

## **МАКРОЕКОНОМІЧНІ НАСЛІДКИ ЕКСПОНЕНЦІАЛЬНИХ ТРЕНДІВ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ**

**В. КОЗЮК,**  
*доцент, доктор економічних наук*  
*(Тернопіль)*

Глобалізація породжує нові вигоди та проблеми для реалізації макроекономічної політики. Лібералізація потоків капіталу створила передумови для істотного полегшення фінансування дефіцитів платіжних балансів, що, у свою чергу, послабило потребу у внутрішньому пристосуванні до нових рівноважних умов функціонування відкритої економіки. Поряд з тим таке полегшення доступу до глобальних фінансових ресурсів породило іншу проблему – нагромадження фінансових дисбалансів. Останні демонструють схильність фінансових індикаторів (як правило, ними є валютні резерви, вартість фінансових активів, зовнішня позиція країни (валові та чисті зовнішні вимоги та зобов'язання)) до відхилення від тенденції, що кореспондує з рівноважними макроекономічними процесами у довгостроковому періоді.

Проблема глобальних фінансових дисбалансів особливо загострилася за останні роки. З одного боку, це період після Азійської кризи, а з іншого – пері-

од, що відображає нові імпульси розвитку глобальних фінансових ринків після періоду падіння капіталізації ринків нової економіки. Причому, якщо після Азійської кризи вважалося, що фіксовані валютні курси (чи валютні курси з обмеженими коливаннями) є основною причиною розвитку кризових тенденцій у глобальній економіці<sup>1</sup>, то сьогодні дедалі гостріше постає питання про те, що відкритість економіки якісно змінюється під впливом зростання зовнішніх вимог та зобов'язань<sup>2</sup>, експансії міжнародної ліквідності, нарощування значного зовнішнього дефіциту США і профіциту платіжних балансів, насамперед в Азії<sup>3</sup>. У таких умовах різко загострюється проблема швидкого пристосування до нової рівноваги під час зламу трендів фінансових агрегатів глобальної економіки (зовнішні позиції країн, динаміка внутрішніх ринків капіталу, валютні резерви), а також проблема підвищення залежності ефективності макроекономічної політики від очікувань інвесторів, внаслідок чого дослідження даних проблем стає особливо актуальним.

Сьогодні сформувався певний теоретичний погляд, відповідно до якого більшість зовнішніх дисбалансів є наслідками циклічної розбіжності макроекономічних позицій провідних країн світу. Нерівновага платіжного балансу виступає наслідком різної експансії сукупного попиту та потоків капіталу в розрізі країн, відмінних за темпами економічного зростання. При цьому існує певний поріг зовнішньої нерівноваги (емпірично він оцінюється у 5–7% поточного рахунку до ВВП), з досягненням якого розпочинається реверсна тенденція. У сукупності, згідно з даним підходом, нагромадження платіжних дефіцитів і пов'язаних з ними фінансових дисбалансів не є структурною проблемою для глобальної економіки<sup>4</sup>.

Альтернативний погляд подано у дослідженнях фахівців Банку міжнародних розрахунків (Базель), він дістав назву “ньюенвайронменталізм” (від англ. *new environment approach*). Згідно з ним, нагромадження фінансових дисбалансів у глобальних масштабах є структурною тенденцією, яка пов'язана з виникненням якісно нового середовища (*new environment*) – лібералізація потоків капіталу призвела до зростання можливостей у сфері розвитку фінансових трансакцій у глобальному вимірі, а реалізація монетарної політики стабільності цін позначилася на зниженні глобальних процентних ставок, що заохочує ризикову поведінку фінансових посередників<sup>5</sup>. У сукупності це призводить до того, що фінансові дисбаланси мають сприятливі структурні передумови для свого відтворення та подальшого прогресування, тоді як реально монетарна політика не має досить підойм для протидії їм у контексті того, що реакції центробанків на зростання вартості фінансових активів не є систематичними, адекватними та, більше того, бажаними<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Див.: Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility. “NBER Working Paper” № 7418, 1999, p. 1–54.

<sup>2</sup> Див.: Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. Examining Global Imbalances. “Finance and Development” Vol. 43, № 1, March, 2006, p. 1–14.

<sup>3</sup> Див.: Knight M. Challenges to Financial Stability in the Current Global Macroeconomic Environment. BIS Speeches, 2005. [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>4</sup> Див.: Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries. “Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers” № 692, 2000, p. 1–24; Debbelle G., Galati G. Current Account Adjustment and Capital Flows. “BIS Working Papers” № 169, 2005, p. 3–28.

<sup>5</sup> Див.: White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework. “BIS Working Papers” № 193, 2006, p. 2–20; Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroad? New challenges in the New Century. “BIS Working Papers” № 193, 2006, p. 2–28; Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy. “BIS Papers” № 19, 2003, p. 1–59.

<sup>6</sup> Дискусію з приводу цього див.: Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views. “BIS Papers” № 18, 2003, p. 1–30.

