

ГЛОБАЛЬНИЙ МОНЕТАРИЗМ ТА АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ КІЛЬКІСНОЇ ТЕОРІЇ

Виявлено підтвердження ряду монетаристських припущень щодо глобальної економіки. Динаміка глобальних валютних резервів корелює з динамікою цін на первинні ресурси. Формується адитивний характер платіжних контрпозицій щодо глобального попиту, що перетворює глобальні резерви на фактор глобального попиту. Розрив у знижувальному та підвищувальному впливах глобалізації на ціни загрожує проблемою виникнення глобальних фінансових дисбалансів.

Глобалізація породжує складні зміни в макроекономічних процесах, тим самим стаючи передумовою для тестування традиційних економічних теорій у нових структурних умовах. Чи не найбільш радикально глобалізація трансформувала погляди на проблему монетарної політики та ефективності центральних банків. Зокрема, здебільшого це стосується пояснення того, як зростаюча фінансова і торговельна відкритість створюють об'єктивні та суб'єктивні передумови для зниження інфляції. Цьому сприяє довгострокова дезінфляційна тенденція, що панує як у розвинутих країнах, так і в країнах з ринками, що виникають. Це породило певну ейфорію з приводу якісного оновлення глобального середовища реалізації монетарної політики, що сприяє роботі центральних банків. Позиція щодо об'єктивних і суб'єктивних передумов впливу глобалізації на процеси дезінфляції методологічно і теоретично посилює критичну оцінку традиційного монетаристського кількісного аналізу інфляційних процесів, яка позначилася ще на початку 90-х років XX ст., коли внаслідок валютно-фінансової дерегуляції зв'язки між грошовою базою, грошовою масою та інфляцією стали слабопрогнозованими. Проте за останні роки райдужна картина глобальних монетарних процесів почала змінюватися. В основі цього лежить експоненціальне зростання глобальних валютних резервів, вартості фінансових і реальних активів, а також світових цін на первинні ресурси (*primary commodities*), що створює певний ризик для глобальної фінансової стабільності. Спільним у даній ситуації є те, що зростання глобальних валютних резервів і цін на первинні ресурси супроводжується гло-

бальними змінами умов попиту або експансією глобальної ліквідності. Це ставить питання про те, чи адекватний глобальному рівню ряд монетаристських припущень, і якщо так, то в якому контексті можна говорити про наявність або відсутність глобальної кількісної теорії.

Глобальний вимір монетаризму має досить тривалу історію. Про це свідчать як дискусії щодо міжнародного "золотого стандарту", так і теоретичні дискусії з приводу функціонування та реформування міжнародної валютної систе-

ми. Незважаючи на те, що безпосередньо в монетаристській термінології дана проблема не ставилася, будь-які розробники міжнародного монетарного устрою імпліцитно враховували наявність загальних обмежень на експансію глобальної ліквідності з міркувань забезпечення контролю за інфляцією не просто з висоти національного рівня, а й з глобального, тобто функціонування системи як такої¹. Криза Бреттон-Вудської системи змусила більш предметно говорити про роль монетарної експансії в дестабілізації глобальних інфляційних процесів і підриві основ глобальної фінансової стабільності. На думку А. Цукермана, функціонування Бреттон-Вудського устрою виступило системним елементом, який породив інфляційне зміщення у світі, починаючи з кінця 60-х років XX ст., через механізм пристосування до монетарної експансії США². Щодо проблеми екстраполяції монетаризму на глобальний рівень, то дискусії з приводу варіантів реформування Бреттон-Вудської системи показали більшу зосередженість на проблемах міжнародного управління глобальною ліквідністю, і тільки представники монетаризму наголошували на необхідності відходу від даної системи як такої. Плаваючі курси плюс жорстка антиінфляційна політика на національному рівні мають створити кращу альтернативу будь-якій системі міжнародного контролю за експансією глобальної ліквідності³.

Саме в такому контексті виник термін "глобальний монетаризм", який був запропонований М. Вітмен і передбачав: в умовах дотримання паритету купівельної спроможності інфляційні диференціали легко передаються рухові валютних курсів; "монетаристський погляд на платіжний баланс" демонструє, що рівновага останнього є наслідком стану грошової пропозиції; на глобальному рівні контроль за експансією ліквідності в системі в цілому забезпечується через плаваючі курси та номінальне зростання там, де має місце експансивна монетарна політика, що в сукупності унеможливорює істотні переваги одних над іншими та створює передумови для ринкового контролю за грошовою пропозицією⁴. Проте вже у 80-х роках XX ст. монетаристський погляд на глобальні процеси зазнав значної корекції. Так, Т. Віллетт констатує, що розвал Бреттон-Вудської системи не привів до нівелювання ролі монетарної політики США для всього світу, оскільки зовнішні активи більшості центробанків деномінуються в доларах із збереженням прихованої фіксації валютних курсів та ухилення від плавання курсів⁵. На думку Р. МакКіннона, флуктуації грошової пропозиції в США, які передаються всій американській економіці, зумовлені непередбачу-

¹ Непрямо це випливає з розуміння функцій, які виконує система міжнародної монетарної економіки, що пропонується П. Ліндбертом (Див.: Lindert P. The World Money Climate and the Ultimate Exchange-Rate Choices. International Economics. Homewood, Irwin, 1991, p. 495–497).

