
ФІНАНСИ. ПОДАТКИ. КРЕДИТ

УДК 336/339

В. В. КОЗЮК,
*професор, доктор економічних наук,
завідувач кафедри економічної теорії
Тернопільського національного економічного університету*

ФІСКАЛЬНИЙ РУБІКОН РЕЗЕРВНИХ ВАЛЮТ

Доведено зростання значення фіскального фактора у сфері стабільності резервних валют. Встановлено, що фіскальне зміщення “дилеми Триффіна” загрожує стабільності резервних валют через зміну ринкової вартості боргових інструментів, а сегментація мотивів управління валютними резервами підвищує нестабільність боргових ринків, тоді як трансформація банківської діяльності передбачає необхідність розширення фіскального простору країн – емітентів резервних валют.

Ключові слова: резервні валюти, резервні активи, фіскальна стійкість, державний борг, глобальна ліквідність.

V. V. KOZYUK,
*Professor, Doctor of Econ. Sci.,
Head of the Department of Economics,
Ternopil National Economic University*

THE FISCAL RUBICON OF RESERVE CURRENCIES

It is found that the meaning of the fiscal factor in the reserve currency stability sphere rises. It is established that the fiscal bias of the Triffin dilemma threatens the stability of reserve currency through a variation of the market value of debt instrument's channel. The segmentation of motives of the exchange reserve management increases the debt market instability, whereas a transformation of the modern banking requires a wider fiscal space of the reserve currency issuing countries.

Keywords: reserve currencies, reserve assets, fiscal sustainability, public debt, global liquidity.

Проблема глобальної монетарної стабільності в посткризовій перспективі не стояла достатньо гостро, доки агресивні програми із стимулювання сукупного попиту давали короткостроковий результат. Несподіване зростання курсу долара, масштабні операції провідних центробанків з рятування фінансового сектору в сукупності з “кейнсіанськими” публічними дефіцитами вже не здаються настільки несумісними з глобальною монетарною нестабільністю. Посткризові події продемонстрували, що фактор глобальних монетарних взаємовідносин відіграє принципову роль у нейтралізації заходів, які стимулюють сукупний попит у розвинутих країнах, консервації глобальних фінансових дисбалансів, переростанні глобальної рецесії у глобальну стагнацію. Швидке відновлення ринку активів і первинних ресурсів з численними мікрокоригуваннями посилили посткризову фонову макрофінансову нестабільність.

Але тільки в сукупності з борговою кризою в розвинутих країнах це сигналізує про виникнення ознак скоочування світу в глобальну пастку ліквідності. Вихід

з неї багато в чому заблокований знову-таки тим, що модель економічного зростання в глобальній економіці протягом десятиліття спиралася на фінансові дисбаланси, складовою яких є своєрідна презумпція безризиковості резервних валют або активів. Саме наявність глибокого та ліквідного ринку інструментів суверенних запозичень окремої групи розвинутих країн робила резервні валюти втіленням ряду переваг, які поєднували монетарні вигоди від відносної монополії світових валют і збереження вартості авуарів центральних банків за межами золота та інших монетарних металів.

Боргова криза в розвинутих країнах збіглась у часі з рядом структурних змін у глобальній економіці: акумулювання значних неявних зобов'язань, пов'язаних із старінням населення та підтримкою фінансового сектору; формування поліцентричної моделі реального сектору глобальної економіки; посилення агломераційних ефектів у сфері монетарної політики та фінансів у ряді найбільших країн з ринками, що формуються. У світлі дискусій про реформи глобального монетарного устрою криза суверенного боргу розвинутих країн вказує на те, що будь-які траєкторії майбутньої еволюції та реформування глобальних монетарних взаємовідносин так чи інакше спираються на фіскальний фактор. Посилення залежності ефективного підтримання статусу світових валют як резервних від фіскальної стійкості урядів країн, що їх емітують, дедалі чіткіше вказує на необхідність поглибленого теоретичного аналізу взаємозв'язків між борговим тягарем, фіскальною політикою та спроможністю окремих країн за допомогою національних грошей забезпечувати деномінацію зовнішніх активів решти світу. Фіскальні фактори глобальної монетарної нестабільності також недостатньо вивчено, що зумовлює актуальність даного дослідження.

Традиційний теоретичний аналіз резервних валют спирається на виявлення факторів, які роблять циркулювання обмеженого набору національних грошей ефективнішою моделлю організації глобальних монетарних взаємовідносин порівняно з ситуацією, коли всі учасники міжнародного обміну мають валюти один одного [1]. Ефект природної монополії стали активно обговорювати у межах дискусій про можливість і навіть бажаність певної конкуренції на ринку резервних валют, у результаті чого ефект мережі, диверсифікація, макрофінансові й торговельні гравітаційні фактори вибору на користь тієї чи іншої валюти прив'язки заклали аналітичний фундамент досліджень у даному напрямі.

Утім, розвиток ситуації після світової фінансової кризи у глобальних монетарних взаємовідносинах вказує, що чинна система нагромадження резервних активів, заснована на використанні вузького кола резервних валют, не забезпечує належного рівня стабільності в глобальному масштабі [2]. Наявність асиметричних інтересів у глобальних монетарних взаємовідносинах є ключовою причиною відсутності чітко окреслених інтенцій до їх реформування чи, принаймні, підвищення рівня координації національних монетарних і фінансових політик. При цьому дані підходи не містять застережень про те, що ризики для глобальної монетарної стабільності можуть зумовлюватися фіскальною вразливістю країн — емітентів резервних валют, а сама боргова стійкість багато в чому спирається на те, чи є валюти резервними. Конфігурація глобального попиту на резерви також не розглядається як потужний фактор впливу на боргову політику. Більшість досліджень перспектив посткризового розвитку резервних валют концентрується на

тому, що поглиблення фінансових систем країн з ринками, що формуються *, та зростання частки ВВП, яка виробляється за межами країн – емітентів резервних валют, створюють довгострокові ризики для підтримання їх статусу [3]. Існує обмежена група досліджень, згідно з якими структурні реформи та фіскальна консолідація є достатньо вагомими факторами резистентності статус-кво у глобальних монетарних взаємовідносинах. Без таких реформ останні можуть трансформуватися достатньо швидко і далеко не завжди в напрямі, який відповідатиме логіці підтримання глобальної монетарної стабільності [4].

