

ПОЗИЦІЇ РЕЗЕРВНИХ ВАЛЮТ: ТЕОРЕТИЧНИЙ ВИМІР ТА ПОСТКРИЗОВІ ЗРУШЕННЯ

На основі дослідження ризиків зміни структури резервних активів доведено необхідність розширення спектра аналізу глобальних монетарних процесів. Розроблено формальну модель вивчення позицій резервних валют, яка демонструє, що протягом глобальної фінансової кризи їхні позиції змістились у більш ризикову зону, що актуалізує дискусію про альтернативи традиційній конкуренції між уже існуючими резервними валютами.

Розвиток уявлень про етимологію глобальної фінансової кризи практично повністю повторює традиційну схему, основою якої є початковий наголос на провалах фінансових ринків з подальшим визнанням вагомості макроекономічних детермінант. У світлі актуальних подій глобальні монетарні відносини поступово проявляють себе як найполярніші позиції з реформування глобальної економіки та її інституціонального каркасу. Позиції щодо монетарних аспектів кризи сформувалися не одразу, оскільки більшість перших посткризових досліджень була сконцентрована на проблемі фінансових інновацій, переоцінці ризиків та неадекватній поведінці у фінансовому секторі, пов'язаній з ірраціонально тривалим функціонуванням "економіки бульбашки"¹. Певним ґносеологічним виправданням цього парадоксу слугує те, що характер кризи не відповідав очікуванням. Криза на ринку активів та подальший колапс приватної (доларової) ліквідності в глобальних масштабах йшли врозріз із сценаріями кризи, ядром якої мало бути коригування глобальних фінансових дисбалансів на основі різкої втрати довіри до долара як ключової валюти з подальшим хаотичним пошуком нової моделі резервних активів.

Проте дуже швидко стало зрозуміло, що алармістські позиції щодо зумовленості глобальної монетарної нестабільності конфігурацією глобальних монетарних відносин практично за всім спектром (резервні активи, резервні валюти, характер режимів валютних курсів, поділ країн на дефіцитні та профіцитні, з точки зору поточного рахунку платіжного балансу, відсутність ринкових механізмів коригування дисбалансів і системного контролю за глобальною грошовою пропозицією, вектор потоків капіталу) є ефективним підґрунтям для подальшої раціоналізації теоретичних концептів, що пояснюють феномен глобальної фінансової кризи та можуть бути покладені в основу глобальних реформ. Це означає, що за визнанням зумовленості (прямої чи опосередкованої) кризи фактором глобаль-

¹ Див.: Stiglitz J. Interpreting the Causes of the Great Recession of 2008. Financial System and Macroeconomic Resilience: Revisited. "BIS Papers" № 53, 2010, p. 4–19. Тут Дж. Стігліц порушує проблему глобальних дисбалансів, але в основі кризи бачить проблему провалів у фінансовому секторі, які породжують дисфункції, перекидують алокацію ресурсів, заохочують надмірне прийняття ризиків та виходять за периметр регулювання.

них монетарних процесів повинні стояти фундаментальні пошуки варіантів забезпечення глобальної фінансової стабільності на основі монетарних реформ. Ключові резервні валюти (долар і євро)² знаходяться в епіцентрі даної проблеми, оскільки саме вони пов'язують між собою, з одного боку, попит і пропозицію резервних активів у глобальних масштабах, з іншого — валютні курси і фінансові дисбаланси, які спричиняють глобальну ліквідність, глобальну інфляцію та циклічність глобальної фінансової системи, яка спирається на її коливання. З формально-аналітичної точки зору, вивчення проблеми посткризових траєкторій розвитку резервних валют є актуальним.

Перші дослідження глобальної фінансової кризи продемонстрували важливість збереження глобального попиту на резервні активи як способу забезпечення макрофінансової стабільності³. Відповідно, сформувалася певна позиція: з точки зору генерування фінансової нестабільності, глобальний формат монетарних відносин у світі не є принциповим⁴. Збереження певного статус-кво у цих питаннях є допустимим, тим більше, що радикальних альтернатив долару як резервній валюті й тенденції до підтримання значного суверенного попиту на активи поки що немає. Це підтверджується раціоналізмом багатьох країн з ринками, що формуються, який проявився у вигляді передбачливого збільшення резервних активів навіть за ряду глобальних екстерналій⁵.

Утім, надалі ряд впливових досліджень показує, що глобальна макрофінансова нестабільність, зокрема фінансова криза, пов'язана з проблемою гіпертрофії резервних активів і тим, що їх деномінація стосується обмеженого набору резервних валют. Акумуляція резервів, глобальні дисбаланси та емісія резервних валют є важливими компонентами системного стресу, який зумовив структурні зрушення

² Під резервними валютами розуміють національні або наднаціональні гроші, які служать для деномінації зовнішніх активів (валютних резервів) центральних банків. Здебільшого резервні валюти виступають у ролі валют прив'язки (визначення валютних курсів) або валют, за допомогою яких диверсифікуються валютні резерви. Роль резервної валюти можлива в разі, коли така валюта презентує масштабну транзакційну зону з глибоким фінансовим ринком, деноміновані у ній активи є високоліквідними, тобто вона має бути повністю конвертованою, а монетарна політика — користуватися довірою у світі. На сьогодні тільки 5 валют фактично можуть виконувати роль резервних: долар, євро, ієна, британський фунт, швейцарський франк. Проте в глобальних масштабах тільки перші три повною мірою виконують функцію резервних, решта — переважно валюти диверсифікації. Інші валюти також можуть бути резервними, але, в основному, на регіональному рівні (див.: Reserve Accumulation and International Monetary Stability. "IMF", 2010, p. 1–35).

³ Див.: Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis. "ECB Working Paper" № 1060, 2009, p. 1–42; Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. "NBER Working paper" № 14217, 2008, p. 1–48; 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, January 3–5, 2009, p. 1–15; Obstfeld M. The Immoderate World Economy. 3rd Annual Journal of International Money and Finance Conference. UC Santa Cruz, May 2009, p. 1–23; Obstfeld M., Rogoff K. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference. Santa Barbara, CA, October 18–20, 2009, p. 1–64.