² Див.: Cukierman A. Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, "MIT Press", 1992.

³ Детальніше аналіз таких дискусій див.: Мойсеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа. "Вопросы экономики" № 1, 2004, с. 49–65; Мойсеев С. Неизвестный Фридмен: вклад великого монетариста в развал Бреттон-Вудса. "Вопросы экономики" № 3, 2005, с. 81–98; Смыслов Д. В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем. "Деньги и кредит" № 5, 2002, с. 50–59; Смыслов Д. В. Знач. праця, № 6, с. 32–39; Смыслов Д. В. Знач. праця, № 7, с. 52–58.

⁴ Див.: Whiteman M. Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payment. "Brooking Papers on Economic Activity" № 3, 1975, p. 491–555.

⁵ Див.: Willett T. U.S. Monetary Policy and World Liquidity. "The American Economic Review" Vol. 73, № 2, 1983, p. 43–47.

ваним пристосуванням до зовнішнього попиту на долари. Як наслідок, забезпечення глобальної монетарної стабільності неодмінно має супроводжуватися таргетуванням певного глобального грошового агрегату. Останній повинен об'раховуватися відповідно до ваги окремих провідних економік, тим самим доповнюючи роль грошової пропозиції Сполучених Штатів для глобальної економіки ⁶. У свою чергу, Дж. Мюллер емпірично підтверджує наявність класичної дихотомії на глобальному рівні: зміна цін на енергоносії та продукти є наслідком зміни обсягів глобального доларового агрегату, що вимірюється обсягом глобальних валютних резервів і запасом доларової готівки. З огляду на гло-

бальні консеквенції кількісної теорії, Мюллер пропонує контролювати динаміку даного агрегату, тим самим запобігаючи тиску на національні ціни з боку зростання вартості первинних ресурсів на глобальному рівні ⁷.

Дещо альтернативний погляд на монетарну природу світових цін запропонував Дж. Франкель. Згідно з його позицією, ціни на первинні ресурси пов'язані із змінами в процентних ставках у розвинутих країнах. Аукціонний або біржовий спосіб ціноутворення на такі ресурси породжує тенденцію до виникнення гіперреакцій на зміни у процентних ставках. Така гіперреакція є прямою паралеллю з моделлю гіперреакції валютного курсу Дорнбуша. Відповідно до поглядів Франкеля, низькі реальні процентні ставки визначають високі реальні ціни на первинні ресурси ⁸. Проте виникає питання, чому змінюються ставки. Зміна ставок є результатом стану ліквідності у фінансовому секторі. В умовах закритої економіки ставки через трансмісійний механізм прив'язуються до стану балансу центробанку. В умовах відкритої економіки зв'язок між змінами в балансі монетарних органів і процентними ставками може бути нечітким. Водночас за мобільності капіталів цей ланцюжок можна продовжити до стану ринків капіталу, тобто знову повернутися до глобальної ліквідності, яку визначають кількісні монетарні параметри глобального рівня. У даному випадку реальні глобальні процентні ставки визначатимуться тим, якими є кількісні зміни в глобальних резервах і в грошовій пропозиції центрів резервної валюти і в який спосіб ув'язуються між собою кількісні та якісні змінні монетарної політики і платіжний баланс. Тут слід взяти до уваги виявлену монетарну етимологію включення цін на первинні ресурси в кінцеві споживчі ціни ⁹, а також те, що низькі процентні ставки 2001–2006 рр. зумовлені монетарними взаємовідносинами між США та азійськими експортерами ¹⁰. Таким чином, завданням статті є аналіз зв'язку між кількісними монетарними параметрами глобальної економіки і поведінкою світових цін на первинні ресурси.

Так, центральною ланкою глобального монетарного аналізу є динаміка глобальних валютних резервів. У випадку Віллетта вони відображають зв'язок між

⁶ Див.: McKinnon R. An International Standard for Monetary Stabilization. Wash. (D.C.). Institute for International Economics, 1984.