Утім, безпосередні дослідження зв'язків між резервними валютами і фіскальною політикою є досить обмеженими. Традиційне сприйняття того, що резервний статус валюти дозволяє проводити більш гнучку монетарну (відсутність тягря пристосування до дефіциту платіжного балансу) та фіскальну (нижчі видатки на обслуговування державного боргу) політику, сьогодні потребує уточнення з огляду на боргову кризу в країнах – емітентах резервних валют. Так, більшість боргових криз і колапсів валюти відбувається через очікування економічних агентів щодо майбутньої, а не поточної платоспроможності, внаслідок чого актуальні значення боргового навантаження на рівні 100% ВВП посилюють невизначеність якості резервних активів і, відповідно, спроможність резервних валют підтверджувати свій статус [5]. Подібної думки додержується М. Обстфельд, який зазначає, що у світі зі зростаючим попитом на валютні резерви можуть виникнути проблеми з достатністю активів, інвестиційні якості яких допускають розміщення у них зовнішніх активів центробанків. Конфлікт між суверенною платоспроможністю емітентів резервних активів і попитом на міжнародну офіційну ліквідність можна розцінювати як нову еру глобальних монетарних взаємовідносин [6].

При цьому весь комплекс проблем у сфері взаємозв'язків між фіскальною політикою країн – емітентів резервних активів і поточним глобальним монетарним режимом потребує детальнішого теоретичного аналізу. Фіскальні обмеження резервних валют не розглядалися в літературі з аналізу критеріїв набуття ними цього статусу. Аналогічно більш глибокого вивчення вимагають питання вразливості боргових ринків до підвищення частки закордонного володіння суверенними борговими зобов'язаннями, особливо у світлі того, що за нагромадженого рівня валютних резервів сегментація мотивів управління ними генерує ризики глобальної макрофінансової нестабільності. Управляючи значними резервами, центробанки можуть провокувати коливання на ринках боргових інструментів країн, відносно яких фундаментальні й поведінкові фактори співвідношення між ризиком і дохідністю розходяться. В умовах значного боргового навантаження на розвинуті країни слід ґрунтовніше аналізувати проблему посилення взаємозв'язків між фіскальною політикою і структурою глобальних монетарних взаємовідносин, чому і присвячена дана стаття.

Так, посткризове зростання державного боргу в розвинутих країнах характеризується тим, що в середньостроковій перспективі їх фіскальна стійкість може опинитися під сумнівом (табл. 1). Причини цього є різними, але, насамперед, слід

* Поглиблення фінансових систем країн з ринками, що формуються, проявляється у зростанні частки фінансових активів та зобов'язань у ВВП і розширенні спектра доступних для інвестицій фінансових інструментів, що розширює можливості переходу на гнучкі валютні курси, отже, зменшує попит на резервні валюти в системі монетарної політики та політики забезпечення фінансової стабільності [3].

виділити такі: високий рівень боргового тягара перед кризою (в середньому понад 60% для розвинутих країн); провокування, через нагромадження значних посткризових дефіцитів, макроекономічного конфлікту між новими потребами у стимулюванні економіки (затухання кейнсіанських ефектів фіскальної експансії) та необхідністю продиктованої підвищенням плати за ризик фіскальної консолідації, що робить її сценарій невизначеним; примноження неявних зобов'язань, пов'язаних із старінням населення; обмежені можливості зниження процентного тягара з урахуванням наближення ставок центробанків до нуля; тощо. Отже, суверенна платоспроможність розвинутих країн без вжиття ними радикальних заходів фіскальної стриманості може швидко опинитися під сумнівом, який дедалі міцнішатиме в міру звуження можливостей відновлення конкурентоспроможності, особливо в разі збереження більшістю країн світу політики уникнення підвищення валютних курсів по відношенню до долара та євро.

Таблиця 1

Прогнозована траєкторія зростання чистого державного боргу у ВВП окремих країн (базовий сценарій) *

(%)

Країни і регіони	Роки					
	2010	2015	2020	2025	2030	2035
США.....	65	86	99	120	153	213
Країни зони євро.....	67	73	76	85	102	133
Японія.....	121	153	183	225	286	386
Розвинуті країни.....	67	81	90	106	132	178
Країни з ринками, що формуються.....	27	26	24	25	30	40
Світ у цілому.....	54	59	61	67	78	98

* Складено автором за [7].

Незважаючи на те, що інструменти суверенного боргу розвинутих країн залишаються основними резервними активами, боргова експансія в центрах емісії резервної валюти і експоненціальне нарощування валютних резервів, що триває у світі (рис. 1), породжують різні глобальні макрофінансові ефекти залежно від того, на якому рівні перебувають величини боргових зобов'язань та зовнішніх активів центробанків відповідних учасників глобальних монетарних взаємовідносин.

млрд. СДР

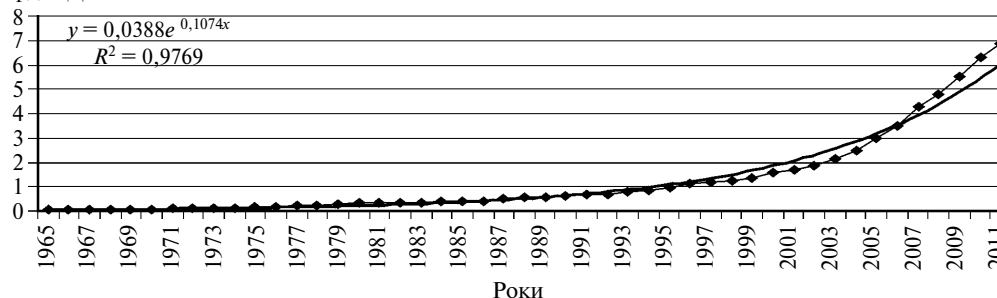


Рис. 1. Динаміка глобальних валютних резервів (за винятком золота)

Побудовано на основі даних IMF Annual Report за відповідні роки [8]

Нарощування державного боргу не може бути нескінченним (обмежується платоспроможністю уряду). У свою чергу, попит на резерви здатний суттєво впливати на боргову політику. При цьому він тільки теоретично зумовлюється доступністю резервних активів відповідної якості, довірою до макрополітики центру емісії

резервної валюти; політика ж управління резервами може зазнавати змін через диференціацію мотивів володіння та конкуренцію між резервними валютами або активами тощо. Звідси, чим ширшою буде доступність резервних активів у результаті боргової експансії, тим сильнішим ставатиме сумнів щодо надійності резервних активів, а чим значніше зростатимуть резерви, тим гострішим буде питання про їх доступність. Таким чином, розвиваються суттєві структурні зрушення у формуванні співвідношення між величиною валютних резервів (за мінусом золота) та обсягом боргових паперів публічного сектору світу в цілому, а також у США та країнах зони євро (табл. 2).