⁴ Див.: Borio C. The Financial Turmoil of 2007–?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations. "BIS Working Paper" № 251, 2008, p. 1–28; Borio C., Disyatat P. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link. "BIS Working Paper" № 346, 2011, p. 1–37.

⁵ Див.: Cooper R. The Future of the Dollar. "Institute for International Economics Policy Brief" № 21, 2009, p. 1–6; Frankel J. What's In and Out in Global Money. "IMF Finance and Development" September 2009, p. 13–17; Cohen B. The Future of Reserve Currencies. "IMF Finance and Development" September 2009, p. 26–29; Obstfeld M., Rogoff K. Зазнач. праця.

в глобальній економіці ⁶. Ключові валюти породжують специфічні макроекономічні ефекти, що перевертають традиційні кризові фактори, потоки капіталу та механізми пристосування платіжного балансу тощо ⁷.

Виходячи з дискусії щодо проблеми глобальних фінансових дисбалансів та суперечливих висновків про їх дефляційний (інфляційний) ухил і стабільність (нестабільність) ⁸, більшість сучасних досліджень констатує, що чинна міжнародна валютна система не відповідає потребам глобальної монетарної та фінансової стабільності ⁹. Сам факт тривалого зростання попиту на резервні активи розцінюється як певний провал міжнародної валютної системи, оскільки остання не гарантує ефективної роботи механізмів екстреної пропозиції ліквідності та не запобігає потенціальним валютно-фінансовим дестабілізаціям у глобальних масштабах. Проте країни, які акумулюють суверенні активи, і країни, що їх генерують, породжують специфічні ефекти переливу, які дестабілізують глобальну економіку. У першому випадку це зниження процентних ставок, компресія спредів, заохочення ризикової поведінки, зростання вартості активів, кредитна експансія та бум споживання. У другому – надмірна концентрація інвестицій в експортному секторі, експорт дефляції, толерантність до зникнення кредитних обмежень у глобальних масштабах, створення стимулів для припливу капіталів на ринок високоякісних активів, що заохочувало перевертання у фінансовому секторі в середовищі низьких процентних ставок ¹⁰. Отже, більшість проєктів глобальних монетарних реформ передбачають необхідність змін у системі резервних активів, що має привести до зниження залежності глобальної економіки від недосконалої конкуренції декількох ключових валют ¹¹.

⁶ Див.: Ghosh A., Ostry J., Tsangarides Ch. Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System. "IMF Occasional Paper" № 270, 2010, p. 1–68.

⁷ Див.: Canzoneri M., Cumby R., Diba B., Lopez-Salido D. The Macroeconomic Implications of Key Currency. "NBER Working Paper" № 14242, 2008, p. 1–51.

⁸ Див.: Blanchard O., Milesi-Ferretti G. - M. Global Imbalances: In Midstream? "IMF Staff Position Note" № 29, 2009, p. 1–31; Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking. (Edited by S. Claessens, S. Evenett, B. Hoekman). CEPR: A VoxEU.org publication, 2010, 215 p.; Blanchard O., Milesi-Ferretti G. - M. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced. "IMF Staff Discussion Note" № 3, 2011, p. 1–15.

⁹ Див. детальніше: Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. Тернопіль, THEV, "Економічна думка", 2009, 728 с.

¹⁰ Див.: Reform of the International Monetary and Financial System. Trade and Development Report. Chapter IV. Geneva, UN, 2009, p. 113–132; Mateos y Lago I., Duttagupta R., Goyal R. The Debate on the International Monetary System. "IMF Staff Position Note" № 26, 2009, p. 1–25; Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF. "IMF", 2009, p. 1–13; Reserve Accumulation and International Monetary Stability; Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead. "IMF", 2011, p. 1–32; Dorrucchi E., McKay J. The International Monetary System After the Financial Crisis. "ECB Occasional Paper Series" № 123, 2011, p. 1–62.

¹¹ Пропозиції різних груп відрізняються специфікою акцентів, ступенем радикальності та прихильності до градуалізму. Утім, усі вони визнають, що такі реформи є необхідними і не можуть спиратися виключно на підвищення значення СДР (див.: Reform of the International Monetary and Financial System; Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System. NY, UN, 2009, 140 p.; Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. Paris, 2011, 23 p.; Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead; Dorrucchi E., McKay J. Зазнач праця; Farhi E., Gourinchas P. - O., Rey H. Reforming the International Monetary System. London. CEPR, 2011, 78 p.

Незважаючи на те, що система резервних активів потребує реформування, теоретичні дослідження резервних валют спираються на домінування ринкових процесів у міжнародній монетарній конкуренції, які підпорядковуються достатньо специфічним детермінантам. У даному випадку слід чітко розрізняти традиційні погляди на ключові (резервні) валюти від тих, що останнім часом формуються під впливом розгортання глобальних фінансових дисбалансів, акселерації нагромадження резервів та пошуків варіантів глобальних монетарних реформ.

До перших можна віднести визначення критеріїв та умов перетворення національних картальних грошей на світову валюту (резервна валюта, валюта прив'язки, валюта визначення цін у міжнародній торгівлі), а також доведення того, що ефект масштабу та спрощення системи міжнародного грошового обігу є об'єктивними передумовами формування системи світових валют, які виконують резервні функції завдяки тому, що в них деномінуються резервні активи ¹². Запровадження євро та посилення ролі азійських країн як глобальних кредиторів зумовили зростання значення ефектів мережі, диверсифікацію та конфлікт чеснот (уникнення ревальвації обмежує внутрішнє знецінення зовнішніх активів) ¹³.

Можна чітко виділити дослідження альтернатив долару та критеріїв їх актуалізації:

- введення параметра ризику резервної валюти істотно змінює потенціальну частку тієї чи іншої резервної валюти у структурі глобальних трансакцій (наприклад, погляд на долар як безризикову валюту свідчить, що частка долара є недооціненою, а євро — переоціненою, тоді як включення параметра ризику змінює баланс на користь євро) ¹⁴;

- диверсифікація виробництва глобального ВВП, торгівлі та активів породжуватиме необхідність представництва нових валют у глобальних резервних портфелях ¹⁵;

- регіоналізація є потужним фактором локалізації ефектів мережі та посилення значення поділу світу на валютні блоки ¹⁶;

¹² Сьогодні хрестоматійними є такі фундаментальні характеристики умов формування світових валют: масштаб економіки (трансакційної зони), торговельні зв'язки, глибина та ліквідність фінансового ринку, стабільність і повна конвертованість валюти, довіра до монетарної політики (див.: Манделл Р. Євро и стабильность мировой валютной системы. Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. (Пер. с англ.). М., "Дело", 2002, с. 293–328; Eichengreen B. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect. "IMF Working Paper" № 131, 2000, p. 1–32).

