекономічному) та макрофінансовому розумінні. Аналогічно це можна екстраполювати на еволюцію глобальної фінансової архітектури та удосконалення механізмів координації міжнародної економічної політики. Другі “самонавчаються” на основі розширення аналітичних можливостей і, що найголовніше, — на основі більш швидкого реагування на знайомі патерни макрофінансових ситуацій, завдяки чому процеси ринкової корекції можуть запускатися швидше, запобігаючи ескалації криз. Аналогічно уряди та центробанки також схильні більш швидко реагувати на знайомі їм випадки вірогідної дестабілізації.

Така схема дає можливість зрозуміти, чому типологічний характер криз не йде один за одним, зберігаючи багато спільних моментів, одним з яких є приплив капіталів і перегрів фінансового сектору та внутрішнього споживання. Водночас така схема відображає істотну теоретичну проблему інтерпретації очікувань в економіці. Сам факт “самонавчання” і пов’язані з ним зміни в економічній поведінці розробників макрополітики та ринкових гравців безумовно свідчить на користь того, що вони діють раціонально (хоча часто формування очікувань на основі самонавчання вважається адаптивним). Зокрема, це стосується того, що отримані нові знання про економіку та типологію криз є фактором відносно швидкої корекції рішень, ринків, зміни макроінструментів, а моделі поведінки вибудовуються з урахуванням того, що і ринки, і макроекономічні органи мають близькі уявлення про характер помилок, які можуть призвести до криз, та емпіричну форму їх прояву. Втім, те, що кризи повторюються і мають однозначно подібний набір тенденцій напередодні настання, є свідченням того, що процес самонавчання не гарантує уникнення потрясінь, оскільки вони актуалізуються у відмінних типологічних формах, про що стає відомо тільки *post priori*. Тенденція до підвищення системної складності, що відповідає логіці еволюції фінансової глобалізації, тільки посилює ефект неможливості чіткого сприйняття кризогенних факторів, оскільки їх неможливо зіставити з набутими знаннями. Завдяки цьому ефективність раціональної поведінки щодо самонавчання послаблюється внаслідок дії ефектів примноження системної складності.

Що ж до теоретичних дискусій про обмеження принципу раціональності, то слід визнати збереження проблеми інтерпретації. Якщо не бракує свідчень про спільні тенденції напередодні криз (приплив капіталів, погіршення платіжного балансу, експансія споживання, перегрів у фінансовому секторі тощо), то або економічні агенти стають ірраціонально схильні до ризику, а розробники макрополітики не бажають адекватно відреагувати у зв’язку з політико-інституціональними обставинами, або

вони схильні вважати, що кожен історичний момент є достатньо унікальним, і завжди знайдуться нові впливові тенденції, спроможні нейтралізувати кризогенні фактори. У випадку, коли такі ситуації можна звести до раціональної поведінки, слід визнати факт, що вона може співіснувати з імперфекціями ринків. Приплив капіталів тут є характерним прикладом. Якщо існують чіткі свідчення, що з припливом пов'язане розкручування механізму актуалізації кризи, то слід визнати, що завдяки ендогенності процесу генерування припливу капіталів фізичні обсяги останніх відновлюються і швидко примножуються, зокрема, завдяки впевненості, що структурні реформи макрополітики та у фінансовому секторі й нові знання унеможливають настання кризових явищ. Причому сприятливість глобальних монетарних та фінансових факторів визначає тільки швидкість та масштаби відновлення посткризових потоків капіталу.

Проблема раціональності поведінки та характер макроекономічної реакції на припливи капіталів також не є однаковими з позицій масштабу останніх та кількості країн, залучених у цей процес. Можна з упевненістю сказати, що локальне зростання припливу капіталів у обмежене коло країн набагато ближче за своїм змістом до спекулятивних переливів, у зв'язку з чим кожне наступне прирощення короткострокових інвестицій перетворюється у гру Понзі, оскільки економічні агенти, якщо вони раціональні, мають бути обізнані із перспективними наслідками цього — перегрівом споживання, фінансового сектору, завищення реального валютного курсу, що є прямим запрошенням до кризи.