Таблиця 2

Співвідношення між валютними резервами і борговими паперами публічного сектору в глобальній економіці *

Співвідношення	Роки		
	2001	2007	2011
Глобальні резерви / Глобальний обсяг боргових паперів публічного сектору світу в цілому.....	0,096	0,23	0,24
Резерви країн з ринками, що формуються / Глобальний обсяг боргових паперів публічного сектору світу в цілому	0,058	0,17	0,16
Глобальні резерви / Обсяг боргових паперів публічного сектору США.....	0,22	0,98	0,83
Резерви країн з ринками, що формуються / Обсяг боргових паперів публічного сектору США.....	0,13	0,74	0,54
Глобальні резерви / Обсяг боргових паперів публічного сектору країн зони євро.....	0,51	0,85	1,2
Резерви країн з ринками, що формуються / Обсяг боргових паперів публічного сектору країн зони євро.....	0,31	0,64	0,78

* Складено автором на основі даних IMF Global Financial Stability Report за відповідні роки [8].

З таблиці 2 видно, що з 2001 по 2007 р. співвідношення між глобальними валютними резервами та обсягом боргових інструментів публічного сектору світу в цілому, а також США і країн зони євро зросло в декілька разів. Це саме стосується і резервів країн з ринками, що формуються, як групи в цілому. Дана тенденція кореспондує з різким підвищенням частки закордонного володіння інструментами державного боргу розвинутих країн [9]. Незважаючи на істотне підвищення останнім часом боргового навантаження в розвинутих країнах, співвідношення між резервами та запасом суверенних фінансових зобов'язань країн – емітентів двох основних резервних валют суттєво не змінилось. Якщо для США воно знизилось, то для країн зони євро – навпаки, зросло. Указану посткризову тенденцію можна було б вважати проявом розширення пропозиції інвеститабельних резервних активів, порівнянних із зростанням попиту на резерви. Розвинуті країни і країни з ринками, що формуються, реалізують протилежні моделі пристосування до посткризової рецесії *: макроекономічна експансія в перших та уникнення

* Відмінності в обмеженнях платіжного балансу та фактичних режимах валютних курсів роблять різними базові макроекономічні умови в розвинутих країнах і країнах з ринками, що формуються. Перші (плаваючі курси та місткий внутрішній фінансовий ринок) спираються на зниження ставок і кількісну експансію центрального банку в сукупності із значними дефіцитами; другі – змушені вибирати між девальвацією, збереженням резервів та підтриманням ставок на рівні, який би не провокував істотну втечу капіталів. Монетарна експансія в розвинутих державах призводить до того, що в країнах з ринками, які формуються, спостерігається майже дзеркальне збільшення резервів. Це відбувається внаслідок того, що в перших капітал відпливає в пошуках доходності, а в другі – припливає саме з цією метою. При прагненні уникнути реваль-

підвищення валютного курсу в других мали б розглядатись як сумісні з міркувань синхронного зміщення попиту і пропозиції резервних активів угору. Проте синхронність такого зміщення можна допустити тільки в короткостроковому періоді, що засвідчує активізацію ефектів переключення на високоякісні активи і пошуку “тихих гаваней”, диференційованих за способом проведення центрального банком — емітентом резервної валюти політики підтримки ринку активів та фінансових установ, коли він перестраховує портфельних та суверенних інвесторів через глобалізацію ролі кредитора останньої інстанції. Однак у довгостроковому періоді глобальна монетарна стабільність дедалі більше наражатиметься на обмеження у вигляді очікувань щодо платоспроможності провідних країн, а борговий фактор ставатиме дедалі вагомішим тригером трансформації монетарного устрою світу. Стосовно цього можна виділити декілька ключових моментів.

З огляду на те, що посткризовий попит на валютні резерви вказує на збереження тенденції попереднього періоду, питання їх оптимальної алокації загострюється. У збереженні попиту на резерви дедалі чіткіше проступає поєднання посиленого мотиву самострахування (спроможності резервів виконувати роль буфера ліквідності) із зростанням інтересу до монетарного меркантилізму, викликаного бажанням пристосуватися до глобальної пастки ліквідності і триваючої рецесії *. У цілому приріст обсягів валютних резервів у світі відбувається швидше за функцію їх експоненціальної апроксимації (див. рис. 1).

Фіскальне зміщення “дилеми Триффіна” ** стає дедалі очевиднішим. Дане явище можна охарактеризувати так. Триваюча тенденція до нагромадження чистих зовнішніх активів у країнах з ринками, що формуються (і в ряді розвинутих країн з профіцитним платіжним балансом), призводить як до підвищення рівноважного попиту на резервні активи, так і до зростання обсягу акумульованих вимог до їх емітентів. Однак збереження цієї тенденції надалі ставитиме питання про траєкторію зростання державного боргу розвинутих країн, оскільки вони вже перебувають у стані боргової вразливості. Звідси, підвищення рівноважного попиту на резервні активи стає несумісним з суверенною платоспроможністю країн — емітентів резервної валюти. Актуалізація одразу після кризи “ефекту тихої гавані” відобразила швидке переключення на високоякісні та надійні активи. Але з часом, через зміну очікувань, він уже не може компенсувати брак фіскальної стабільності та чітких свідчень щодо відновлення глобальної конкурентоспроможності. Досягнення державним боргом гранично високих значень у всіх розвинутих країнах не може розглядатись як розширення зони допустимої алокації зовнішніх активів. Навпаки, збереження зовнішнього попиту на інструменти з фіксованим доходом не дозволяє курсу резервних валют знизитися по відношен-

вації зростання резервів автоматично перерозподіляє глобальну ліквідність, тим самим знижуючи ефективність монетарного стимулювання виходу з посткризової рецесії.