¹³ Див.: Cohen B. Currency Choice in International Bond Issuance. "BIS Quarterly Review" June 2005, p. 53–66; McKinnon R. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? (<http://www.stanford.edu>); Lim E. - G. The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. "IMF Working Paper" № 153, 2006, p. 3–38; Kampos A. The Euro as Invoicing Currency in International Trade. "ECB Working Paper" № 665, 2006, p. 3–57; The Euro at Ten: The Next Global Currency? (Edited by J. Pisani-Ferry and A. Posen). 2009, 252 p.

¹⁴ Див.: Papaioannou E., Portes R., Siouranis G. Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospect for the Dollar. "NBER Working Paper" № 12333, 2006, p. 1–46.

¹⁵ Див.: Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards. "IMF Staff Discussion Note" № 17, 2011, p. 1–25.

¹⁶ Див.: Meissner Ch., Oomes N. Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice. "IMF Working Paper" № 132, 2008, p. 1–45.

— перспективи резервних валют дедалі більшою мірою залежатимуть від фінансової консолідації центрів-емітентів та спроможності монополювати високоякісні активи.

Поглиблення фінансових ринків країн з ринками, що формуються, найімовірніше, посилюватиме ефекти диверсифікації, хоча досягнення повної відповідності валют таких країн статусу резервних — справа віддаленої перспективи¹⁷.

Таким чином, послаблення ролі розвинутих країн у глобальній економіці мало б посилити значення альтернатив традиційним долару, євро, ієні та британському фунту, що вже підтверджується “гіпотезою домінування Китаю”¹⁸. Якщо взяти до уваги ґносеологічне толерування необхідності руху в бік мультивалютного світу або ж проектування інших моделей глобальних монетарних відносин, які не спиратимуться на конкуренцію вузького набору резервних валют, то зміни у форматі їх функціонування слід вважати достатньо імовірними, що вимагає відповідних досліджень. Це важливо, оскільки самі епізоди заміщення одних резервних валют іншими мало висвітлені в економічній літературі¹⁹. Тобто більшість досліджень не акцентує увагу на тому, у який спосіб можуть балансуватися втрати і вигоди від змін у сфері резервних валют, тим більше, що окремі з них уже займають позиції явних лідерів. Беручи до уваги проблему глобальних дисбалансів та масштаби нагромадження резервів, слід констатувати, що актуальні дослідження потребують уточнення з огляду на те, що граничне збільшення обсягу глобальних резервних активів може змінювати мотивацію у сфері управління ними (сегментація мотивів), а також баланс втрат і вигід від трансформації структури резервних валют у глобальних масштабах; розробка формальних інструментів визначення позицій резервних валют покращить аналітичну структуру досліджень глобальних монетарних процесів.

Ключовим моментом посткризових глобальних монетарних відносин є те, що природних переваг резервних валют та ідентифікації певних країн з валютним блоком вже недостатньо для пояснення попиту на них. Отже, порівняння вигід від підтримання актуальних резервних валют з перевагами, що ними привносяться, виводить на передній план систему мотивів щодо вибору тієї чи іншої ключової валюти як резервної з урахуванням зворотного зв'язку. Така постановка питання уточнює аналітичну структуру досліджень резервних валют у цілому, зокрема після кризи.

Так, формування поточної ситуації у сфері резервних валют свідчить про збереження панівних позицій долара. За даними 2010 р., частка американського долара в глобальних валютообмінних операціях становила 86% (з 200%), у глобальних валютних резервах — 64%, у деномінації боргових паперів — 46%, у банкнотах за кордоном — 65%, у транскордонних депозитах — 59%, у транс-

¹⁷ Див.: Financial Deepening and International Monetary Stability. “IMF Staff Discussion Note” № 16, 2011, p. 1–21.

¹⁸ Див.: Fratzcher M., Mehl A. China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System. “ECB Working Paper” № 1392, 2011, p. 1–29.

¹⁹ Див.: Eichengreen B., Flandreau M. The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? “NBER Working Paper” № 14154, 2008, p. 1–48.

кордонних позиках — 52%, при частці США в глобальному ВВП — 24% ²⁰. Проте порівнянний внесок зони євро в глобальний ВВП не спричинив швидкого посилення його ролі в глобальних монетарних і фінансових процесах, хоча за 10 років позиції єдиної європейської валюти істотно зміцнилися. Так, у 1999 р. частка глобальних валютних резервів, що деномінувалась у євро, становила 18,1%, а у 2009 р. — 27,3%, частка країн, прив'язаних до євро, в глобальному ВВП була, відповідно, 9% та 12%, їх частка в емісіях міжнародних боргових зобов'язань — 19,5% та 31,4%, а частка в транскордонних позиках — 11,8% та 20,3% ²¹. Найбільший успіх євро пов'язаний з деномінацією боргів, викликану рядом специфічних моментів в інтерпретації позичальниками структурних рис монетарної політики ЄЦБ (менш волатильні ставки, консервативніша монетарна стратегія, реакція на шоки є менш вираженою, ніж у ФРС, тощо) ²², однак різні масштаби трансакційної зони долара та євро істотно обмежують перспективи останнього, навіть якщо ефекти диверсифікації гратимуть на його користь. Гальмування з 2011 р. зростання частки євро в глобальних валютних резервах свідчить про те, наскільки фінансова криза в країнах ЄС та ЄВС може похитнути його потенціал як глобальної валюти.