⁷ Див.: Mueller J. The World's Real Money Supply. "Wall Street Journal" March 5, 1991.

⁸ Див.: Frankel J. The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices. "NBER Working Paper" № 12713, 2006. www.nber.org.

⁹ Див.: Browne F., Cronin D. Commodity Prices, Money and Inflation. "ECB Working Paper" № 738, 2007, p. 1–35.

¹⁰ Див.: Hauner D., Kumar M. Fiscal Policy and Interest Rates: How sustainable is the "New Economy"? "IMF Working Paper", 2006, WP/06/112, p. 1–32.

пропозицією доларової маси та обмеженим коливанням валютних курсів, а у МакКіннона саме вони слугують відображенням екзогенного попиту на долари, тоді як у Мюллера зовнішні активи центробанків виступають прямим фактором цінової динаміки на світових товарних ринках. Беручи до уваги провідну роль співвідношень між валютними резервами і грошовою базою в моделі валютної кризи Флуда і Гарбера, можна побачити, що їх динаміка в найпростішому вигляді відображає стан глобальної ліквідності, оскільки саме вони є віддзеркаленням грошової пропозиції в центрах резервної валюти, бо їх опосередковує стан платіжних позицій і характер руху валютних курсів. У більш складному вигляді глобальні валютні резерви доповнюють ситуацію із станом грошової пропозиції в розвинутих країнах (насамперед у центрах резервних валют). Саме тому в основу аналізу динаміки цін на первинні ресурси покладено фактор зростання глобальних валютних резервів, аналіз чого доповнюється виявленням залежності між світовими цінами та динамікою грошової маси США, зони євро та динамікою платіжного балансу США.

Емпіричний аналіз зв'язку між вартістю первинних ресурсів і кількісними монетарними параметрами подано в таблиці 1.

Таблиця 1

Кореляція зростання вартості первинних ресурсів
із зростанням монетарних параметрів глобальної економіки (1995–2006 рр.) *

Показники	Оброблені товари	Нафта	Ненафтові первинні ресурси
Грошова маса США.....	-0,43	-0,12	-0,43
Грошова маса США (з лагом в 1 рік).....	-0,24	0,07	-0,09
Грошова маса зони євро.....	0,30	-0,18	0,41
Грошова маса зони євро (з лагом в 1 рік).....	0,32	0,16	0,36
Дефіцит платіжного балансу США.....	-0,29	0,05	-0,47
Дефіцит платіжного балансу США (з лагом в 1 рік).....	-0,15	0,46	-0,05

хом у бік теоретичного припущення про зв'язок між грошовою масою та цінами у випадку США.

По-друге, зв'язок між грошовою масою в США і зоні євро та цінами на нафту демонструє досить специфічну ситуацію. В обох випадках спостерігається від'ємна кореляція по даних "рік у рік", що є опосередкованим підтвердженням тези про монетарну реакцію на зростання цін на світовому нафтовому ринку з метою недопущення їх впливу на інфляцію. Проте зміщення на рік даних щодо зростання грошової маси змінює знак коефіцієнта кореляції на протилежний в обох випадках. І хоча у США зв'язок є неістотним, а в зоні євро – помітним (але не статистично значущим), тут можна дістати певне підтвердження монетаристської гіпотези про те, що вплив на ціни з боку грошової пропозиції актуалізується із запізненням.

По-третьє, дефіцит платіжного балансу США як відображення експансії американського і глобального попиту (оскільки він фінансується в доларах США) також демонструє неоднозначний вплив на світові товарні ринки. У випадку порівняння даних "рік у рік" ситуація є практично ідентичною випадку із зростанням грошової маси США. Проте лагове зміщення показника зростання зовнішнього дефіциту США знижує величину оберненого зв'язку з цінами на оброблені товари і нафтові первинні ресурси, але різко підвищує щільність зв'язку з цінами на нафту. Тут можна простежити дію фіскального фактора. Різке зростання дефіцитів федерального бюджету США після 2001 р. є підтвердженням цього. Збільшення федеральних видатків уряду США (наприклад, на ведення війни та закупівлю озброєння) здійснює майже миттєвий вплив на попит, тоді як політика ФРС може мати більш довгострокову дію.

По-четверте, найбільшою мірою поведінку цін на світових ринках визначає динаміка глобальних валютних резервів. Вони перебувають у статистично значущому кореляційному зв'язку з цінами і на оброблені товари, і на нафту, і на нафтові первинні ресурси, що ілюструє рисунок 1.