* Нові дослідження цих питань підтверджують, що у посткризовий період не варто чекати на зниження попиту на резерви [10]. На основі зроблених висновків можна стверджувати, що макроекономічна нестабільність, скоріше, посилюватиме невизначеність щодо майбутнього резервних валют, ніж змінюватиме попит на резервні активи.

** Автентична “дилема Триффіна” — це ситуація, коли нагромадження зовнішніх зобов'язань США, зумовлене зростаючими потребами в засобах міжнародної ліквідності, підірвало спроможність підтримувати конвертованість долара у золото з огляду на стаціонарні запаси останнього [11].

ню до курсів валют решти світу. Це ускладнює відновлення як їх конкурентоспроможності, так і ключових економік, на що останні реагують бюджетними дефіцитами та монетарним пом'якшенням. Таким чином, відсутність достатньої курсової гнучкості у світі певною мірою погіршує майбутню боргову траєкторію країн – емітентів резервних активів. Програми ж підтримки ринку суверенних активів (ФРС здійснює їх з 2008 р., ЄЦБ – з 2012 р.) збільшують короткострокову ліквідність у відповідних валютах і тим самим провокують конфлікт між збереженням ринкової вартості активів та їх реальною альтернативною вартістю через перенесення інфляції на інші сегменти ринку.

Це дає можливість переформулювати традиційну “дилему Триффіна” і виразити її так. Глобальна економіка ще тривалий час функціонуватиме в стані збереження значного попиту на валютні резерви, покликані забезпечити міжнародну ліквідність країни, її резистентність до шоків умов торгівлі та руху капіталів. Оскільки зовнішні активи центробанків деномінуються в суверенні боргові зобов'язання країн, валюти яких є резервними, задоволення такого попиту має спиратися на паралельне зростання емісії державного боргу, що, у свою чергу, підриватиме фіскальну спроможність емітентів резервних активів. Завдяки цьому виникатиме питання про співмірність потреб у надійних активах і спроможності урядів, центробанків та ринків підтримувати їх вартість. Значне боргове навантаження та недостатня курсова гнучкість, скоріше, зумовлюватимуть збільшення розриву в темпах зростання між резервними центрами та рештою світу, внаслідок чого експансіоністська фіскальна політика у них погіршуватиме довгострокове співвідношення частки боргу країни – емітента резервної валюти в глобальному борзі та частки її ВВП у глобальному ВВП.

З огляду на те, що зниження частки ВВП країни – емітента резервної валюти в глобальному виробництві послаблює ефект мережі й активізує пошук представництва в резервах активів країн, що розвиваються, послаблення попиту на резервну валюту може погіршити спроможність рефінансувати нагромаджені борги її емітента (що є еквівалентним підвищенню ставок, зниженню вартості боргу, зростанню тягара видатків на його обслуговування та загостренню проблеми бюджетного балансу) і посилити інтерес до виходу з неї. Отже, в умовах досягнення борговим тягарем країн – емітентів резервних валют маргінальних значень недостатня курсова гнучкість, посилення глобальної фінансової конкуренції та перерозподіл глобального ВВП на користь нових лідерів можуть перетворитися на природну тенденцію до трансформації монетарного устрою світу. Зниження ринкової вартості зовнішніх активів центробанків, які володіють їх значними обсягами, підкреслюватиме ключову роль фіскального фактора життєвого циклу резервної валюти. Формально дану закономірність зображено на рис. 2.

З рисунка 2 впливають такі закономірності. Наявність зовнішнього попиту на боргові зобов'язання країни – емітента резервної валюти призводить до того, що певний період часу її частка в глобальному борзі може перевищувати аналогічну частку ВВП з певними позитивними наслідками для ринкової вартості її боргу. Зовнішній попит знижує процентні ставки, тим самим штовхаючи вгору реальну вартість боргових зобов'язань. Лінія ринкової вартості боргу може змінювати свою траєкторію. Чим крутішою вона буде, тим більше це вказуватиме на масштаби попиту на резервні активи, і навпаки. У міру збільшення розриву між часткою боргу в глобальному борзі та часткою ВВП у глобальному випуску додатні значен-

ня зовнішнього попиту можуть зберігатись, але його вплив на зростання ринкової вартості боргу країни – емітента резервної валюти зменшуватиметься. Така закономірність пояснюється посиленням невідповідності між борговим тягарем центру емісії резервної валюти та його внеском у глобальний ВВП, що штовхатиме до диверсифікації резервних валют і пошуку альтернативних резервних активів. Розрив у темпах зростання резервного центру та рештою світу (знаменник показника по осі OX) накладає нелінійні обмеження на фіскальну експансію першого. Спочатку відносно зростання боргового навантаження у країні – емітенті резервної валюти сприймається позитивно, оскільки розширюється зона доступних резервних активів, необхідних для алокації резервів, на які є зростаючий попит. Але шойно фіскальна експансія (чисельник показника по осі OX) починає реалізовуватися в умовах істотного розриву між темпами зростання резервного центру і рештою світу (знаменник показника по осі OX), призводячи до швидкого абсолютного та відносного акумулювання державного боргу, невпевненість у фіскальній стійкості країни – емітента резервних активів погіршує якість останніх, а їх ринкова вартість знижується. Слідом зменшується і попит на резервну валюту, що зумовлює падіння частки ВВП країни – емітента резервної валюти в глобальному випуску, звужує попит на резервні активи, ринкова вартість яких починає падати швидше.