Специфікою процесу заміщення резервних валют або ж посилення тенденції до збільшення їх кількості порівняно з процесом виникнення системи резервних валют на основі національних хартованих грошей є те, що будь-які зміни в обсягах граничного глобального попиту на резервні активи та диверсифікація вже існуючих матимуть потужні екстерналії. Це особливо очевидно, якщо взяти до уваги стрімке посилення значення валютних резервів як частки глобального ВВП, ВВП США та зони євро як центрів емісії найчастіше вживаних валют у структурі глобальних трансакцій, а також ВВП країн з ринками, що формуються ²³ (табл.). Таким чином, будь-які зміни в поведінці активів, обсяги яких перевищують 50% ВВП найбільших гео економічних центрів світу, матимуть зовнішні наслідки та впливатимуть на механізм глобального пристосування до нових рівноважних умов.

²⁰ Див.: Reserve Accumulation and International Monetary Stability, p. 8.

²¹ Див.: Doguacci E., McKay J. Зазнач. праця, р. 33.

²² Див. детальніше: Cohen B. Зазнач. праця; Козюк В. Валютна композиція міжнародних трансакцій: конкуренція між долларом та євро з позиції монетарного аналізу глобальних процесів. "Світ фінансів". Вип. 1, 2007, с. 7—18.

²³ Уже зазначалося, що з 2002 р. у глобальній економіці спостерігається різкий приріст валютних резервів. Найвагомішими конкуруючими гіпотезами, що пояснюють цей феномен, є такі: монетарний меркантилізм (підтримання експортоорієнтованого зростання на основі занижених валютних курсів), самострахування від валютно-фінансових криз, конкурентне нагромадження резервів. Кожна з цих гіпотез дістає своє підтвердження в емпіричних даних. Ми підтримуємо позицію, коли початковим поштовхом до різкого зростання обсягів валютних резервів стало поєднання монетарного меркантилізму і мотивів самострахування, оскільки перший створює базу для реалізації другого. Мотив конкурентного нагромадження актуалізується пізніше, коли можливості зберігати траєкторію нагромадження резервів починають варіювати в розрізі країн, а вигоди від цього пов'язані виключно з недопущенням отримання окремою країною явних переваг (див.: Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності, с. 395—421).

Показник	2001 р.	2009 р.
Глобальні валютні резерви/глобальний ВВП.....	6,9	14,8
Глобальні валютні резерви/ВВП США.....	21,2	60,5
Глобальні валютні резерви/ВВП зони євро.....	34,9	68,5
Глобальні валютні резерви/ВВП країн з ринками, що формуються.....	29,6	47,6
Валютні резерви країн з ринками, що формуються/ВВП країн з ринками, що формуються.....	17,7	30,7

* Розраховано автором за даними "IMF Global Financial Report" за відповідні роки.

Вихід за межі усталеної моновалютної моделі (або асиметрично бівалютної моделі, якщо взяти до уваги поступове підвищення значення євро при збереженні потужнішого впливу політики ФРС порівняно з ЄЦБ на решту країн) не буде нейтральним щодо глобального добробуту. Це пов'язано з тим, що будь-які зміни в характері глобального попиту на резервні валюти означають зміни факторів впливу на рівень процентних ставок і вартість активів, унаслідок чого рестрикції попиту в країнах – центрах емісії резервних валют передаватимуться решті глобальної економіки по каналах торгівлі (мультиплікатор імпорту), по каналах руху капіталу (обмеження на залучення капіталу також означатимуть зниження можливостей його експорту, що впливатиме на потоки фінансових засобів у глобальних масштабах), по каналах пристосування портфелів інвестицій (виникнення додаткової волатильності на валютному ринку і ринку активів, а також зміни відносних дохідностей на ринках різних класів активів) і по каналах руху ліквідності (зміни умов ліквідності на розвинутих ринках можуть вплинути на поведінку всіх учасників фінансової системи).

В останньому випадку, якщо традиційні та нові резервні активи не є повністю взаємозамінними і характеризуються відмінними інвестиційними якостями, то погіршення ліквідності ринків і валютних резервів може істотно вплинути на проведення консервативнішої макроекономічної (макрорівень) та інвестиційної (мікрорівень) політики в разі, коли це усвідомлюється і перетворюється на елемент раціональних очікувань. Погіршення ліквідності розглядатиметься як додаткова плата за диверсифікацію. Якщо воно не впливатиме на рішення економічної чи інвестиційної політики (нібито якість портфелів не змінилася), то це загрожуватиме підвищенням уразливості до глобальних шоків і погіршенням ситуації з глобальною фінансовою стабільністю.

Водночас існує проблема відставання коригування структури валютних резервів у відповідь на зниження вартості резервної валюти. Даний феномен, який емпірично підтверджувався протягом декількох десятиріч, свідчить про те, що центробанки, які управляють резервами, автоматично виступають стабілізаторами, тобто запобігають посиленню ринкового тренду, не допускаючи свого залучення до процесу гарячкового розпродажу активів (fire selling)²⁴. Така поведінка центробанків опосередковано підтримує резервну валюту, розтягуючи лаг зміни структур резервних активів.

²⁴ Див.: Wong A. Measurement and Inference in International Reserve Diversification. "Institute for International Economy Working Paper" № 6, 2007, p. 1–63.

Альтернативою механізму автоматичної стабілізації швидкого коригування валютної структури резервних активів є ситуація, коли з певного порогового значення нагромадження резервів розпочинається процес диференціації мотивів у сфері управління ними ²⁵. На відміну від автоматичної стабілізації, у даному випадку центробанки можуть як підтримати стійку резервну валюту, так і “вийти з неї”.