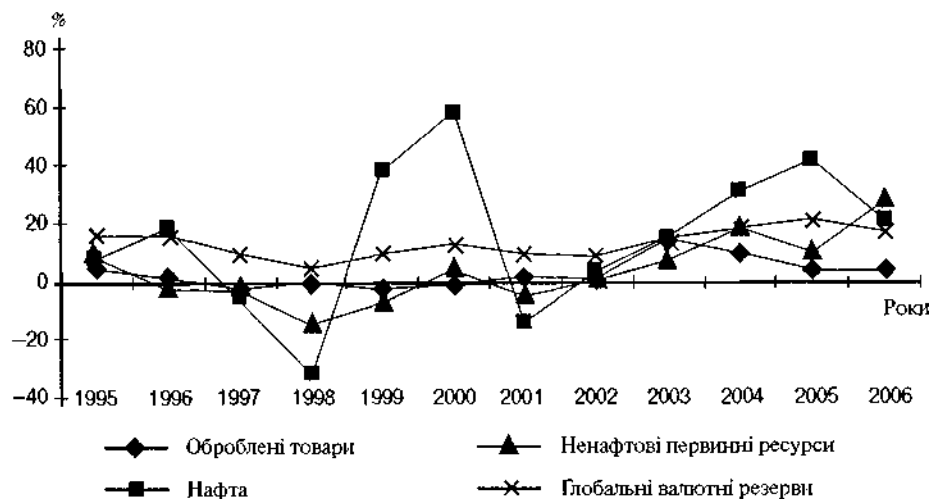


Рис. 1. Зростання вартості оброблених товарів, первинних ресурсів на світових ринках та зростання обсягів глобальних валютних резервів (% на рік)

Слід виділити ряд аспектів. Відповідно до теоретичного обґрунтування ролі валютних резервів як фактора глобальної ліквідності та глобального попиту такий щільний зв'язок між їх динамікою і цінами на первинні ресурси є відображенням певної трансформації класичної дихотомії та звичного уявлення про кількісну теорію. Через складну систему функціонування фінансових ринків і зв'язку між платіжними позиціями у світі та балансами провідних центробанків формується ситуація, коли на глобальному рівні традиційна роль грошової маси починає відводитися валютним резервам.

Відмінність у рівнях кореляції в розрізі груп товарів, що продаються на світових ринках, є дуже важливим елементом структурної диференціації механізмів, які відображають формування попиту та пропозиції в розрізі таких груп. Наприклад, порівняно найменше глобальні кондиції попиту корелюють з цінами на оброблені товари, що показує більш високу конкуренцію в даному сегменті світової торгівлі. Порівняно середнє значення кореляції резервів з цінами на нафту, швидше за все, виступає наслідком впливу високої волатильності останніх на статистичний результат. А те, що найтісніша кореляція має місце щодо ненафтових первинних ресурсів є свідченням того, як глобальний попит індукує ціни на продовольство і метали. Наявність істотної кореляції між резервами та цінами оброблених товарів, нафти і ненафтових первинних ресурсів є свідченням загального впливу глобальної ліквідності на ціни, а не навпаки. Останнє важливе, з огляду на те, що валютні резерви істотно зростають у країнах – експортерах нафти, внаслідок чого можна було б припустити, що підвищення цін на нафту збільшує резерви. Найбільший приріст резервів у світі відбувається не за рахунок таких країн, а за рахунок країн Азії¹¹, які є імпортерами енергоресурсів. У результаті зростання резервів у країнах – нафтоекспортерах так само детермінує підвищення глобального попиту на первинні ресурси, як і у випадку азійських країн, де, крім цього, ще й збільшується попит на енергоносії.

Як показує рисунок 2, екстремуми функції нафтових цін мають високу амплітуду коливань. Це явище можна пояснити у світлі моделі гіперреакції цін Франкеля.

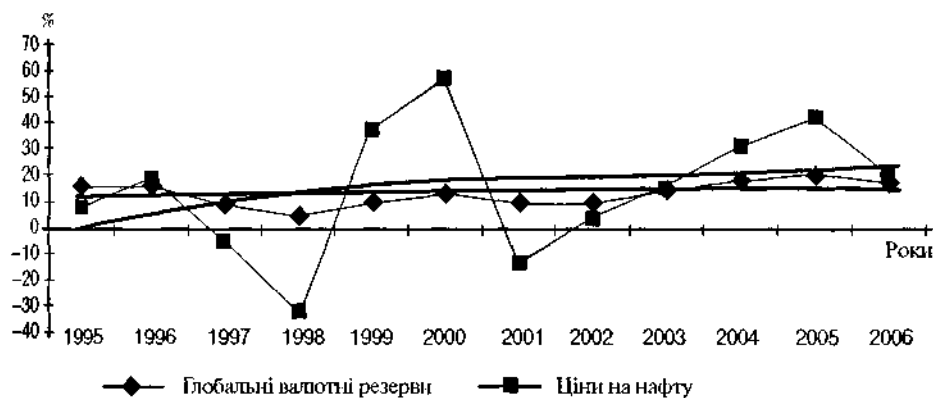


Рис. 2. Динаміка глобальних валютних резервів і цін на нафту (%)

¹¹ Див.: The Accumulation of Foreign Reserves. "ECB Occasional Paper" № 43, 2006, p. 3–72.