Ситуація змінюється у випадку, коли практично більшість країн потрапляє в зону впливу глобальної експансії потоків капіталу, а їх масштаби є глобально значимими, що відображає не стільки спекуляції на окремих ринках, скільки перехід на вищий рівноважний рівень у глобальному вимірі. Якщо у першому випадку процентна політика провідних центробанків може бути сприятливим підґрунтям для розкручування маховика спекуляцій, то в другому цього явища не достатньо. Необхідною умовою буде експансія глобальної ліквідності, формування тенденції до чого з'являється на перетині монетарних взаємин між провідними профіцитними та дефіцитними країнами. Зміна ставлення до ризику під впливом тривалого зниження процентних ставок також відіграє не останню роль¹⁷. В цьому випадку дуже важко говорити про те, чи повинні раціональні економічні агенти усвідомлювати гру Понзі в контексті впливу припливу капіталів на релевантне зростання вартості активів, а не тільки валютного курсу. Більше того, якщо монетарна політика викликає довіру, а країна здійснює нагромадження резервів, запобігаючи номінальній ревальвації, то реальне підвищення курсу може виявитись незначним, і основним фактором експансії споживання буде не стільки валютний курс в розумінні переключення на товари імпорту, скільки доступність кредиту як відображення додаткових можливостей у фінансовому секторі генерувати масштабні зовнішні зобов'язання. Тут можна провести аналогію з парадоксом економічного зростання Р. Лукаса, згідно з яким економічні агенти можуть не розуміти різниці між зростанням

¹⁷ Про те, що м'яка монетарна політика може реально вплинути на зміну ставлення до ризику див.: Gambacorta L. *Monetary Policy and the Risk-taking Channel* // *BIS Quarterly Review*. — 2009. — Dec. — P. 43–53; Altunbas Y., Gambacorta L., Marques-Ibanez D. *Does Monetary Policy Affect Bank Risk-taking?* // *BIS Working Paper*. — 2010. — № 298. — P. 1–35.

попиту на їхню продукцію та загальним зростанням інфляційного попиту, внаслідок чого можливе тимчасове підвищення зайнятості та ВВП у відповідь на монетарні стимули. Так само і у випадку масштабних потоків капіталу. Окремі країни можуть не усвідомлювати, що зростання вартості активів та приплив капіталів є відображенням не стільки ставлення ринків до їх ефективної макроекономічної політики та сприятливих перспектив у майбутньому, скільки відображенням експансії глобальної ліквідності, яка стосується усіх (табл. 2).

Таблиця 2. Варіанти розвитку макрофінансової ситуації залежно від обсягів глобальних потоків капіталу та кількості залучених країн

Обсяги (масштаб) пото- ків капіталу	Кількість залучених країн	
	Незначна	Значна
Значні	Приплив капіталів може легко перетворитись у гру Понзі, оскільки розігрів обмеженого набору ринків є відносно легким за значного припливу капіталів. Спекуляцію можна одразу розпізнати у зв'язку з обмеженою кількістю ринків, яких це стосується. Основна макроекономічна реакція — гнучкість валютного курсу	Ситуація можлива в умовах експансії глобальної ліквідності. Приплив капіталів стає фактором роздування фінансової бульбашки та перебуває у самопідтримуваному зв'язку із глобальними фінансовими дисбалансами. Розігрів окремого ринку залежить від його глибини та можливих альтернатив (елітна нерухомість). Перегрів фінансового сектору та експансія споживання неминучі, але оскільки вони стосуються більшості країн, то негативні наслідки і ризики платіжного балансу актуалізуються із тривалим лагом. Лаг може розтягуватись у зв'язку із можливим відставанням від експансії ліквідності зростання реального ВВП. Основна макроекономічна реакція — обмежена гнучкість валютного курсу (для збереження конкурентоспроможності), координація фіскальної та монетарної політики для гальмування споживання, посилення регуляторних вимог до фінансового сектору
Незначні	Ситуація асоціюється із початковим етапом розвитку глобалізації. Капітал спрямовується на найбільш ефективні ринки. Вірогідність спекуляцій та перегріву незначна. Основна макроекономічна реакція — гнучкість валютного курсу	Висока конкуренція за залучення капіталів та істотна варіація спредів. Можливе завищення процентних ставок для приваблювання припливу капіталів. Така ситуація вірогідна в умовах стиснення глобальної ліквідності, завдяки чому приплив капіталів сприймається як сигнал для зростання вартості активів, що може випереджати реальне поліпшення економічної ситуації. Основна макроекономічна реакція — гнучкість валютного курсу