Незважаючи на це, існують підходи, згідно з якими глобальні дисбаланси не становлять істотної проблеми для макроекономічної політики та глобальної економіки. До них належать так званий підхід "Бреттон-Вудс 2" та підхід, відповідно до якого такі дисбаланси вписуються до рівноважної картини глобальної економіки. Що стосується першого погляду, то він відображає наявність імпліцитних домовленостей між США та азійськими країнами, насамперед Китаєм, про прив'язку курсів їхніх валют до долара, в результаті чого покриття бюджетного дефіциту та дефіциту платіжного балансу США було б відносно безпроблемним. Отже, відсутність зовнішнього пристосування американської економіки компенсується зростанням значних валютних резервів в Азії<sup>7</sup>. Відповідно, така прив'язка до долара дозволяє стимулювати експортоорієнтоване зростання, що особливо актуально у світлі девальваційного тренду поведінки самого долара<sup>8</sup>. Водночас існують і критичні погляди на те, що проблеми платіжних дисбалансів між США та Азією, які мають уже глобальний вимір, виступають результатом імпліцитних домовленостей<sup>9</sup>. Дещо відмінним є погляд Р. де Рато, згідно з яким експансія глобальних валютних резервів, насамперед в Азії, слугує відображенням намагання запобігти структурним реформам у фінансовому секторі, внаслідок чого такі резерви виконують страхову місію: уразливість фінансового сектору до нового ринкового оточення та ліберальної системи потоків капіталу компенсується наявними значними резервами, які можуть покрити практично будь-який вплив капіталу за інших рівних умов<sup>10</sup>.

Рівноважні моделі глобальних дисбалансів описують такі ситуації. Відмінні темпи економічного зростання та відмінна спроможність фінансових систем генерувати фінансові активи, які обслуговують реальні інвестиційні процеси, демонструють рівноважний характер низьких процентних ставок і значного домінування валюти країни із зовнішнім дефіцитом у глобальних портфелях активів, якщо в ній має місце швидке економічне зростання<sup>11</sup>. Рівноважний характер значного зовнішнього дефіциту США є результатом припливу капіталу відповідно до очікувань економічних агентів майбутньої вартості такого дефіциту (щодо світового ВВП) порівняно з поточною (у першому випадку таке співвідношення має бути нижчим). Інакше кажучи, значні темпи зростання американської економіки зменшують вартість дефіциту платіжного балансу США порівняно із світовим ВВП, внаслідок чого у будь-якому поточному періоді величина такого дисбалансу не сприйматиметься економічними агентами як загроза глобальній фінансовій стабільності. Водночас фактична величина поточного рахунку США, яка теоретично сприймається як безризикова, кореспондує з прогностичними даними щодо динаміки ВВП США, а не з фактичними даними зростання останнього<sup>12</sup>.

<sup>7</sup> Див.: Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System. "NBER Working Paper" № 9971, 2003. [www.nber.org](http://www.nber.org); Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries. "NBER Working Paper" № 10332, 2004. [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>8</sup> Див.: Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? BIS Speeches. [www.bis.org](http://www.bis.org); Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. "NBER Working Paper" № 10497, 2004. [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>9</sup> Див.: Goldstein M., Lardy N. China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity. Institute for International Economics Working Paper. 2005, WP 05-2, p. 1–20.

<sup>10</sup> Див.: Rato de R. The IMF's Medium-Term Strategy: New Priorities, New Directions. Remarks by R. de Rato Managing Director, International Monetary Fund At the Aspen Institute, Rome, Italy, February 9, 2006. IMF Speeches, 2006. [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>11</sup> Див.: Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates. "NBER Working Paper" № 11996, 2006. [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>12</sup> Див.: Engel Ch., Rogers J. The US Current Account Deficit and the Expected Share of World Output. "The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers" № 856, 2006. [www.federalreserve.org](http://www.federalreserve.org).

При цьому глобальні платіжні дисбаланси можуть вважатися такими, які описують не стільки рівноважні процеси, скільки структурні особливості сучасної глобальної економіки. Наприклад, чим більш розвинутим і глибоким є фінансовий ринок однієї країни порівняно з іншою, тим більшою мірою фінансовий сектор першої схильний до ризикової поведінки, а рівень заощаджень у ній знижується, адже розриви у споживанні та інвестуванні забезпечуються не через минулі та поточні заощадження, а завдяки можливості перерозподіляти фінансові активи та ризики. Внаслідок цього перша країна опиняється в ситуації з низьким рівнем заощаджень, високим поточним споживанням, платіжним дефіцитом, зростаючими чистими зовнішніми зобов'язаннями, але з високою нормою доходності на вкладений капітал. Тоді як друга – займає протилежну позицію. У підсумку це призводить до того, що дисбаланси самовідтворюються й самопідтримуються<sup>13</sup>. Дане дослідження будується на так званому фінансовому індексі, який відображає характер фінансової системи (тобто її розвиток від традиційної банківської до ринкової, де зростає роль фінансових посередників, фінансових ринків і домогосподарств як учасників фінансового ринку). Згідно з дослідженням, найбільш модернізовану фінансову систему серед розвинутих країн мають США, Канада, Великобританія, Австралія та Нідерланди<sup>14</sup>. Дані щодо трансформування фінансової системи зазначених країн кореспондують з характером їх зовнішньої нерівноваги, на чому, зокрема, чи не вперше наголосили фахівці Банку міжнародних розрахунків, порівнюючи характер схильності до ризику фінансової системи та зовнішні платіжні дефіцити розвинутих країн<sup>15</sup>.