Даний рисунок свідчить, що коливання цін на нафту можна подати як функцію гіперреакції на поведінку глобальних валютних резервів. Часові періоди виникнення екстремумів і функції нафтових цін, і функції динаміки резервів практично збігаються. Логарифмічне згладжування обох функцій дозволяє побачити, що лінії трендів розташовані майже симетрично. Така характерна поведінка обох функцій повинна, крім усього, означати наявність чітких раціональних очікувань того, як зростання глобальних резервів позначиться на світових нафтових цінах. Зокрема, це пояснює і процес гіперреакції. Інакше кажучи, в глобальній економіці сформовано досить потужний інтерпретаційний стереотип щодо ролі глобальних резервів у визначенні поведінки глобального попиту. Таке явище слугує підтвердженням ряду монетаристських припущень про важливість усвідомлення економічними агентами передбачуваності зв'язку між певною монетарною змінною та інфляцією. У даному разі відмінність полягає в тому, що роль такої монетарної змінної виконують глобальні валютні резерви, а інфляції — коливання світових цін.

У світлі того, що збільшення глобальних резервів відбувається за рахунок країн, які розвиваються, платіжна позиція останніх відіграє провідну роль у тому, як поведуть себе резерви. Внаслідок цього в глобальній економіці формується складна конфігурація впливу на світові ціни. Згідно з нею, платіжний дефіцит

США є фактором самодостатнього прояву експансії попиту; покриття такого дефіциту, штовхаючи резерви вгору, збільшує попит найбільших світових експортерів, а економічне зростання в останніх розширює можливості для платоспроможного попиту на всіх ринках первинних ресурсів.

Із зазначеного постає питання про необхідність уточнення кількісної теорії в глобальному контексті. *По-перше*, це стосується певного структурного розриву в тому, як глобалізація впливає на зниження та підвищення цін одночасно. Зокрема, якщо за 2000–2005 рр. в США, зоні євро та Японії ціни споживчого імпорту знизилися на 7%, ціни на базові товари — на 3%, то вартість товарів у цілому зросла на 6%, вартість послуг — на 12%, вартість первинних ресурсів — на 29%, вартість житла — на 30%¹². Крім того, фактори глобальної інтеграції передбачають тенденцію постійних намагань фактичного глобального ВВП надолганати своє потенціальне значення¹³. Разом з посиленням інноваційності продукту це породжує позитивний ефект масштабу, коли з кожним наступним зростанням ВВП збільшуються можливості зниження цін на готову продукцію. Це особливо добре ілюструється на прикладі Китаю, де наближення до повного завантаження виробничих потужностей призводить до зниження цін, спричиняючи аналогічну тенденцію у азійських партнерів¹⁴. Через це знижуються ціни на експорт, що проявляється в падінні імпортних цін за всім ланцюжком глобального споживання. Проте таке наближення до повного завантаження виробничих потужностей у найбільших експортерів з Азії породжує довгостроковий зовнішній ефект у вигляді того, що виробництво і пропозиція сировинних

¹² Див.: The Global Economy. Basel, BIS, 2007, p. 18.

¹³ Див.: Gnan E., Valderrama M. — T. Globalization, Inflation and Monetary Policy. "Monetary Policy and the Economy". ONB, Q4/06, 2006, p. 37–54.

¹⁴ Див.: Nakayma K., Sasaki H., Shimizu Y. Economic Globalization and Inflation: The Case of the EMEAP Economies. International Department of Bank of Japan. EMEAP Economist Workshop Background Note (Takamatsu, Japan, June 25–27, 2007), 2007, p. 5.

ресурсів також наближаються до свого потенціалу в короткостроковому періоді. У даному разі вже не спостерігатиметься зниження цін, а навпаки, ціни на ресурси починають зростати. Оскільки світові ринки є досить уніфікованими, то зростання цін на них також починає поширюватися за всім ланцюжком глобального споживання. У результаті глобалізація породжує амбівалентний вплив на цінові тренди.