Аналогічно можна спостерігати відмінність ефективності використання гнучкого валютного курсу як важеля нейтралізації надмірного припливу капіталів залежно від конкретного випадку. Так, якщо в епіцентрі припливу капіталу окрема країна (або країни), досить легко перекласти тягар відповідальності за реверси в потоках капіталу на глобального інвестора (ревальвація зменшує дохідність валюти на вході, а девальвація — на виході). У світлі досвіду останніх подій можна з упевненістю говорити, що саме така модель вважалась ефективною реакцією на перші випадки зростання глобальних потоків капіталу у 1990-х роках і саме з цим асоціюється апологетика гнучкого валютного курсу як єдиного сумісного з мобільністю капіталів (за винятком жорстких фіксацій). Однак досвід 2000-х піддає сумніву таке бачення реакції на припливи капіталів. Проте такий скепсис не повинен торкатися сприйняття плавання як неправильної політики, а стосується необхідності розширення уявлення про базову макрофінансову модель глобальної економіки. Це означає, що на користь ухилення від ревальвації курсу внаслідок глобально-центричних масштабних припливів капіталу спрацьовує зростання рівня глобальної конкуренції внаслідок прив'язки провідними експортерами своїх валют до долара США та ефект конкурентного нагромадження валютних резервів. Тобто масштаби припливу можуть виявитись такими, що ревальвація має здійснюватися у межах, які явно не сумісні з глобальною конкурентоспроможністю, а сама ревальвація заохочує зовнішні запозичення та сприяє переобтяженню приватного сектора зовнішніми зобов'язаннями. Іншим виявом цієї проблеми є те, що переорієнтація глобальних потоків на ринки зі зростаючою вартістю активів, порівняно із орієнтацією на ринки з вищими ставками (наприклад, ринок державного боргу) суттєво обмежує дієвість ревальвації. Так, сама природа інструментів з фіксованим доходом передбачає, що валютна дохідність за ними є дуже чутливою до зміни валютного курсу в обидва боки. Зовсім інша справа, коли в епіцентрі припливу опиняється корпоративний ринок та ринок реальних активів, зростання вартості яких необмежене (на відміну від зростання вартості облігацій, яке часто обмежується номіналом). Звідси розігрітий ринок активів може гарантувати збереження високої валютної дохідності навіть за істотної ревальвації. Якщо ж брати до уваги глобально-центричні масштаби зростання вартості активів та припливу капіталів, то резонно припустити, що ревальвація сама по собі може виявитись недостатньою для нейтралізації негативних наслідків цих процесів. Схильність до збільшення резервів буде закономірною реакцією центробанків, які усвідомлюють вірогідність реверсів. Утім, це також не гарантує збереження макрофінансової стабільності, оскільки експансія резервів сприяє формуванню надлишкової ліквідності внутрішніх ринків та є додатковою гарантією для майбутніх припливів капіталу, що замикає коло. При цьому, у випадку відпливу капіталів, як показав досвід 2008 р., більшість країн віддає перевагу зниженню курсу, а не зменшенню резервів, хоча їх значення для запобігання девальвації зберігається лише тією мірою, якою напередодні кризи вдавалося контролювати погіршення поточного рахунку¹⁸.

¹⁸ Про вплив факторів на глибину девальвації під час кризи див.: Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. *Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008* // Paper to be presented at the ASSA Meeting, San Francisco, Jan. 3–5, 2009. — P. 1–15; Fratzscher M. *What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis* // ECB Working Paper. — 2009. — № 1060. — P. 1–42.