Водночас в аналізованих позиціях не враховується динамічний характер дисбалансів та їх структурного взаємозв'язку. Так само повністю не враховується роль суб'єктивних факторів у процесах зовнішнього оточення макроекономічної політики. Відмінні структурні особливості найбільших складових глобальної економіки дозволяють побачити різні потенціальні вигоди від процесу пристосування до нових рівноважних умов у розрізі груп країн і регіонів, що вимагає відповідної дослідницької уваги.

Так, можна виділити *ряд фундаментальних тенденцій у сфері глобальних монетарних і фінансових процесів*. А той факт, що такі процеси можна описати експоненціальною функцією, говорить про значний ризик для глобальної стабільності.

*По-перше*, це прискорене зростання обсягів глобальних валютних резервів. Така тенденція має яскраво виражений експоненціальний характер, і дана функція найбільш динамічно зростає саме за останнє десятиліття (порівняно з періодом після 1965 р.) (див. рис. 1).

З одного боку, така експансія валютних резервів відображає якісні зміни у глобальній економіці (насамперед ті, які зумовлені переходом на вищий рівень мобільності капіталів та пов'язаними з цим імперфекціями ринків капіталів). Фактично це слугує відображенням реакції багатьох країн (у першу чергу з ринками, що виникають) на підвищення ризику у глобальному фінансовому середовищі<sup>16</sup>. Водночас азійські країни демонструють, що подальше нагрома-

<sup>13</sup> Див.: Mendoza E., Quadrini V., Rios-Rull J.-V. Financial Integrations, Financial Deepness and Global Imbalances. IMF. 7th Jacques Polak Annual Research Conference. November 9–10, 2006, p. 1–34.

<sup>14</sup> Див.: How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? "World Economic Outlook". Chapter 4. Sept., 2006, p. 1–34.

<sup>15</sup> Див.: White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macroeconomic Stabilization Framework. "BIS Working Papers" № 193, 2006, p. 2–20; Borio C. Зазнач. праця.

<sup>16</sup> Детальніше див.: Козюк В. Монетарна політика в глобальних умовах. Тернопіль, "Підручники і посібники", 2007, с. 104–109; Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence. "IMF Working Paper", 2005, wp/05/198, p. 1–17; Aizenman J., Lee J. Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of the International Reserves Hoarding. "IMF Working Paper" 2006, wp/06/280, p. 1–22.

дження валютних резервів втрачає економічну логіку і призводить до прямих втрат, навіть незважаючи на те, що резерви виконують страхову функцію<sup>17</sup>. З іншого боку, експоненціальне зростання валютних резервів у глобальній економіці є відображенням зростання дефіциту поточного рахунку США, швидко зростаючий характер якого почав спостерігатися також за останнє десятиліття (див. рис. 2).

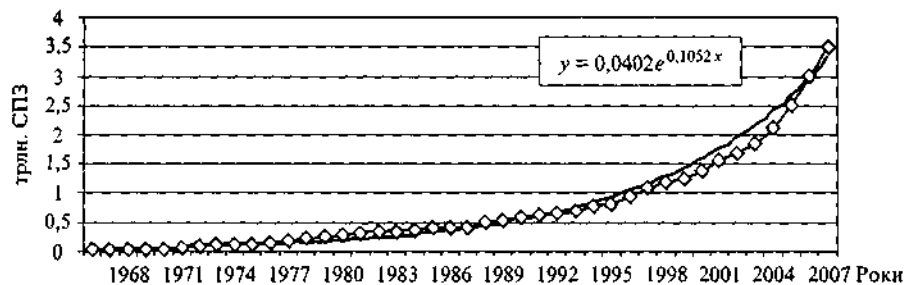


Рис. 1. Глобальні валютні резерви (за мінусом золота) \*

\* Джерело: IMF Annual Report. 2004. Wash., D.C.: IMF, 2004, p. 102-103; IMF Annual Report. 2006. Wash., D.C.: IMF, 2006, p. 129.

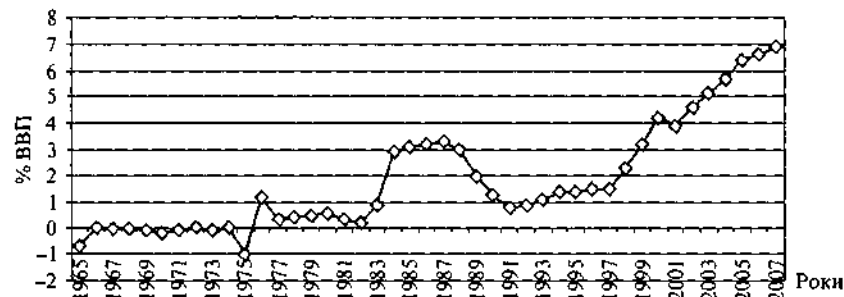


Рис. 2. Дефіцит поточного рахунку США (1965–2007 pp.) \*

\* Джерело: Salvatore D. International Economics. New Jersey, "Prentice Hall", 1998, 766 p.; World Economic Outlook. Wash. (D.C.): IMF, 2006, 270 p.