Теоретично можна припустити, що граничне зростання обсягів глобальних валютних резервів має підштовхувати вгору середню величину порога, за яким схильність до диверсифікації (відходу від резервної валюти) посилюється. Проте, якщо центробанки усвідомлюють проблему ендегенності підвищувального тренду обсягів оптимальних резервів у відповідь на підвищення торговельної та фінансової відкритості і зростання рівноважних потоків капіталу ²⁶, то рівень порога, за яким актуалізується схильність до диверсифікації, теж зростатиме ендегенно. З огляду на те, що у країн можливості нагромадження зовнішніх активів є асиметричними, це означатиме як стабілізацію вже існуючої резервної валюти (для країн, що не можуть досягти такого порога), так і пошук альтернатив їй (для країн, що перетинають поріг). З емпіричної точки зору, незважаючи на експоненціальне зростання обсягів глобальних валютних резервів, їх валютна структура не зазнала радикальних змін з певними посиленням євро та послабленням долара. Тобто показники валютної деномінації граничних обсягів резервних активів відображали незначну перевагу євро при збереженні лідерства за долларом. Проте ступінь концентрації резервів також ставить питання про перспективи статус-кво. Країни із значними резервами більшою мірою зацікавлені в диверсифікації ²⁷ та розпочинають активну політику інтернаціоналізації своїх валют (Китай і Росія), але при цьому їх раптові рішення у цій сфері можуть позначитися на зростанні фіскальних втрат, оскільки знецінення резервних активів унаслідок розпродажу означатиме збитки для центробанків ²⁸. Отже, рівень концентрації резервів уже не може бути нейтральним щодо їх структури. Теперішня ситуація характеризується тенденцією до посилення концентрації поряд із збереженням значної кількості країн з невеликою часткою

²⁵ Р. Бек та С. Вебер констатують, що та частина резервів, яка нагромаджується за межами обсягів, зумовлених передбачливим самострахуванням, тяжіє до високої диверсифікації з міркувань забезпечення “збереження вартості” (див.: B e c k R., W e b e r S. Should Larger Reserve Holding Be More Diversified? “ECB Working Paper” № 1193, 2010, р. 1–48).

²⁶ Зміст проблеми ендегенності в підвищенні оптимальних обсягів резервів полягає в тому, що намагання сформувати достатній їх запас, що відповідає конвенційним показникам покриття тижнів імпорту, короткострокового боргу, грошової бази тощо означатиме, що в міру глобалізації та широкої участі країни у ній такі показники фізично зростають, породжуючи ефект “дрейфу бази”. Допустимі обсяги резервів або наддоганятимуть таких конвенціональних показників у випадку, коли країна стикається з труднощами в нагромадженні резервів, або випереджатимуть їх унаслідок того, що країна змінює політику в напрямі прискореної їх мобілізації, що може зумовлюватися різними мотивами (самострахування, монетарний меркантилізм, конкурентне нагромадження тощо) (див. детальніше: К о з ю к В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності, с. 384–421).

²⁷ Див.: Х у Q. A Study of Currency Internationalization: JPY and CNY. Chinese Academy of Social Science. Institute of World Economics and Politics. “Working Paper”, 2009; Z h o u X. Reform of the International Monetary System. “People’s Bank of China Speeches” March 2009.

²⁸ Див. детальніше: Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards; Reserve Accumulation and International Monetary Stability.

резервів. Наприклад, у 2006–2009 рр. у середньому 3,3% глобальних валютних резервів припадало на зону євро, 3,4% – на Індію, 3,9% – на Тайвань, 5% – на Саудівську Аравію, 5,5% – на Росію, 13,4% – на Японію, 24,3% – на Китай, 41,1% – на решту країн ²⁹.

Говорячи про проблему зумовленості мотивів володіння резервними активами та обсягами останніх, можна виділити декілька стадій потенціальної зміни управлінських цілей.

Перша стадія: країна нагромаджує валютні резерви, оскільки вони є невід'ємною складовою забезпечення елементарної макроекономічної стабільності, покриття критичного імпорту та гарантією обслуговування зовнішнього боргу.

Друга стадія: із зростанням обсягів резервів і подальшою інтеграцією країни в глобальну економіку збільшується імовірність підвищення уразливості до шоків на ринках капіталу, що приводить до створення резервів з метою самострахування. Завчасне нагромадження резервів передбачає, що країна зможе обійтись і меншим обсягом зовнішніх активів центробанків, проте обмежена ефективність фінансового ринку при компенсації шоків, уразливість до криз за типом “раптового призупинення” припливу капіталу, фінансова доларизація, вивезення капіталу (зумовлене низьким рівнем взаємозамінності активів розвинутих країн і країн з ринками, що формуються, та обмеженою пропозицією інструментів інвестиційної якості в останніх) спонукають до нагромадження резервів в обсягах, вищих за обчислювальні на основі традиційних індикаторів (покриття місяців імпорту, короткострокового зовнішнього боргу тощо). На цих стадіях ключовою вимогою до якості резервів є їх ліквідність.

Третя стадія: із збільшенням обсягів резервів понад рівень, зумовлений мотивом передбачливого самострахування, змінюються вимоги до структурного складу зовнішніх активів. Крім традиційних вимог ліквідності зростає значення збереження вартості або пошуку прийнятної дохідності. В іншому випадку – граничне зростання резервів супроводжуватиметься вагомими фіскальними втратами. Збереження вартості може досягатися за рахунок як диверсифікації валютної та інструментальної компонент, так і включення в портфельну стратегію монетарного золота чи інших альтернативних активів.

Четверта стадія: подальше зростання резервів допускати використання їх частки для альтернативного інвестування, яке може мати ризиковий характер, зумовлений стратегічними, а не ринковими міркуваннями. Допустимість ризикового інвестування кореспондує з висновками поведінкових фінансів про те, що схильність до ризику прямо залежить від величини добробуту, відносна частка якого, призначена для ризикового інвестування, не буде вагомою. На третій і четвертій стадіях ліквідність перестає бути ключовим мотивом в управлінні структурою резервних активів.

В екстраполяції на систему резервних активів та валют зміна мотивів і вимог до зовнішніх активів центробанків відповідно до їх нагромадження перестає бути нейтральною щодо можливостей підтримувати статус-кво в глобальних монетарних відносинах. По-перше, кількість країн, що перебувають на першому та другому етапах, є значною, тому головна чинна резервна валюта буде

²⁹ Див.: Reserve Accumulation and International Monetary Stability, p. 6.