При цьому на користь необхідності ревальвації свідчить те, що вона таки спроможна завадити частині спекулятивних потоків капіталу. Найважливіше те, наскільки вона може стати сигналом того, що потенційне погіршення платіжного балансу внаслідок ревальвації інвесторам слід сприйняти як ризик подальших спекулятивних вливів. Невипадково під час глобальної фінансової кризи серед країн Центрально-Східної Європи найбільшою мірою з перегрівом вартості активів, подальшим більш глибоким обвалом фінансових ринків, ринків нерухомості та ВВП зіткнулися саме ті країни, які були більше схильні до фіксованого курсу. Звідси особливого значення набуває те, наскільки швидко експансія споживання та фінансова бульбашка, погіршуючи платіжний баланс і підвищуючи вразливість до реверсів у потоках капіталу, передаватиметься розширенню спредів. Іншими словами, наскільки процес припливу капіталів чутливий до реакції спредів на погіршення платіжного балансу внаслідок макрорфінансової експансії. Знову ж таки, у випадку, коли це стосується окремої країни або групи країн, слід очікувати, що реакція спредів та швидкість настання реверсів за типом “раптова зупинка” залишаються у передбачуваних межах. Економічні агенти досить швидко розпізнають вірогідність настання кризи, що і підтвердив досвід практично усіх 1990-х років. Однак, якщо це глобальна тенденція, посилена зміною ставлення до ризику (наприклад, завдяки зняттю підтримання низьких процентних ставок (див. вище)), то реакція спредів та “раптові зупинки” можуть відкладатись у часі невизначено довго. Криза 2007—2009 рр. тільки підтвердила це. Перегрітий ринок активів обвалився швидше, ніж відбулась валютно-фінансова криза, інспірована впливом капіталів, у будь-якій країні, яка мала значні проблеми із поточним рахунком. Це свідчить про те, що фінансові фактори можуть запускати механізм кризи навіть без прямої участі валютного курсу, оскільки на передній план виходить взаємозумовленість між потоками капіталу, експансією глобальної ліквідності та глобальними фінансовими дисбалансами.

Проявам макроструктурних імперфекцій масштабних припливів капіталу сьогодні практично неможливо протиставити чітку схему фінансового регулювання та нагляду. Почасти це обумовлено тим, що в умовах підтримання цінової стабільності та підвищення середніх доходів у глобальній економіці вартість активів стає більш чутливою до макроекономічних стимулів, ніж інфляція. При цьому принцип підтримання природного рівня завантаження виробничих потужностей, яке задається глобальним попитом, створює ситуацію, коли ті чи інші макроекономічні стимули, викликаючи реакцію вартості активів, запускають у дію потоки капіталу та поглиблюють глобальні дисбаланси. Звідси випливає, що основний акцент у сфері запобігання негативним наслідкам масштабних потоків капіталу має бути на: побудові механізмів системного контролю за поведінкою глобальної ліквідності, одним з яких може бути збільшення кількості глобально значимих валютних союзів із плаваючими курсами як протизвага нинішній моделі панування обмеженої кількості резервних валют; посиленні координації між країнами світу та МВФ щодо моніторингу динаміки глобальних змінних, поведінки потоків капіталу в цілому по глобальній економіці та для окремих країн; перебудові макроекономічних реакцій на глобально-центричні зрушення у сфері

потоків капіталу на основі поєднання певної курсової гнучкості, стримувальної монетарної та фіскальної політики та додаткового посилення регуляторних вимог до мінімального рівня капіталу фінансових інституцій. Також важливий моніторинг нових об'єктів для інвестицій, що можуть привести до переоцінки вартості окремих активів як передумови еволюції типологічних рис валютно-фінансових криз.

Висновки. Глобальні потоки капіталу спроможні сягати масштабів, коли традиційний національно-центричний інструментарій запобігання їх негативним наслідкам може давати збій. Багато в чому це обумовлено наявністю макроструктурних імперфекцій. Спостерігається збереження важливого значення факту ендегенного припливу капіталів у типологічній еволюції криз, яка відображає обмежену ефективність самонавчання й адаптації макроекономічного та інституційного регулювання з погляду неможливості спрогнозувати "слабке місце" у макрофінансовій системі в майбутньому. З погляду схильності до спекулятивної поведінки та ефективності застосування макроінструментів перешкодження спекулятивним переливам капіталу існують відмінні системні ефекти залежно від варіантів поєднання масштабу потоків капіталу та кількості країн, залучених у цей процес. Глобально-центричний характер поведінки потоків капіталу демонструє обмежену ефективність традиційного рецепту курсової гнучкості. Необхідний більш системний підхід, який би передбачав поглиблення глобальної монетарної інтеграції, посилення координації країн світу та МВФ щодо моніторингу поведінки глобальних потоків капіталу, комплексне застосування курсової гнучкості, стримувальної макрополітики та регуляторних вимог до фінансових установ на рівні окремої країни.