Слід зазначити, що між станом поточного рахунку США та динамікою валютних резервів простежується зв'язок, який дає статистично значущі параметри апроксимації як лінійною, так і експоненціальною функцією (див. рис. 3).

Проблемами, які випливають з такої поведінки глобальних валютних резервів і платіжного дефіциту США, є загроза глобальній інфляції та переформування структури глобальної взаємозалежності.

Що стосується першої, то поряд з традиційним уявленням про інфляцію як про зростання споживчих цін дедалі актуальнішою стає інфляція цін фінансових активів (див. рис. 4) та цін на нерухомість. І це при тому, що динаміка грошових агрегатів, хоч і є зростаючою, але істотно відстає від зростання агрегатів фінансових<sup>18</sup>. Так, якщо за останнє десятиліття широкі грошові агрегати в розвинутих країнах зростали в середньому з швидкістю 7–10%, то фінан-

<sup>17</sup> Див.: Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. "NBER Working Paper" № 11952, 2006. www.nber.org.; Olivier J., Romain R. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications. "IMF Working Paper", 2006, wp/06/229, p. 1-33.

<sup>18</sup> Див.: Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroad? New challenges in the New Century. "BIS Working Papers" № 193, 2006, p. 2-28.

сові агрегати (вартість фінансових активів) – 10–30%<sup>19</sup>. Відповідно, зростання вартості активів спричиняє зростання обсягу кредитних вкладень в економіку (див. рис. 5), породжуючи значний перекид у бік сукупного попиту (порівняно з можливостями сукупної пропозиції) і призводячи до подальшого загострення проблеми зв'язку між глибиною фінансового сектору та станом платіжного балансу.

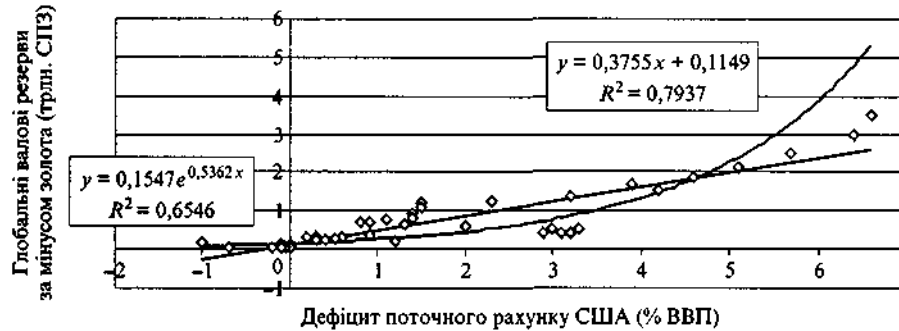


Рис. 3. Зв'язок між дефіцитом поточного рахунку США та глобальними валютними резервами (1965–2006 рр.) \*

\* Джерело: IMF Annual Report. 2004. Wash., D.C.: IMF, 2004, p. 102–103; IMF Annual Report. 2006. Wash., D.C.: IMF, 2006, p. 129; Salvatore D. International Economics. New Jersey: "Prentice Hall", 1998, 766 p.; World Economic Outlook. Wash. (D.C.): IMF., 2006, 270 p.

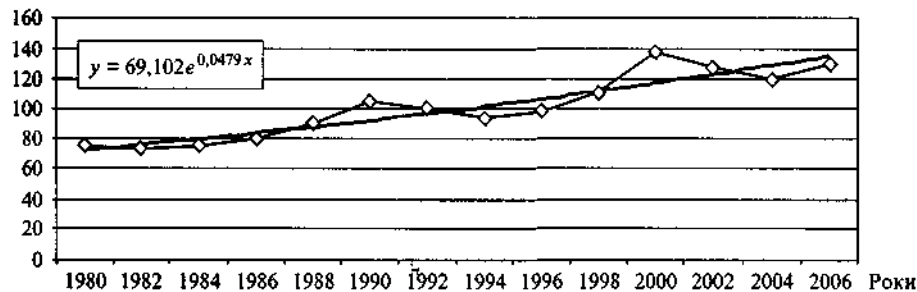


Рис. 4. Індекс реальних цін активів. Агреговані дані щодо США, зони євро, Японії, Канади та Великобританії (1980–2006 рр.) \*

\* Джерело: Ruffler R., Stracca L. What Is Excess Liquidity, and Does It Matter? "ECB Working Paper" № 696, 2006, p. 34.



Рис. 5. Динаміка вартості активів та обсягів кредитних вкладень у 10 найрозвинутіших країнах (1980–2005 рр.) \*

\* Джерело: Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New challenges in the New Century. "BIS Working Papers" № 193, 2006, p. 2.

<sup>19</sup> Див.: Schinasi G. Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice. Wash., D.C.: IMF, 2005, p. 7.