По-друге, такий різновекторний вплив на ціни в умовах глобалізації можна вважати актуальним у коротко- та середньостроковій перспективі. Далі починають працювати традиційні принципи актуалізації класичної дихотомії. Систематичне наближення до потенціального завантаження виробничих потужностей у секторах, що обслуговують виробництва, експансія яких є дефляційною, надалі починає перекидатися на ті сектори, що обслуговують і перших, і других. Наприклад, це стосується ринку продовольства. Зростання світових цін на продовольчу продукцію у 2007 р. є відображенням запізнілої реакції на довгострокове розширення глобального попиту. Це повністю кореспондує з позицією, висловленою М. Фрідменом з приводу проблеми лагів¹⁵. Свого часу дані погляди почали трактуватися як принцип “чорної скриньки”, коли неможливо чітко описати структуру зв’язків між змінами грошової маси та цінами, але можна прогнозувати наявність зв’язку між ними¹⁶. У контексті процесів глобалізації слід визнати, що дуже важко спрогнозувати, як поведуть себе ціни на світових ринках і як вони вплинуть на кінцеві індекси інфляції, оскільки не існує чіткої структури, яка б описувала зв’язок між усіма глобальними та національними змінними. Це повертає нас до монетаристського твердження про те, що слід брати до уваги зв’язок цін тільки з тими параметрами, з якими його найлегше простежити.

У світлі проведеного аналізу таким параметром є глобальні валютні резерви, а складність побудови чіткої структури зв’язків між ними та цінами зумовлена тим, що існує, принаймні, бінарність стохастичних процесів. І фактори пропозиції (динаміка цін), і фактори попиту (динаміка глобальних резервів) не є чітко структурованими. З одного боку, процес кумулятивної реакції цін у розрізі різних товарних груп на світових і внутрішніх ринках є стохастичним. Можна говорити про відмінні лаги в розрізі динаміки цін на товари на світових ринках і відмінні лаги їх впливу на окремі компоненти внутрішніх цінових індексів. При цьому неможливо чітко спрогнозувати тривалість кожного з лагів. Наявність довіри до центральних банків ще більше це ускладнюватиме. З іншого боку, процес формування глобальних резервів також неможливо звести до чіткої структури, хоча можна говорити про те, що вони перебувають у тісному зв’язку з платіжною позицією США. Проте процес трансформації попиту в Сполучених Штатах у форму глобальних валютних резервів є похідною різного роду монетарних і структурних детермінант. Це і курсове співвідношення долара та євро, і коливання процентних ставок на ринках капіталу, і динаміка грошової пропо-

¹⁵ Див.: Фрідмен М. Оптимальное количество денег. В кн.: Если бы деньги заговорили... М., “Дело”, 1999, с. 113–114; Фрідмен М. Роль монетарной политики. В кн.: Если бы деньги заговорили... М., “Дело”, 1999, с. 143.

¹⁶ Див.: Монетаризм. История экономических учений. (Под ред. А. Г. Худокормова). М., “ИНФРА-М”, 1998, с. 111–142.

зиції у США та світі, і стан бюджетних дефіцитів у провідних країнах, і валютна структура резервів центробанків у світі, і рівень доларизації активів і пасивів у світі та в розрізі регіонів, і валютна субституція в багатьох країнах тощо. В результаті чітка логіка трансформації монетарних і фінансових кондицій у світі у форму валютних резервів, а також трансформації останніх у фактор глобального попиту завжди порушуватиметься завдяки цілому набору суб'єктивних детермінант, які здебільшого можна тільки абстрактно описати.

По-третє, основою диференціації лагів на глобальному рівні слід визнати диференціацію еластичності пропозиції. Так, на національному рівні відмінність лагів у реакції цін на зрушення в попиті якщо прямо не пояснюється, то, принаймні, опосередковано зводиться і до варіативної гнучкості цін, і до варіативної еластичності пропозиції. Такий погляд, найімовірніше, сформувався під впливом кейнсіанства, оскільки самі монетаристи здебільшого констатують факт наявності лагів. Перші теоретики кількісної теорії, починаючи з Д. Юма, не виключали, що реакція цін у часі на збільшення попиту буде відмінною, оскільки за загальним збільшенням попиту приховується зменшення попиту на ті чи інші блага відповідно до індивідуальних пререференцій¹⁷. На світових ринках ціни є досить реактивними, а по сировинних товарах – відповідають моделі гіперреакції. Отже, говорити про негнучкість світових цін некоректно. Наявність гіперреакції в системі ціноутворення на ринках первинних ресурсів відображає більш глибоку проблему. Висока поточна волатильність цін та їх реактивність є наслідком намагання перекласти на поточний момент невизначеність щодо майбутніх обсягів природних запасів і витрат, пов'язаних з перетворенням таких запасів у товар, що продається на світових ринках. У довгостроковій перспективі обмеженість глобального запасу сировинних ресурсів так чи інакше обертається низькою еластичністю їх пропозиції. Це зумовлено необхідністю здійснювати значні витрати і на пошук нових родовищ, їх розробку, і в інфраструктуру світової торгівлі сировиною.