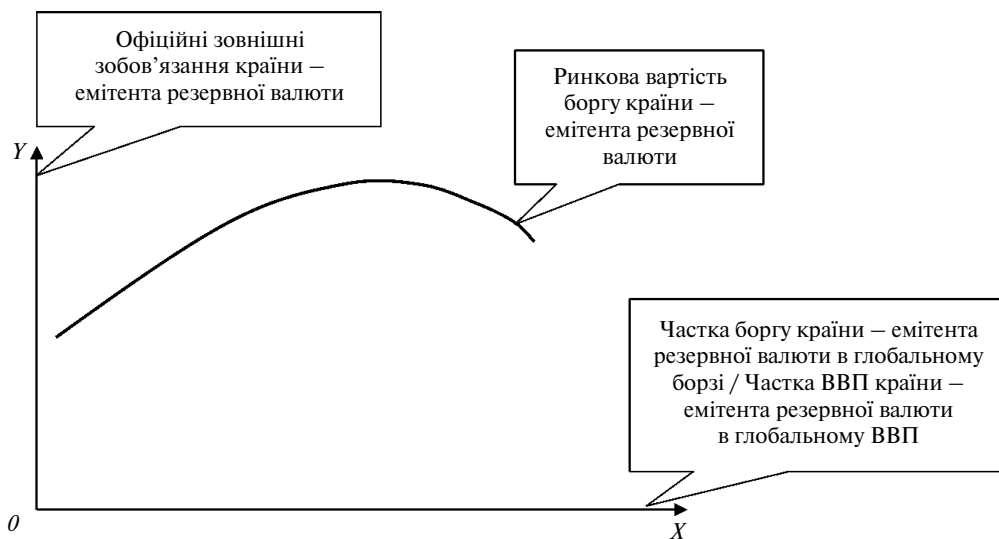


Рис. 2. Динаміка ринкової вартості боргу країни – емітента резервної валюти

Виходячи зі схеми, зображеної на рисунку 2, можна говорити про наявність декількох ключових проблем, пов'язаних з макрофінансовою стабільністю резервного центру. Так, зовнішній попит на резервні активи підвищує їх ринкову вартість навіть у супереччя тому, що розрив між внесками їх емітента, відповідно, у фінансовий і реальний виміри глобальної економіки може значно збільшуватися. Нижчі процентні ставки по боргових інструментах резервного центру здатні призводити до одночасного зростання державного боргу та зовнішнього володіння ним. Макро-економічна політика може стати суворішою і провокувати моральний ризик. Але, в міру розширення зовнішнього володіння резервними активами, зростає імовірність того, що їх вартість визначатиметься не центробанками, які емітують

резервну валюту, а центробанками, які нею володіють у значних масштабах. Звідси, щойно фіскальна ситуація в країні – емітенті резервної валюти почне погіршуватися з одночасним падінням її частки в глобальному ВВП, інтерес до диверсифікації валютних резервів посилюється. Він може реалізуватися через зростання частки інших резервних валют або через розміщення резервів у нових валютах, що в сукупності призведе до зменшення попиту на резервні активи, боргові якості яких знизяться. Їх кумулятивна ринкова вартість зменшиться порівняно з попереднім періодом (спадна частина лінії ринкової вартості боргу на рис. 2). Звідси, диверсифікація зовнішніх активів центробанків зумовить появу Лафферівських ефектів у динаміці ринкової вартості боргу країни – емітента резервних активів (зростання ринкової вартості боргу за умов значного попиту на резервні активи, за яким слідує протилежна тенденція, яка візуально нагадуватиме боргову криву Лаффера). Таке падіння може негативно позначитися на всій глобальній економіці через ефект добробуту. При цьому за високих значень боргового навантаження зниження зовнішнього попиту тільки посилюватиме невпевненість у борговій стабільності й погіршуватиме очікування глобальних монетарних наслідків кредитування центробанком – емітентом резервної валюти як останньої інстанції по відношенню до уряду. Відповідно, макрофінансова стабільність країни – емітента резервної валюти набагато жорсткіше прив'язана до її поточного і майбутнього фіскального стану порівняно з тим, коли ключовим резервним активом було золото.

Сегментація мотивів управління резервами внаслідок значних обсягів володіння ними привносить додаткову нестабільність у сферу фіскальної політики. З одного боку, це є продовженням ситуації із зростаючим значенням зарубіжного володіння інструментами суверенних запозичень розвинутих країн, а з іншого, зміни в мотивах управління резервами не можуть бути нейтральними щодо кон'юнктури на боргових ринках окремих країн. Посилення диференціації рівня ризику (зростання дисперсії спредів), навіть у межах класу боргових інструментів розвинутих країн, розширює потенціальні варіанти розміщення резервів залежно від мотивів управління ними. Оскільки високі інвестиційні якості та ліквідність не є винятковими критеріями в умовах фрагментації мотивів управління резервами, окремі центробанки, так само як і портфельні інвестори, можуть змінювати вибір у рамках обмеження “ризик – дохідність”. Співвідношення між ризиком і дохідністю багато в чому залежить від поєднання суб'єктивної оцінки рівня боргового тягаря і глобального фону процентних ставок. Рівень державного боргу, який ототожнюється з джерелом макрофінансової нестабільності, може варіювати. Це відповідає випадкам незбігу величини нагромадженого країною боргу із спредами по її боргових зобов'язаннях. Рівень глобальних процентних ставок також може варіювати, але при цьому він залишається екзогенним по відношенню до більшості країн. Схематично дану залежність наведено в таблиці 3.

Розглянуті варіанти свідчать, що в умовах сегментації мотивів управління резервами боргова політика країн, що емітують активи, на які поширюється попит монетарних органів інших країн, може опинитися в нестабільному середовищі. Це виражатиметься в такому.

1. Зміни в мотивах можуть впливати з ринкової кон’юнктури і бути проциклічними. Якщо мотиви змінюються ендогенно, то в одних випадках вони можуть мати стабілізуючий ефект, а в інших — дестабілізуючий, що все одно послаблює зв’язок між якістю боргових інструментів і ринковими стимулами підтримки фіскальної дисципліни.

Таблиця 3

Боргова нестабільність у розрізі мотивів управління резервами і варіантів середовища фіскальної політики

Рівень боргового тягаря	Глобальні процентні ставки	
	низькі	високі
Низький	Сприятливе середовище для фіскальної стабільності. Боргові інструменти розглядаються як надійні та ліквідні. Попит на них прив’язаний до мотиву підтримання ліквідності та збереження вартості резервів. У випадку, коли це не є основним мотивом, а у попередньому періоді спостерігалася значна присутність центробанків-нерезидентів, країна може зіткнутися з короткостроковими труднощами у сфері рефінансування навіть за стабільної боргової ситуації	Середовище фіскальної політики обмежує можливості для ефективних довгострокових запозичень. Боргові інструменти розглядаються як здатні вмщувати елемент спекулятивної дохідності. Попит на них прив’язаний до мотиву компенсації втрат від володіння низькодохідними активами. Якщо такий мотив домінує, то країна може наразитися на ризик відносно легкого збільшення державного боргу. Якщо ж домінує мотив переваги ліквідності та надійності, ризик швидкого нагромадження країною боргу і погіршення майбутньої боргової стійкості може переоцінюватися
Високий	Середовище фіскальної політики є обмежено сприятливим. Боргові інструменти розглядаються як ліквідні, але їх надійність сприймається з поправкою на майбутню траєкторію державного боргу. Мотив ліквідності визначатиме попит на них. Мотив збереження вартості резервів також може бути актуальним, але з коригуванням на майбутню платоспроможність. Якщо ж мотив збереження вартості спирається на високий рівень несприйняття ризику, центробанк ставитиме під сумнів доцільність значного володіння такими активами	Жорстке середовище фіскальної політики. Боргові інструменти розглядаються як ризикові. Вони ігноруватимуться мотивом ліквідності та підтримки вартості. Але в окремих випадках намагання компенсувати втрати капіталу від володіння низькодохідними активами можуть заохочувати до підвищення схильності до ризику в управлінні резервами. Реалізація такого мотиву справлятиме стабілізуючий ефект на боргових ринках країни, але навряд чи сформує довгострокові позитивні стимули для підтримки фіскальної дисципліни