Що стосується другої, то перекручення структури глобальної взаємозалежності базуються на принципово відмінній ролі валютних резервів у макроекономічній системі розвинутих країн і країн "третього світу". Оскільки в останніх значення зовнішніх активів центробанків є вищим порівняно з величиною фінансового сектору та експорту, ніж у перших, то відносний вплив монетарної політики США на країни "третього світу" через шок грошової пропозиції буде набагато відчутнішим (поряд з розвинутими країнами). Через "страх перед плаванням" країни "третього світу" будуть схильними пристосовуватися до експансії глобальної грошової пропозиції у формі дефіциту платіжного балансу США шляхом збільшення резервів і власної грошової пропозиції (стерилізованої чи ні), що також посилюватиме проблему глобальної інфляції.

Перекручення структури глобальної взаємозалежності внаслідок експансії доларової пропозиції також впливає з того, що рівень доларизації пасивів у світі зростає, і дана тенденція кореспондує у часі з лібералізацією руху капіталів у світі<sup>20</sup>. У результаті вартість долара та величина процентних ставок по доларових активах справлятимуть ще істотніший вплив на внутрішні макроекономічні процеси країн, які запозичують на глобальних ринках.

По-друге, у світі спостерігається прискорене нагромадження зовнішніх активів і зобов'язань, що спричиняє трансформацію звичних уявлень про процес зовнішнього пристосування до нових рівноважних умов. Як показує рисунок 6, для розвинутих країн таке нагромадження також може бути зведене до експоненціальної залежності, тоді як країни з ринками, що виникають, значно відстають від перших щодо масштабів зовнішньої активності.

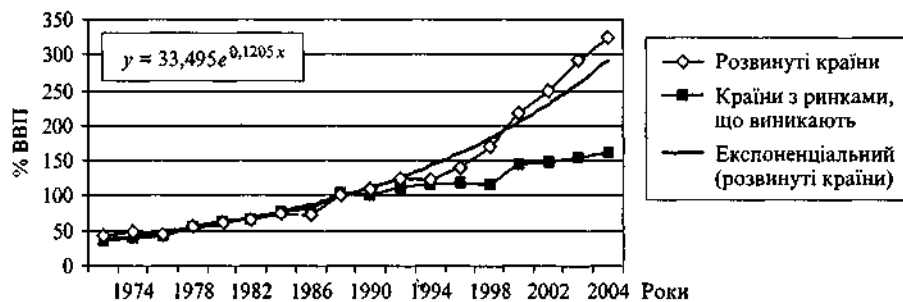


Рис. 6. Валові зовнішні активи та зобов'язання (1970–2004 рр.) \*

\* Джерело: Lane P.H., Milesi-Ferretti G.-M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. "IMF Working Paper", 2006, wp/06/69, p. 35.

У цілому виходить таке: 1) залежність внутрішніх макроекономічних процесів на рівні окремої країни дедалі більшою мірою визначатиметься, з одного боку, успіхом її діяльності за кордоном і тим, як це відобразиться у вартості її активів та доходності, що вони приносять, а з іншого – тим, наскільки ліквідними та "попитовими" є її зобов'язання (з огляду на те, що для іншої країни – це активи); 2) у випадку значного нагромадження зовнішніх активів і зобов'язань валютний курс втрачає роль провідного каналу зовнішнього пристосування до нових рівноважних умов; оскільки його коливання змінюють національний вимір вартості закордонних активів і власних зобов'язань, то коригування платіжного балансу може відбуватися через "взаємний обмін зміна-

<sup>20</sup> Емпіричним підтвердженням даних процесів є зрушення в коефіцієнтах доларизації (Див.: Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars. "NBER Working Paper" № 10015, 2003, p. 13) та фінансової відкритості (Див.: Mendoza E., Quadri V., Rios-Rull J.-V. Financial Integrations, Financial Deepness and Global Imbalances. IMF. 7th Jacques Polak Annual Research Conference. Nov. 9–10, 2006, p. 5).

ми добробуту” або так званий “ефект оцінки вартості активів” (*valuation effect*)<sup>21</sup>; 3) якщо валютний курс втрачає таку роль, тоді той або інший курсовий тренд дедалі більше визначатиметься не стільки макроекономічною політикою, скільки ставленням учасників ринку до того, чи стабільною є зовнішня позиція тієї або іншої країни (чисті зовнішні активи (розраховуються як різниця між зовнішніми активами та пасивами)) з урахуванням того, якою була грошова пропозиція у її валюті (пропозиція пасивів) та якими є перспективи інвестиційної активності у ній (попит на пасиви). Як показує рисунок 7, чисті активи в розрізі груп країн є неоднорідними, а США мають вагоме від’ємне значення приросту своєї чистої зовнішньої позиції, яка не компенсується додатними значеннями решти світу, демонструючи істотне перевищення попиту на американські активи над попитом на активи в інших частинах світу, навіть незважаючи на те, що долар є валютою з девальваційним трендом.