У результаті лаги змін світових цін на ресурси внаслідок зміни глобальних умов попиту варіюватимуть у розрізі номенклатури сировинних товарів з поправкою на фазу циклу та специфіку кон'юнктури окремих секторів глобальної економіки. Наприклад, можна побачити певну каскадну модель зростання світових цін. Збільшення цін на нафту є найвищим, за ним йде зростання цін на метали, і лише потім починає спостерігатися підвищення цін на сировину для аграрного сектору та на харчові продукти. Звичайно, можна стверджувати, що відмінності в гіперреакції та швидкості зростання цін можуть бути зумовленими рівнем монополізації того чи іншого ринку. Проте неважко помітити: довгострокова еластичність пропозиції відіграє принципову роль, інакше відсутність усвідомлення обмеженості доступних запасів ресурсів (у цілому, а не тільки сировинних, включно із землею) не штовхала б до світових картельних змов, що особливо яскраво проявилось на прикладі торгівлі нафтою.

З проблемою еластичності пропозиції також пов'язана тенденція до підвищення вартості житла, фінансових і реальних активів. У випадку зростання цін

¹⁷ Еволюцію кількісної теорії та методології монетаризму подано, наприклад, у праці П. Юхименка (Див.: Ю х и м е н к о П. І. Монетаризм: теорія і практика. К.: Кондор, 2005, 312 с.). У західних відомих монетаристських працях не акцентується на відтворювальних закономірностях лагів (Див.: B o r d o M., S c h w a t z A. The Importance of Stable Money: Theory and Evidence. "Cato Journal" Vol. 3, №1, 1983, p. 63–83).

на житло та реальні активи відповідно до експансії глобальної ліквідності не важко помітити той самий принцип обмеженості еластичності пропозиції. Низька еластичність пропозиції землі, а також продукції будівництва є природною і демонструє загальну логіку економічних процесів у сфері підвищення антропогенного навантаження. Наприклад, окремі дослідники підкреслюють, що зростання цін на житло та вартість будівництва перебувають у прямому, хоча і не завжди чіткому зв'язку, із зростанням обсягів валютних резервів у більшості країн, але насамперед в Азії¹⁸. Щодо вартості фінансових активів, то вона також може відображати глобальні кондиції попиту та ув'язуватись із ситуацією на світових товарних ринках. З підвищенням добробуту у світі та модернізацією фінансових систем попит на високоякісні активи зростає, а їх пропозиція у приватному секторі не може мати постійно зростаючий характер. Публічний сектор може бути певним винятком, оскільки пропозиція цінних паперів, насамперед, відображає величину бюджетного дефіциту. Проте завищений глобальний попит уповільнює зростання процентних ставок, тобто збільшує реальну вартість боргових інструментів на ринку.

По-четверте, глобальна інтеграція та посилення глобальної взаємозалежності модифікують зовнішні наслідки поєднання протилежних платіжних позицій. У традиційній теорії міжнародної макроекономіки за допомогою двокрайніх моделей показано, що дефіцит в одній країні має супроводжуватися профіцитом в іншій. Це означає, що країна з дефіцитом має надмірний попит, а країна з профіцитом – його брак. Переведення такої ситуації в категорію макроекономічної політики приводить до подібного результату: експансивна політика – в країні з платіжним дефіцитом, рестриктивна – в країні з надлишком платіжного балансу. Як наслідок, сукупний попит в обох країнах залишається відносно стаціонарним, оскільки розподіляється між ними відповідно до поточних макроекономічних умов.

Глобалізація ж породжує якісно нову ситуацію. Платіжний дефіцит в одній країні та профіцит платіжного балансу в іншій перестають бути нейтральними щодо стану попиту навіть у короткостроковій перспективі. З емпіричної точки зору це випливає з ув'язки “платіжний дефіцит США – профіцит поточного рахунку в Азії та у експортерів сировини – зростання глобальних валютних резервів – підвищення світових цін – подальше зростання резервів і т. д.”. З теоретичної точки зору така ситуація створюється внаслідок того, що і платіжний дефіцит, і платіжний профіцит мають зовнішні наслідки у вигляді збільшення попиту на тих ринках, торгівля на яких обслуговує одразу і країну з надлишковим попитом, і країну з високими заощадженнями. По суті, за рахунок глобальної інтеграції породжується ситуація, коли світові ринки перетворюються в певний спільний знаменник для країн з протилежними платіжними позиціями. Наприклад, країна з надлишковим попитом і платіжним дефіцитом, як правило, впливає на світові ціни за рахунок свого поточного споживання. У разі, коли в ній ще і занижені процентні ставки, це тільки каталізує поточне споживання, розширюючи споживання довгострокових активів з відповідними наслідками для світових цін.