для них природною монополією³⁰, вплив якої буде тим сильнішим, чим нижчою буде взаємозамінність активів, які деномінуються в інші, вже існуючі, резервні валюти. Проте у глобально інтегрованій економіці негативні екстерналії політики країни — емітента такої валюти швидко стануть явними, що спричинятиме зниження порога, за яким актуалізуються мотиви диверсифікації. По-друге, концентроване володіння значними обсягами резервів, пом'якшуючи вимоги до їх ліквідності, дозволить не просто змінити резервні валюти, а й альтернативно розмістити резервні активи (наприклад, вкласти резерви у сировинні родовища за межами країни, як це практикує Китай). По-третє, пошуки альтернатив традиційним резервним валютам країнами, що мають значні резерви (наприклад, шляхом політики інтернаціоналізації власних валют), не виключають посилення їх регіонального значення, що може спричинити кумулятивний тиск у бік послаблення значення чинної резервної валюти. Втім, позитиви у вигляді посилення конкуренції між резервними валютами та ризики зниження значення чинної резервної одиниці, особливо у формі “гарячкового виходу з неї”, не є порівнянними, оскільки їх макрофінансова природа є різною. У першому випадку переваги очевидні за глобальної інфляції (за винятком, коли інвестиції у виробництво та глобальне постачання первинних ресурсів є формою розміщення резервних активів; інфляція на сировинних ринках може змінити її очікування на споживчих — приклади мали місце у 2008 та 2010 рр.). У другому — зростають загрози у сфері глобальної фінансової стабільності, оскільки знижуються якість та ліквідність резервів, дохідність різних класів активів та на різних ринках може перекинутися, погіршення доступу до фінансування бюджетного дефіциту та платіжного балансу країн — емітентів резервної валюти загрожує звуженням глобального попиту³¹.

Для спрощення вихідних припущень і формалізації аналізу позицій резервної валюти застосуємо модель, яка віддзеркалюватиме існуючу та очікувану структури глобальних монетарних відносин (рис. 1).

На рисунку 1 вісь *OX* — RCNB (Reserve Currency Natural Benefits) — відображає природні переваги резервної валюти у вигляді ефектів мережі, економії на масштабі, зниженні трансакційних витрат, ліквідності тощо.

Вісь *OY* — GSRCM (Global Stability under Reserve Currency Maintenance) — відображає переваги від підтримання чинної резервної валюти, які пов'язані з тим, що “вихід з неї” загрожує фінансовою нестабільністю та звуженням глобального попиту.

³⁰ Модель резервної валюти як природної монополії описана Б. Ейчєнгрїном у рамках огляду гегемоністських концепцій глобальних монетарних відносин. Ефект природної монополії з'являється внаслідок того, що багато малих країн при здійсненні міжнародних трансакцій підтримують резерви в одній валюті великої країни, заощаджуючи на диверсифікації резервів, дрібний характер яких не відповідає вимогам щодо їх ліквідності та підтримки макроекономічної стабільності (див. детальніше: E i c h e n g r e e n B. Hegemonic Stability Theories of International Monetary System. “NBER Working Paper” № 2193, 1987).

³¹ Наприклад, США розглядаються як “джерело глобального попиту останньої інстанції”. Мається на увазі, що глобальний попит шільно прив'язаний до спроможності країни беззастережно фінансувати дефіцит поточного рахунку (див.: A i z e n m a n J., J i n j a r a k Y. The US as the “Demander of Last Resort” and its Implications on China's Current Account. “NBER Working Paper” № 14453, 2008, p. 1–21).

RCL (Reserve Currency Line) – лінія резервної валюти, яка відображає таку комбінацію природних переваг резервної валюти і переваг уникнення “виходу з неї”, які в підсумку означатимуть виникнення площини стабільності (над лінією) або нестабільності (під лінією) статусу з імовірною його втратою чинної резервної валюти.

ERCSSL (Exploitation of Reserve Currency Status Line) – лінія експлуатації статусу резервної валюти (здійснення макрополітики, не озираючись на зовнішні ефекти, з можливістю більш м’яко реагувати на шоки та підтримувати нижчі процентні ставки без ризиків для платіжного балансу та валютного курсу, зумовлених постійним попитом на резервну валюту та ліквідні активи країни-емітента). Ця лінія є зростаючою (можливості експлуатувати ефект резервної валюти є тим більшими, чим сильнішими є її переваги) і пунктирною (країна-емітент може не вдаватися до односторонньої некооперативної поведінки), а коли вона розташована нижче від лінії резервної валюти, такий тип поведінки супроводжуватиметься для неї ризиком втрати свого статусу.

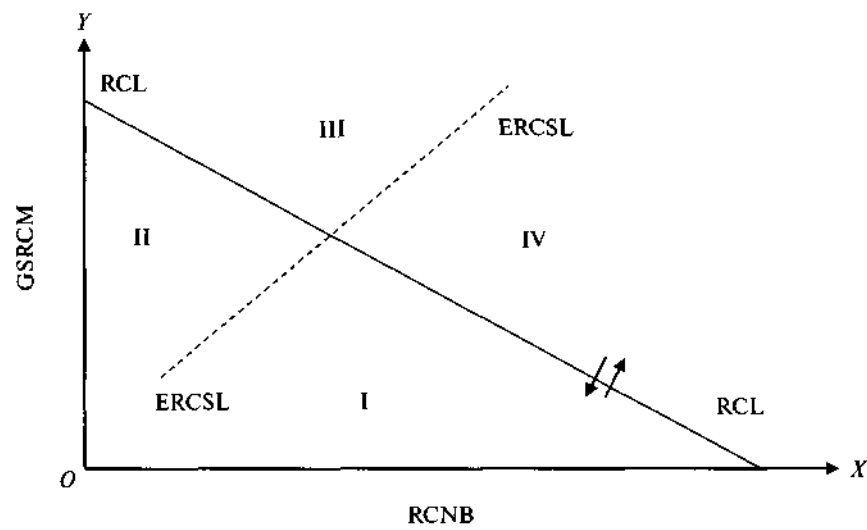


Рис. 1. Формальна модель аналізу позиції резервної валюти

Кут нахилу лінії RCL задається структурними параметрами глобальної економіки, а також специфікою функціонування міжнародної валютної системи та ступенем інтеграції фінансових ринків. Низький кут означає, що основними факторами утримання резервною валютою своїх позицій є ті переваги, які вона додає до глобальної економіки (ефект мережі, позитивний ефект масштабу, зниження трансакційних витрат тощо). Високий кут свідчить, що основним фактором виступає підвищення ризику втрат глобального добробуту, що асоціюється з послабленням позицій резервної валюти. Рух лінії RCL вправо означає розширення зони нестабільності резервної валюти, оскільки глобальній економіці потрібні додаткові вигоди для підтримки її позицій. Як приклад – посилення конкуренції між резервними валютами і монетарними трансформаціями на глобальному рівні, що мінімізують попит на них. Рух уліво, навпаки, свідчить про розширення зони стабільності резервної валюти. Це випадок, коли вигоди від підтримки позицій резервної валюти зумовлюються її монопольним становищем. Зміни кута нахилу

лінії RCL є проявами ефектів зміни поточних позицій резервної валюти. Лінія ERCSL також може змінювати кут нахилу залежно від мотиву попиту на резервну валюту (найбільш імовірним є її емітент, який проводить некооперативну політику, що ґрунтується на використанні переваг резервного статусу його платіжних зобов'язань).