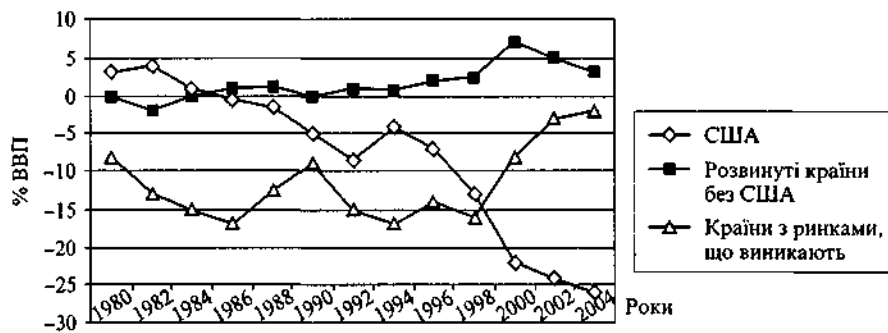


Рис. 7. Чисті зовнішні активи \*

\* Джерело: Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. “IMF Working Paper”, 2006, wp/06/69, p. 41.

По-третє, з огляду на швидке зростання обсягів зовнішніх активів і зобов’язань, домінування в їх структурі корпоративних інструментів<sup>22</sup> та підвищення схильності до ризику внаслідок поглиблення фінансової системи та на зниження процентних ставок, спостерігається прискорене зростання обсягу емісії деривативів (див. рис. 8). При цьому у структурі емісії деривативів домінують операції з перестрахування не валютного ризику напряму (валютні ф’ючерси та опціони), як це можна було б припустити з урахуванням проблеми поточної курсової волатильності, а валютного ризику через інструменти ринку грошей та капіталів і ризику коливання курсів акцій. Це демонструє ситуацію, коли валютні операції та потоки капіталів істотно прив’язані до кон’юнктури фінансового ринку і, відповідно, макроекономічної ситуації<sup>23</sup>.

Оскільки зростання зарубіжної діяльності на мікрорівні в глобальному масштабі призводить до прискореного нагромадження зовнішніх вимог і зобов’язань (у структурі яких домінують корпоративні інструменти), то це пов’язується з характером експансії ринку деривативів. Нагромаджені зовнішні позиції породжують ризик, який хеджується за допомогою деривативів. А хеджування ризиків спричиняє розширення можливостей для збільшення валових і чистих

<sup>21</sup> Див.: Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. Examining Global Imbalances. “Finance and Development” Vol. 43, № 1, March, 2006, p. 1–14; Globalization and External Imbalances. “World Economic Outlook. Chapter III”. Wash. (D.C.): IMF, 2005, p. 109–156.

<sup>22</sup> Див.: Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. “IMF Working Paper” 2006, wp/06/69, p. 37.

<sup>23</sup> Див.: Global Financial Stability Report. Wash. (D.C.): IMF, 2005, p. 174–175.



зовнішніх позицій, що виступає позитивним явищем з точки зору розвитку глобальної фінансової інтеграції та підвищення ефективності глобальних алокаційних процесів.

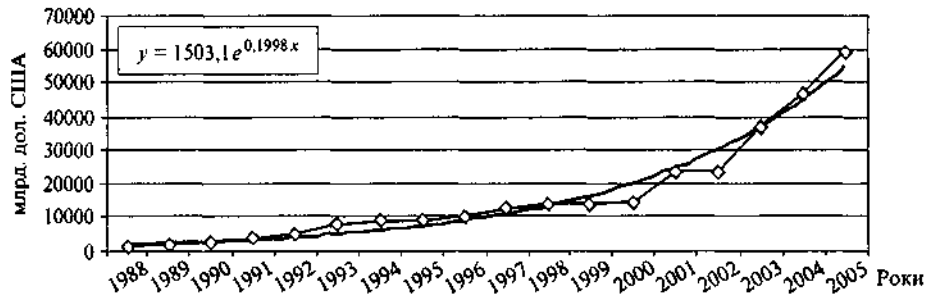


Рис. 8. Динаміка обсягу емісії деривативів (неоплачених) (1988–2005 рр.) \*

\* Джерело: Global Financial Stability Report. Wash. (D.C.): IMF, 2005, p. 188.

З урахуванням виявлених експоненціальних трендів глобальних фінансових агрегатів можна зробити такі теоретичні висновки:

- домінування у структурі зовнішньої позиції розвинутих країн корпоративних інструментів (відповідно, країн “третього світу” – валютних резервів) призводить до порушень у забезпеченості капіталом. Перші дістають прямі вигоди від інвестицій за кордон та інвестицій з-за кордону, тоді як другі, хоч і страхуються на випадок раптового відпливу капіталів, не мають реальної вигоди у вигляді продуктивного використання нагромаджених зовнішніх активів;

- доступ до ринку деривативів природним чином відрізняється у розвинутих країнах і країнах решти світу, внаслідок чого останні беруть на себе більший ризик волатильності валютних курсів і потоків капіталу, генеруючи додаткові ризики для глобальної фінансової стабільності з огляду на ситуацію, коли центробанки меншою мірою користуються довірою (порівняно з розвинутими країнами). Але водночас розвинуті країни перестраховуються за допомогою ринку деривативів, а решта світу – шляхом нагромадження валютних резервів, що знову-таки підвищує втрати капіталу;