2. Послаблення ринкової дисципліни в одних випадках і брак попиту на високоякісні інструменти — в інших роблять боргову політику відносно успішною, що створюватиме некоректні сигнали для фіскальної політики. Боргова стабільність ставатиме вразливою до ступеня прийняття морального ризику гравцями ринку суверенних зобов’язань, що може підірвати основи здорової конкуренції між резервними валютами.

3. В умовах асиметричної конкуренції між резервними валютами зростає значення когерентності між позиціонуванням центробанку — емітента резервної ва-

люти та якостями таких валютних активів. Наприклад, якщо якості боргових інструментів окремої країни імпліцитно формують гарантії свого центрбанку як кредитора останньої інстанції, то вони можуть сприйматись як такі, що містять елемент валютного ризику, пов'язаного з монетарною експансією. Попит на них підтримуватиметься в значних обсягах тоді, коли валютний курс такої резервної валюти не є гнучким щодо валютного курсу країни, яка підтримує значне зовнішнє володіння такими активами. Якщо якості боргових інструментів іншої країни зумовлюють гарантії більш консервативного монетарного курсу центрбанку – емітента валюти, в якій такі інструменти деноміновані, то вони можуть допускати вищий рівень ризику платоспроможності. Попит на такі інструменти може підтримуватись як альтернатива більш традиційним інструментам. Таким чином, збіг мотивів вибору резервної валюти та якостей резервних активів є важливою умовою для стабільності глобальних монетарних взаємовідносин у довгостроковому періоді, що задаватиметься ринком резервних валют і ринковою поведінкою його учасників.

Проте в короткостроковому періоді ситуація може бути іншою. Активи з імпліцитними гарантіями кредитора останньої інстанції можуть оцінюватися вище і тим самим штовхати валютний курс у протилежному напрямку по відношенню до динаміки грошової пропозиції відповідного центрбанку. Якщо всі центрбанки – емітенти резервних валют одразу займуть позицію кредитора останньої інстанції по відношенню до активів, деномінованих у їхні валюти, то світ зіткнеться зі стрибком глобальної грошової пропозиції, яка не коригуватиметься змінами валютного курсу між резервними валютами. Ринкові коригування відкладатимуться в часі, проте відбуватимуться в більших масштабах. За таких умов, чим значніше боргова політика країн – емітентів резервної валюти коригуватиметься в бік підтримання довгострокової платоспроможності, тим слабше обвал глобального грошового нависання вдарить по спроможності рефінансування поточних зобов'язань, і навпаки. Незважаючи на те, що стимули до фіскальної консолідації в розвинутих країнах пов'язують з потребами раціоналізації основ фіскальної політики, зростає кількість досліджень, що вказує на затребуваність заходів економії з макрофінансових міркувань і потреб підтримки монетарної стабільності у світі [12].

Зміни в структурі глобальної ліквідності також впливають на характер зв'язку між фіскальною стійкістю в центрах резервної валюти і глобальною макрофінансовою стабільністю. Незважаючи на величезні обсяги нагромаджених валютних резервів, основою глобальної ліквідності є не стільки офіційна ліквідність (валютні резерви та кредитні механізми міжнародних фінансових організацій), скільки приватна ліквідність, яка виражається величиною валових зобов'язань глобального фінансового сектору [13]. У міру трансформації в глобальному банківському бізнесі системи управління пасивами поведінка зовнішніх зобов'язань провідних фінансових установ набагато краще відображає напрями змін у глобальному кредитному та фінансовому циклі. Глобальна грошова пропозиція, транскордонні потоки капіталу, коливання вартості активів стають похідними від ринкових умов, які задають середовище здійснення глобальних банківських запозичень [14]. Зростання значень валових зовнішніх позицій глобальних банків змінює їх залежність від стану ліквідності активів та ринку в окремій резервній валюті [15]. Завдяки цьому фінансова стабільність у світі зумовлюється тим, наскільки глобальні банки з вагомими зовнішніми позиціями можуть розраховува-

ти на роль кредитора останньої інстанції та фінансову підтримку з боку уряду в разі, коли частина їх активів у певній валюті опиниться під ризиком різкої втрати якості. Оскільки резервні валюти здебільшого і є ключовими валютами, у яких деноміновано левову частку глобальних банківських зовнішніх активів та зобов'язань, саме від міри співвіднесеності масштабів заходів з підтримки ліквідності та платоспроможності таких банків центрами емісії резервних валют і масштабів їх зовнішніх позицій, які опинилися під ризиком, залежатиме глобальна макрофінансова стабільність у світі.