Отримані при перетинанні ліній RCL та ERCSL сегменти мають певний макрофінансовий зміст.

Сегмент I – нестабільність резервної валюти пов'язана з низькими втратами від погіршення її статусу навіть за певних переваг природної монополії та відносно збалансованої макрополітики країни-емітента. Диверсифікація портфелів з незначними глобальними ризиками може свідчити про наявність альтернативних резервних активів, до яких висуваються специфічні вимоги (наприклад, перевага збереження вартості або дохідності над ліквідністю). Володіння значними резервами, що призводить до диференціації мотивів управління ними, наочно демонструє відповідність даному сегменту. З історичної точки зору, це випадки послаблення статусу ієни, британського фунта та швейцарського франка, а також втрати британським фунтом панівної позиції після Першої світової війни.

Сегмент II – нестабільність резервної валюти пов'язана з погіршенням її природних властивостей (послабленням ефектів мережі, зниженням ліквідності активів, що деноміновані у ній) поряд із збереженням певних ризиків втрати добробуту у випадку “виходу з неї” та відносно збалансованої макрополітики країни-емітента. Виникнення ситуації, що описується сегментом II, характеризується посиленням конкуренції між резервними валютами в умовах підтримки значної частки глобальних валютних резервів в одній з них. Найбільш повно це стосується євро після глобальної фінансової кризи, особливо – у світлі боргової кризи в країнах ЄС та ЄВС.

Площина над лінією RCL – зона стабільності резервної валюти. У разі, коли макроекономічний курс центру емісії резервної валюти не має негативних екстерналій, резервна валюта перебуває в найстабільнішій позиції (відсутність лінії ERCSL). Але у випадку, коли монетарний курс країни-емітента іде врозріз із добробутом решти світу (наявність лінії ERCSL), виникає ряд конфліктних ситуацій, які мають місце в межах сегментів III та IV. Конфліктність ситуації пов'язана з тим, що вигоди від підтримки поточного статусу резервної валюти не зменшуються, хоча і слугують приводом для конфлікту інтересів між емітентом і власниками резервів.

Сегмент III відображає конфлікт між егоїстичною політикою країни-емітента на фоні значних ризиків дестабілізації в разі глобальної диверсифікації резервних активів. Для такої ситуації характерні затяжне розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів і нагромадження значного обсягу резервів, раптова зміна структури яких матиме дестабілізуючі наслідки одночасно з виникненням конкуренції у сфері виконання резервними валютами своїх функцій (інтернаціоналізації нових валют і підвищення значення валют із слабшим резервним статусом). Отже, долар після глобальної фінансової кризи опинився саме у такій позиції.

Сегмент IV демонструє конфлікт між макроекономічним курсом країни – емітента резервної валюти та збереженням значних вигід у сфері виконання такою

валютою всіх своїх функцій. При цьому ризик глобальної диверсифікації резервів залишається високим, а наслідки є незначними. Даний сегмент описує історичну та сучасну “дилему Триффіна”³²: глобальна економіка потребує дедалі більше міжнародно визнаних засобів ліквідності, подальше нагромадження яких підриває основи довіри до резервної валюти через занадто м’який макроекономічний курс центральної емісії. Можна стверджувати, що практично весь період панування долара після Другої світової війни описується належністю до цього сегмента, додатковим свідченням чого є невідповідність між очікуваним і фактичним статусом євро в глобальних монетарних відносинах, незважаючи на відносний успіх ЄЦБ як монетарної інституції. Проте, беручи до уваги збереження прив’язки китайського юаня до долара, будь-яка серйозна альтернатива останньому одразу потрапляє під ризик ревальваційного тиску в масштабах, що загрожують втратою конкурентоспроможності, як це мало місце з євро у 2006–2007 рр. Якщо припустити збереження тенденцій до нагромадження глобальних валютних резервів у межах, наближених до сучасного екстрапольованого тренду, а також до їх концентрації, то слід очікувати не стільки зміни позицій конкуруючих резервних валют, скільки виникнення альтернативи їм усім. Це і впишеться у логіку посилення поліцентризму в глобальних монетарних відносинах, і збігатиметься з поступовою деконцентрацією чинних резервних валют у граничному прирості активів центробанків у напрямі більшої відповідності внеску в глобальний ВВП. Ілюстрацією даної тенденції є зміна позицій долара та євро після глобальної фінансової кризи (рис. 2).

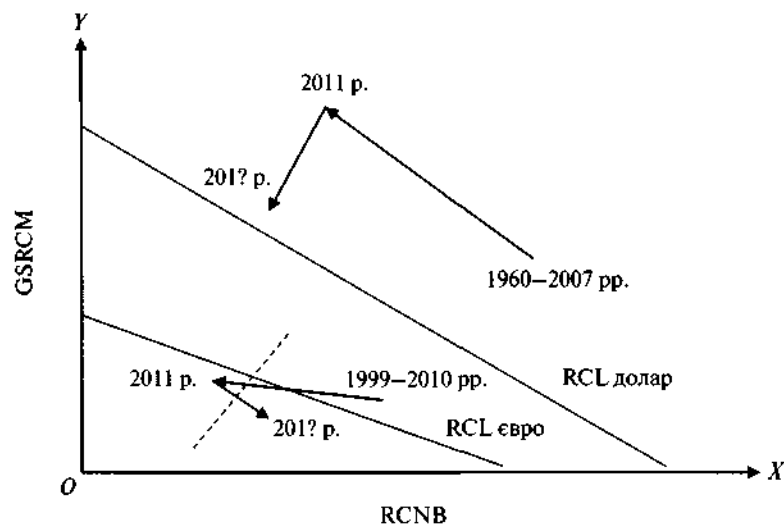


Рис. 2. Зміна позицій долара і євро після глобальної фінансової кризи

На рисунку 2 показано відносне домінування долара порівняно з євро, а також вищі ризики дестабілізації глобальних фінансів у разі “виходу з долара”. Це зумовлено більш значним обсягом нагромадження резервів у доларах і тим, що