- різниця у структурі фінансових ринків розвинутих країн призводить до ситуації, коли вразливість до зовнішніх шоків варіюватиме настільки, наскільки фінансові посередники спроможні диверсифікувати ризики. Внаслідок цього нерівномірно зменшується залежність внутрішнього споживання та інвестування від екзогенних шоків, а стан платіжного балансу (неоднаково в розрізі країн) втрачає роль індикатора необхідності коригування макроекономічної політики, що породжує подальше розкручування спіралі фінансових дисбалансів;

- якщо платіжний баланс або чиста зовнішня позиція втрачають роль чіткого емпіричного індикатора коригування макроекономічних процесів (тобто не тільки макropolітики, а й ринкового коригування), то зміни в аналізованих експоненціальних трендах фінансових агрегатів дедалі більшою мірою визначатимуться суб’єктивними факторами. Якщо у глобальному фінансовому середовищі домінуватиме висока схильність до ризику, то дисбаланси продовжуватимуть нагромаджуватися, примножуючи ризик і відсуваючи в часі момент коригування, роблячи його ще більш несподіваним і шоковим. Якщо домінуватиме низька схильність до ризику, то коригування може розпочатись у будь-який момент. Відповідно, чим більшою мірою буде розвинутий фінансовий ринок країни та чим більш гнучкою буде структура економіки, тим легше країна переживатиме процес зламу експоненціальних трендів фінансових агрегатів.

У сукупності дані теоретичні висновки можна звести до концептуальної схеми (див. рис. 9), а їх екстраполяція на аналізовані емпіричні дані дозволяє побачити наступну внутрішню взаємозалежність (див. рис. 10).

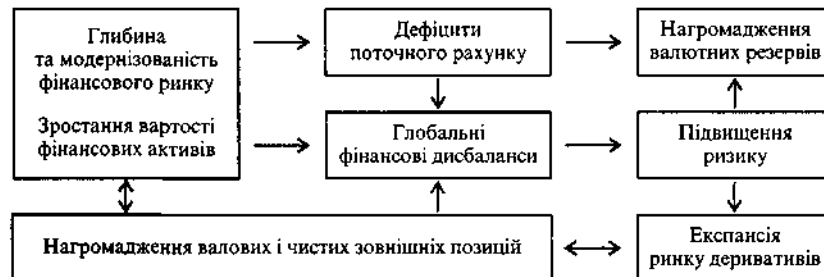


Рис. 9. Схема концептуальної моделі глобальних фінансових дисбалансів у сучасних глобальних монетарних і фінансових процесах

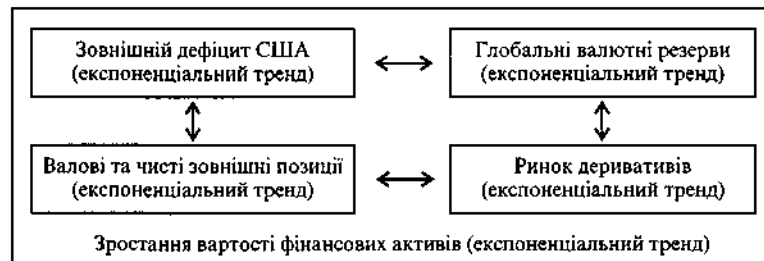


Рис. 10. Схема теоретичної моделі внутрішньої взаємозалежності між експоненціальними трендами фінансових агрегатів глобальної економіки

Незважаючи на те, що, як показує рисунок 10, експоненціальні тренди глобальних фінансових агрегатів структурно пов'язані між собою, у довгостроковій перспективі такий характер динаміки є неможливим. Це зумовлено тим, що будь-який процес, який описується експоненціальною функцією, є нестабільним, оскільки дуже швидко віддаляється від стану ентропії. Водночас слід визнати, що злам тенденції є вірогідний та, певною мірою, бажаний не по всіх фінансових агрегатах, що розглядаються. Зокрема, експансія зовнішніх позицій відображає глибину фінансової інтеграції та відтворювану взаємозалежність між складовими глобальної економіки на мікроекономічному рівні, тоді як експансія глобальних валютних резервів, зовнішня нерівновага економіки США, інфляція вартості фінансових активів і примноження ринку деривативів демонструють загрозливі процеси нагромадження ризику та потенційної глобальної фінансової дестабілізації. Насамперед, це стосується ув'язки платіжного дефіциту США з глобальними валютними резервами. Оскільки саме дана ланка демонструє найбільш нерівноважні процеси у глобальній економіці, то тут найбільш імовірним є процес пристосування до нових рівноважних умов. Причому з огляду на те, що азійські країни не демонструють схильності до підвищення курсової гнучкості, макроекономічна політика США не містить ознак коригування з метою послаблення тиску сукупного попиту на поточний рахунок. Отже, нагромаджені ризики значного зовнішнього дефіциту США (і за поточним рахунком, і за від'ємним значенням чистої зовнішньої позиції) проявлятимуться у тенденції до девальвації долара у відношенні до євро.