З огляду на те, що банківські кризи супроводжуються різким підвищенням рівня боргового тягаря [16], спроможність країни — емітента резервної валюти збільшувати з метою підтримки фінансового сектору державний борг без ризику для суверенної платоспроможності (достатність фіскального простору) перетворюється на визначальну умову ліквідності не просто резервних активів, а й фінансової системи в цілому. Завдяки цьому факту боргова стабільність таких країн стає основою довіри і до самої валюти безвідносно до того, використовується вона в офіційних операціях (центральними банками) або у приватних (фінансовим сектором). Рух обмінного курсу між такими валютами в короткостроковому періоді визначатиметься не тільки тим, у якого з центробанків — емітентів резервної валюти значніший потенціал для виконання ролі кредитора останньої інстанції в глобальних масштабах, але й тим, у якого уряду більший фіскальний простір для різкого підвищення в разі потреби обсягів чистих запозичень для підтримки фінансового сектору. Недавні кризи в банківських системах Ісландії, Ірландії, Великобританії вказують на те, що неможливість уряду забезпечити глобальним банкам-резидентам фінансову підтримку впливає саме з розриву між величиною їх зовнішніх позицій та обсягами можливого зростання державного боргу в короткостроковому періоді. З урахуванням того, що більшість розвинутих країн мають обсяги державного боргу на рівні 100% ВВП, можна дійти висновку, що фіскальний фактор забезпечення надійності резервної валюти у них суттєво послаблений. Посилення тенденції до пошуку альтернативних резервних активів детерминуватиметься не тільки розривом між часткою боргу і часткою ВВП у відповідних глобальних величинах, що загрожуватиме значними втратами капіталу від зменшення їх ринкової вартості (див. рис. 2.), а і вразливістю фіскальних позицій резервних центрів. За такого боргового тягаря підтримка фінансового сектору чи будь-які інші фіскальні акції із стимулювання економіки вимагатимуть потужних монетарних ін'єкцій, не сумісних з довірою до резервної валюти в довгостроковому періоді.

У світі, де резервними активами є власне активи, а не золото, підтримка ліквідності не наражається на фізичні обмеження запасу металу. Якщо за міжнародних монетарних устроїв, заснованих на прив'язці до металу, фіскальна політика зумовлювалася виключно тим, наскільки центральний банк може виконувати монетарні зобов'язання з конвертованості валюти у золото, що робило її більш гнучкою за вищих обсягів золотих запасів, то в сучасних умовах модель резервних активів зазнає істотних змін, а саме: а) існуючі резервні валюти або активи перебувають між собою в конкурентних відносинах. Позиціонування центробанку-емітента (як установи, монетарна стратегія якої розглядається з позиції наслідків для доходності та ринкової вартості резервних активів) та гли-

бина фінансової системи, яка забезпечує ліквідність ринку, перетворюються на конкурентні переваги тієї чи іншої резервної валюти або активів, мотиви розміщення коштів в яких є сегментованими; б) концентрація валютних резервів та обсяг їх акумулювання перестають бути нейтральними щодо мотивів управління ними, а це означає наявність ризиків коливання фінансового ринку внаслідок реалокації зовнішніх активів центробанків. Звідси, чим глибший ринок, тим він стабільніший, тоді як більш вузькі ринки можуть сприйматись як нішеві з відповідною специфікою вразливості; в) фінансовий простір починає відігравати вирішальне значення в забезпеченні надійності резервних активів через створення достатньої місткості ринку; підтримання їх вартості на рівні, порівнянному з довгостроковими очікуваннями суверенної платоспроможності; наявність можливостей збільшити чисті запозичення для екстреної підтримки фінансового сектору та компенсації попиту в економіці, рецесія в якій зумовлюється фінансовим стресом.

Рух до багатополлярної моделі глобальних монетарних взаємовідносин допускати, що розвинуті країни вже не зможуть дозволити собі більш слабкі фінансові позиції, інакше їм не вдасться зберегти статус-кво у сфері резервних активів. Просування національних валют окремих країн – нових лідерів для заміщення традиційних долара та євро спирається на ідею відносно збалансованих фінансових позицій та невеликого тягаря державного боргу. Поступова лібералізація рахунків руху капіталів у таких країнах дозволить створити ринок активів, доступних для алокації закордонних залишків коштів у валютах, нагромаджених у рамках експортно-імпортних операцій. Однак питання ліквідності ринку і спроможності гарантувати його функціонування без конфлікту між макрофінансовими і широкими економічними цілями залишається відкритим. Попит на активи країн, що просувають ідею перетворення своїх валют на резервні, рано чи пізно почне підривати курсове співвідношення, за якого формується їх довгострокова перевага – профіцит поточного рахунку. Відносна фінансова збалансованість також багато в чому спирається на те, що такі країни спромоглися нагромадити значні зовнішні резерви, тобто реагували на глобальний попит збільшення випуску і уникали зміцнення валютного курсу. Для експортерів енергоресурсів фінансовий баланс також зумовлюється поведінкою цін на енергоносії, чутливих до змін у глобальній грошовій пропозиції. Звідси, глобальна економіка стикається з дилемою. З одного боку, розширення конкуренції між резервними валютами або активами сприяє підвищенню глобальної макрофінансової стабільності та посилює симетричність втрат і вигод пристосування до нових рівноважних умов, що дозволяє уникнути напруження у сфері глобальних монетарних взаємовідносин. З іншого боку, рух до багатополлярної моделі резервних валют або активів послаблюватиме передумови для збереження адекватності між гегемоністськими проектами альтернативних резервних валют та економічною моделлю, на основі якої такі проекти стали можливими. Підвищення вразливості до шоків ринку активів, а також готовність фінансово та монетарно підтримувати фінансовий сектор, відкритий до переливів капіталів, стають чутливими до запасу валютних резервів, нагромадження яких буде несумісним з резервним статусом валюти. Звідси, сценарій розвитку глобальних монетарних взаємовідносин визначатиметься тим, як розвинуті держави (США,

країни зони євро) реалізовуватимуть політику фіскальної консолідації в сукупності із структурними реформами, пов’язаними з необхідністю активізації некейнсіанських ефектів бюджетної економії, і як нові лідери (Китай, Бразилія і в регіональному масштабі – Росія) проводитимуть структурні реформи, спрямовані на підвищення стабільності фінансових систем та їх адаптації до гнучких валютних курсів і шоків руху капіталів і ринку активів (у тому числі із запровадженням фіскальних буферів ліквідності, які могли б виконувати контрциклічну місію).

Характер шоків, на які здебільшого наражається вітчизняна економіка, передбачає, що основним критерієм вибору структури резервів повинна бути їх ліквідність. Це особливо актуально у світлі того, що існуюча практика управління резервами тісно прив’язана до операцій уряду у сфері зовнішнього боргу. У свою чергу, криза 2008–2009 рр. показала, що необхідність підтримки фінансового сектору обмежується спроможністю уряду здійснювати зовнішні запозичення, вартість яких для таких країн, як Україна, зумовлюється величиною нагромаджених резервів. Це означає, що вітчизняна економіка є набагато вразливішою до коливань глобальної ліквідності, ніж це уявляється, оскільки спроможність нагромаджувати резерви та мінімізувати вартість обслуговування зовнішнього боргу є симетрично проциклічною. З огляду на зростання ризиків невизначеності майбутньої моделі глобальних монетарних взаємовідносин та боргову вразливість розвинутих країн, макроекономічна політика України повинна орієнтуватися на послаблення зв’язку між вартістю запозичень та обсягом резервів, а також на зниження ролі останніх у процесі пристосування до шоків, чого можна досягти при поєднанні політик цінової стабільності, курсової гнучкості та фіскальної дисципліни.