¹⁸ Див.: T u r n e r P h. Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications. “BIS Quarterly Review” Sept., 2006, p. 39–52.

Країна з профіцитом, як правило маючи високі заощадження, справляє вплив на світові ринки через експансію свого інвестиційного попиту, що не виключає і підвищення поточного споживання. Як наслідок, підсумкова зміна цінового рівня на світових ринках первинних ресурсів відображає те, що глобальна економіка в цілому є закритою системою. А та обставина, що відмінні платіжні позиції її складових породжують зовнішні наслідки, відображає, що такі складові є відкритими системами. З цієї точки зору протилежні платіжні позиції складових глобальної економіки не компенсують одна одну в плані кумулятивного попиту, а стають взаємодоповнюючими щодо глобального попиту. Останнє радикально відрізняє модель глобальної економіки від моделі по типу двох країн (див. табл. 2).

Таблиця 2

Порівняння моделей "дві країни" і "глобальна економіка"
з точки зору попиту та зовнішніх ефектів

	"Дві країни"	"Глобальна економіка"
Платіжні позиції	Країна 1. $Y > A \rightarrow CAS$ Країна 2. $Y < A \rightarrow CAD$	Країна 1. $Y > A \rightarrow CAS$ Країна 2. $Y < A \rightarrow CAD$
Наслідки для попиту	Взаємна компенсація протилежних платіжних позицій	Взаємодоповнення протилежних платіжних позицій
Зовнішні наслідки	Відсутні. Компенсація відбувається через зміни валютних курсів, відносні ціни, торгівлю та потоки капіталу	Наявність зовнішніх наслідків. Їх форма залежить від того, як світові ринки реагують на характер моделі зростання в дефіцитній та профіцитній країні
Обмеженість ресурсів	На рівні країн-учасниць. Включення зовнішнього оточення послаблює проблему обмеженості ресурсів у рамках моделі	На рівні глобальної економіки. Це робить обмеженість ресурсів остаточною

У світлі характеристик моделей, поданих у таблиці 2, важливого значення набуває проблема глобальної нейтральності монетарної політики і глобальної інфляції. У випадку відсутності глобалізації нейтральність монетарної політики відображає неспроможність створених з її допомогою стимулів для сукупного попиту збільшити природний рівень завантаження виробничих потужностей, внаслідок чого монетарна експансія призводить до збільшення номінальних, а не реальних величин з певним лагом чи без нього залежно від характеру інфляційних очікувань тощо. У випадку ж глобалізації ситуація вирізнятиметься тим, що монетарна експансія у світі стає прихованою і опосередковується змінами в рівнях глобальної ліквідності не одразу (це зумовлено дезінфляційними особливостями впливу глобалізації на монетарну політику); фактор використання ресурсів відмітно впливає в розрізі секторів глобальної економіки, і по одних секторах може спостерігатися намагання фактичного ВВП наздогнати своє потенціальне значення з певними дефляційними можливостями внаслідок зростання продуктивності праці, конкуренції та алокаційної ефективності, а по інших – обмеженість ресурсів призводитиме до зростання світових цін.

На закінчення можна підсумувати. На глобальному рівні підтверджується ряд монетаристських припущень і позицій кількісної теорії, однак вони набувають нетрадиційної форми. Як грошова маса тут виступають глобальні валютні

резерви, як інфляція — ціни на первинні ресурси. З огляду на це класична дихотомія підтверджується у вигляді корельованої динаміки глобальних валютних резервів і цін на первинні ресурси. В умовах глобалізації платіжні диспозиції у світі взаємодоповнюють одна одну щодо попиту, тим самим збільшуючи ціни на світових ринках. В основі такої еластичної реакції світових цін первинних ресурсів на зміни в глобальному попиті лежить поєднання високої гнучкості ціноутворення та обмеженої пропозиції первинних ресурсів. Це трансформує нейтральність монетарної політики. На глобальному рівні вона опосередковується інфляцією цін на первинні ресурси та актуалізується з певним запізненням, оскільки глобалізація створює ряд суб'єктивних та об'єктивних передумов для зниження інфляції споживчих цін. У сукупності це підвищує проблему глобальної фінансової нестабільності, оскільки такий розрив у впливі глобалізації на ціни заохочує виникнення фінансових дисбалансів.