Таким чином, основний тягар глобального коригування експоненціальних трендів фінансових агрегатів лягатиме на європейську економіку. Наприклад, Ф. Лейн та Ж.-М. Мілєсі-Ферретті констатують, що з урахуванням відкритості європейської економіки будь-який характер зовнішнього пристосування є більш обтяжливим для неї (порівняно з тим, що було ще 10 років тому)<sup>24</sup>. Ця проблема є ще складнішою через те, що: 1) тенденція до посилення ролі євро в глобальних стратегіях диверсифікації фінансових портфелів підвищуватиме

<sup>24</sup> Див.: Lane Ph., Milesi-Ferretti J.-M. Europe and Global Imbalances IMF. 7th Jacques Polak Annual Research Conference. 2006, Nov. 9–10, p. 1–50.

імовірність зростання його курсу, причому так, що це сприйматиметься ринками як рівноважна тенденція, внаслідок чого зростає ризик для глобальної конкурентоспроможності європейської економіки, яка значною мірою залежить від експорту; 2) європейська економіка зростає нижчими темпами, ніж американська, є менш гнучкою, а її фінансові ринки менш глибокими. У результаті девальвація долара і, відповідно, коригування зовнішнього дефіциту США можуть відкладатися залежно від ставлення до ризику у глобальному фінансовому середовищі, тим самим роблячи момент виникнення зворотної тенденції (у середовищі платіжного балансу США) більш невизначеним і підвищуючи силу зовнішнього шоку для економіки країн ЄС і ЄВС. Щоб знизити уразливість до зовнішніх шоків і зменшити тягар посилення ролі євро як світової валюти, економіка країн ЄС і ЄВС має рухатися в напрямі: подальшої фінансової інтеграції та підвищення гомогенності рівня модернізації фінансових ринків; лібералізації та дерегуляції окремих сегментів економіки з метою підвищення структурної гнучкості; послаблення навантаження соціальних податків на бізнес (зменшення ставок, підвищення віку виходу на пенсію та ін.) для збільшення можливостей глобальної конкуренції в умовах рівноважного ревальваційного тренду євро; продовження реформ фінансового ринку та банківського сектору в плані зближення стандартів регулювання з прийнятими у США з метою елімінування структурних передумов для нагромадження фінансових дисбалансів та арбітражних операцій щодо регуляторного тягаря (так званий структурний арбітраж) тощо. Це дозволить зробити більш жорстким макроекономічне оточення економіки США, внаслідок чого нагромадження зовнішніх дефіцитів вимагало б відповідного коригування макроекономічної політики та привело б до зменшення ризику глобальної інфляції та фінансової дестабілізації.

Виявлені проблеми нагромадження фінансових дисбалансів демонструють ситуацію, коли країни з ринками, що виникають, дедалі більшою мірою визначають клімат глобальної економіки та, у свою чергу, детермінують необхідність пошуку нових шляхів реформування глобальної фінансової архітектури. Наприклад, період до Азійської кризи характеризувався браком курсової гнучкості і призвів до збільшення потоків капіталу з моральним ризиком (*moral hazard*). Іншими словами, мав місце істотний приплив капіталу, дефіцит поточного рахунку та брак гнучкості в напрямі девальвації. Після Азійської кризи спостерігається протилежна тенденція: відсутність припливу капіталу компенсує експансія експорту, яка призводить до профіциту платіжного балансу, а брак гнучкості у бік ревальвації валютного курсу детермінує гіпертрофію валютних резервів. Як наслідок, намагання уникнути курсової гнучкості у бік і девальвації, і ревальвації є однаково дестабілізуючим для глобальної економіки. Відповідно, якщо окрема країна намагається уникнути гнучкості валютного курсу, то монетарна інтеграція дозволить частково послабити залежність від курсових коливань, у результаті чого розвиток глобальної економіки відбуватиметься за більш стабільною траєкторією.

Таким чином, динаміка фінансових агрегатів у глобальній економіці може бути описана експоненціальним трендом, а це свідчить про нагромадження значного ризику фінансової нестабільності, що, зокрема, каталізується фінансовими дисбалансами. Перекручення і трансформування ролі платіжних балансів (насамперед США) призводять до того, що ринкове коригування стає дедалі більш залежним від суб'єктивного сприйняття ризику у глобальному фінансовому середовищі. Фінансові дисбаланси, зовнішні позиції, платіжні дефіцити та ризик можуть бути зведені до концептуально цілісної структури, проте коригування поточної ситуації є необхідним, оскільки динаміка глобальних валютних резервів, зовнішній дефіцит США та інфляція вартості фінансових активів не можуть бути експоненціальними у довгостроковому періоді. Найбільший тягар зовнішнього пристосування припадатиме на європейську економіку, а докризові та посткризові проблеми монетарно-фінансових відносин Азії та решти світу свідчать на користь необхідності більш радикального перегляду валютної карти світу порівняно з рецептами щодо (виключно) підвищення курсової гнучкості.