Висновки

Посилення глобальної фінансової конкуренції та посткризова обтяженість розвинутих країн державним боргом підвищують значення фіскальної стійкості як фактора життєспроможності резервних валют. У глобальній економіці спостерігається ряд структурних змін, які вимагають переосмислення ролі фіскальної політики у забезпеченні глобальної монетарної стабільності. Посилення фіскального виміру “дилеми Триффіна” засвідчує, що зростання глобального попиту на валютні резерви ставить питання про доступність належних резервних активів. Однак зростання державного боргу країни – емітента резервної валюти підвищує ризик збереження вартості активів у ній. Сегментація мотивів управління резервами в умовах зростання частки закордонного володіння інструментами державного боргу може підвищувати нестабільність у сфері його рефінансування. У світовій системі приватної ліквідності, заснованій на зовнішніх позиціях банків, для країни – емітента резервної валюти потрібний достатній фіскальний простір для здійснення запозичень з метою екстреної підтримки фінансового сектору. Тенденція до багатополосної моделі резервних валют або активів калібруватиметься тим, наскільки успішно розвинуті країни – емітенти резервних валют здійснять фіскальну консолідацію та супутні структурні реформи, а країни – нові лідери, що просувають ідею гегемонії власних валют, – реформи, спрямовані на підвищення стабільності й адаптивності національних фінансових систем. Пристосування такої країни, як Україна, до глобальної не-

стабільності у сфері резервних валют або активів має йти шляхом розширення курсової гнучкості та підвищення резистентності вітчизняного реального та фінансового секторів до курсових коливань між провідними валютами світу.

Список використаної літератури

1. *Eichengreen B.* Hegemonic Stability Theories of International Monetary System // NBER Working Paper. – 1987. – № 2193. – P. 1–24.
2. 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.
3. Financial Deepening and International Monetary Stability // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/16. – P. 1–21.
4. *Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh.* Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. – № 444. – P. 1–75.
5. *Fratzscher M., Mehl A., Vansteenkiste I.* 130 Years of Fiscal Vulnerabilities and Currency Crashes in Advanced Economies // Paper Presented at IMF-EUI “Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability” Conference. – Florence. – 6–7 June. – 2011. – P. 1–52.
6. *Obstfeld M.* International Liquidity: The Fiscal Dimension // Monetary and Economic Studies. – 2011. – Nov. – P. 33–48.
7. *Gagnon J., Hinterschweiger M.* The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy. – Wash. : Peterson Institute for International Economics (D.C.), 2011. – P. 7.
8. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.imf.org.
9. *Rother Ph., Schuknecht L., Starl J.* The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // ECB Working Paper. – 2010. – № 121. – P. 1–34.
10. *Ghosh A., Ostry J., Tsangarides Ch.* Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980 // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/34. – P. 1–39.
11. *Triffin R.* Gold and Dollar Crisis. – New Haven, Conn. : Yale University Press, 1961. – 246 p.
12. Euro, Dollar, Yuan Uncertainties. Scenarios on the Future of the International Monetary System // World Economic Forum World Scenario Series. – 2012. – June. – P. 1–36.
13. Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications // Committee on the Global Financial Stability System Papers. – 2011. – № 45. – P. 1–39.
14. *Shin H.S., Shin K.* Procyclicality and Monetary Aggregates // NBER Working paper. – 2011. – № 16836. – P. 1–27.
15. *Acharya V., Schnabl Ph.* Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09 // IMF Economic Review. – 2010. – P. 1–37.
16. *Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C.* How Effective is Fiscal Policy Response in Systematic Banking Crisis // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160. – P. 1–39.

References

1. Eichengreen B. Hegemonic stability theories of international monetary system. *NBER Working Paper*, 1987, No. 2193, pp. 1–24.
2. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System. New York, UNO, 2009.
3. Financial deepening and international monetary stability. *IMF Staff Discussion Note*, 2011, SDN/11/16, pp. 1–21.
4. Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global currencies for tomorrow: A European perspective. *EC Economic Papers*, 2011, No. 444, pp. 1–75.
5. Fratzscher M., Mehl A., Vansteenkiste I. 130 Years of fiscal vulnerabilities and currency crashes in advanced economies, Proceed. of the IMF-EUI “Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability” Conference, Florence, June 6–7, 2011, pp. 1–52.

6. Obstfeld M. International liquidity: The fiscal dimension. *Monet. and Econ. Studies*, 2011, Nov., pp. 33–48.

7. Gagnon J., Hinterschweiger M. The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy. Washington, Peterson Inst. for Int. Econ., 2011.

8. Available at: www.imf.org.

9. Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters. *ECB Working Paper*, 2010, No. 121, pp. 1–34.

10. Ghosh A., Ostry J., Tsangarides Ch. Shifting motives: explaining the buildup in official reserves in emerging markets since the 1980. *IMF Working Paper*, 2012, WP/12/34, pp. 1–39.

11. Triffin R. Gold and Dollar Crisis. New Haven, Yale Univ. Press, 1961.

12. Euro, dollar, yuan uncertainties. Scenarios on the future of the international monetary system. *World Economic Forum World Scenario Series*, 2012, June, pp. 1–36.

13. Global liquidity – concept, measurement and policy implications. *Committee on the Global Financial Stability System Papers*, 2011, No. 45, pp. 1–39.

14. Shin H.S., Shin K. Procyclicality and monetary aggregates. *NBER Working Paper*, 2011, No. 16836, pp. 1–27.

15. Acharya V., Schnabl Ph. Do global banks spread global imbalances? Asset-backed commercial paper during the financial crisis of 2007-09. *IMF Economic Review*, 2010, pp. 1–37.

16. Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. How effective is fiscal policy response in systematic banking crisis. *IMF Working Paper*, 2009, WP/09/160, pp. 1–39.

Стаття надійшла до редакції 8 січня 2013 р.