³² Див. детальніше: Triffin R. *Gold and Dollar Crisis*. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961, 246 p.; Gourinchas P.-O., Rey H. *From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and The Exorbitant Privilege*. “CEPR Discussion Paper” № 5220, 2005, p. 1–38; Mateos y Lago I., Duttagupta R., Goyal R. *Зазнач. праця*; Dorrucchi E., McKay J. *Зазнач. праця*, p. 8–12.

євро певний час розглядалось і продовжує розглядатись як диверсифікаційна альтернатива долару. Обидві валюти змінили свої позиції в напрямку сегментів, які демонструють наявність ризиків при подальшій підтримці чинного статусу. У випадку долара — це пошук альтернативи валюті, яка є ядром глобальних фінансових дисбалансів, та грошовій одиниці центробанку, що здійснює агресивну антикризову політику монетарної експансії. У випадку євро — це фінансова криза країн ЄС та ЄВС, яка обмежує ефективність ЄЦБ, породжує недовіру до майбутнього статусу активів, деномінованих у євро. Послаблення зовнішнього попиту на євро в граничних приростах валютних резервів на фоні фінансових проблем у європейських країнах може знизити втрати від “виходу з євро”. Отже, це загрожуватиме послабленню стабільності євро як резервної валюти.

Утім, євро як резервна валюта є кращою альтернативою ситуації, коли світ і далі залишатиметься під асиметричним впливом ФРС у поєднанні з посиленням ролі валют, ліквідність яких є недостатньою для гарантування фінансової стабільності в глобальних масштабах. Формування монетарних процесів глобального рівня на основі зниження залежності від резервних валют матиме привабливіший вигляд довгострокової стратегії, яка дозволить знизити залежність від долара, зберігатиме адекватний статус євро на глобальних ринках і активізуватиме регіональну монетарну інтеграцію. Формування глобально значущих валютних союзів з кумулятивним зниженням попиту на резервні валюти є ефективнішим шляхом глобальних монетарних реформ та еволюції міжнародної валютної системи порівняно з пошуками варіантів створення мультивалютного централізованого монетарного устрою світу, будь-які варіанти якого є джерелом перерозподільного конфлікту між США, утримувачами найбільших валютних резервів та рештою країн.

Посткризові зміни в позиції глобальних резервних валют зачепили Україну. По-перше, зміна тренду курсу “долар — євро” зумовила орієнтацію на сталість ефективного реального курсу. До 2008 р. підвищення курсу євро до долара дозволяло компенсувати внутрішню інфляцію, внаслідок чого ефективний реальний курс не зростав. Після падіння курсу євро прив’язка гривні до долара вже не дозволяла повною мірою компенсувати внутрішню інфляцію, що спричинило погіршення конкурентоспроможності національної економіки та розширення дефіциту платіжного балансу, і було неочікуваним у світлі звуження внутрішнього попиту в кризовий період. Відсутність переходу на гнучкий курс істотно ускладнює спроможність НБУ реалізовувати монетарну політику, особливо у випадку різких змін курсових паритетів між ключовими валютами. По-друге, сформована до кризи тенденція збільшення частки євро у валютних резервах НБУ опинилася під загрозою через фінансову кризу в країнах ЄВС. Проте наміри диверсифікувати валютні резерви за рахунок включення до їх складу російського рубля та китайського юаня є сумнівними. Вартість рубля спирається виключно на валютні резерви, динаміка яких є вкрай чутливою до ситуації на ринку первинних ресурсів. Юань не є валютою, у якій формуються ліквідні активи. Отже, збільшення частки валютних резервів України в даних валютах знизить їх ліквідність та оперативне реагування на глобальні макрофінансові шоки. Збереження статус-кво у структурі зовнішніх активів НБУ, що сформувалася до кризи, у середньостроковій перспективі є виправданішим.

Висновки

Характер глобальних монетарних процесів дедалі більше зумовлюється зовнішніми ефектами політики щодо глобальних резервних активів; посилюється конфлікт між негативними екстерналіями політики країн — емітентів резервних валют і ризиками для фінансової стабільності внаслідок раптового та масштабного “виходу з них”. Тривале зростання зовнішніх активів центробанків, зумовленість мотивів управління валютними резервами їх обсягом та неоднорідність їх концентрації в розрізі країн тільки посилюють конфлікт між даними видами зовнішніх ефектів. Чим більшими є обсяги валютних резервів, тим виразнішою є тенденція до їх диверсифікації та пошуку альтернативних способів управління. Перевага ліквідності традиційних резервів властива країнам з незначними обсягами володіння ними. Це змінює структуру аналізу позицій ключових валют. Модель формального аналізу позицій резервних валют передбачає поєднання факторів, які підтримують резервну валюту (її природні переваги та розмір втрат у разі “виходу з неї”), з поведінкою центробанку, який може експлуатувати вигоди від резервного статусу своєї валюти. Після глобальної фінансової кризи практично всі резервні валюти змінили свої позиції, особливо це видно на прикладі долара та євро. Їх асиметричне переміщення у більш ризиковані зони свідчить про посилення тенденції до виникнення альтернатив традиційній конкуренції резервних валют. Формування глобально значущих валютних союзів із зниженням попиту на резервні активи визнано кращим варіантом, ніж пошук моделі централізованої мультивалютної системи монетарних відносин, яка апріорі є об’єктом перерозподільного конфлікту між США, утримувачами найбільших валютних резервів та рештою країн.

Стаття надійшла до редакції 16 грудня 2011 р.
