

## НАУКОВІ ДИСКУСІЇ

УДК 330.33.01;336

О. Л. ЯРЕМЕНКО,  
*професор, доктор економічних наук,  
провідний науковий співробітник  
ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України” (Київ),*  
О. В. ДМИТРЕНКО,  
*кандидат економічних наук,  
доцент кафедри економічної теорії та економічних методів управління  
Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна*

### ІНСТИТУЦІЙНІ ЕФЕКТИ НЕТРАДИЦІЙНОЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ: ПОСТУПОВА АДАПТАЦІЯ АБО ФІНАНСОВА СИНГУЛЯРНІСТЬ? \*

*Розглянуто інституційні передумови і наслідки кредитної експансії у світовій економіці. Виявлено специфічні риси ситуації на світових фінансових ринках і на цій основі запропоновано гіпотезу фінансової сингулярності як унікального стану. Охарактеризовано наслідки фінансової сингулярності для господарюючих суб'єктів і державних інститутів. Проаналізовано можливості трансформації сингулярності у систему стабільних інститутів на базі реформатування інститутів економічного і фінансового суверенітету і становлення стабільної структури економічної влади.*

**Ключові слова:** кредитна експансія, бюджетні обмеження, еквівалентність, інститути, фінансова сингулярність, економічна влада.

O. L. YAREMENKO,  
*Professor, Doctor of Econ. Sci.,  
Leading sci. researcher,  
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine  
(Kyiv),*  
O. V. DMYTRENKO,  
*Cand. of Econ. Sci.,  
Assoc. Professor, Chair of Economic Theory and Economic Methods of Management,  
V.N. Karazin National University of Kharkiv*

### INSTITUTIONAL EFFECTS OF A NONTRADITIONAL MONETARY POLICY: GRADUAL ADAPTATION OR FINANCIAL SINGULARITY?

*Institutional prerequisites and consequences of a credit expansion in the world economy are considered. The specific features of the situation on the world financial markets are revealed, and, on this basis, the hypothesis of a financial singularity as a unique state is proposed. The consequences of a financial singularity for economic entities and state's institutions are characterized. Possibilities of the transformation of the singularity into a system of stable institutions on the basis of restructuring the institutions of economic and financial sovereignty and forming the stably structured economic power are analyzed.*

**Keywords:** credit expansion, budget limits, equivalence, institutions, financial singularity, economic power.

Книга П. Кругмана “Вихід з кризи є!” [1] в оригінальний спосіб відобразила складні турбулентні процеси, що розгортаються сьогодні у світовій економіці.

\* Матеріал публікується в порядку дискусії, започаткованої академіком НАН України В.М. Гейцем і членом-кореспондентом НАН України А.А. Гриценком статтею “Вихід з кризи (Роздуми над актуальним у зв'язку з прочитаним)” // Економіка України. — 2013. — № 6. — С. 4—19.

Підходи цього вченого не можна назвати банальними, хоча він і не претендує на розрив з існуючою рівноважною парадигмою економічної науки. Оригінальність книги полягає, насамперед, в ідеї, що в даний час зростання боргів, за деяких умов, є тотожним зростанню багатства. В умовах існуючої обмеженості ресурсів позики у майбутнього (у вигляді відкладання “на потім” негативних екстерналій надмірного зростання) не являють собою трагедії, оскільки “довлеет дневи злоба его”.

Ця концепція дістала широке висвітлення в українській професійній літературі. У статті В.М. Гейця і А.А. Гриценка “Вихід з кризи (Роздуми над актуальним у зв’язку з прочитаним)” [2] викладено ряд принципово важливих положень, які стосуються як сьогоденної кризи і шляхів виходу з неї, так і загальної методологічної та світоглядної ситуації в сучасній економічній науці.

У контексті розгляду книги П. Кругмана В.М. Геєць і А.А. Гриценко звертають увагу на невідкладну необхідність осмислено вийти за рамки традиційного макроекономічного функціонального аналізу для осягнення сучасної ситуації [2, с. 11]. Якщо ж такий нетрадиційний погляд на зростання боргу так і залишиться разовим теоретичним актом, то пропозиції Кругмана ризикують увійти в дисонанс з концептуальними основами сучасної економічної політики держави і тим самим ще більше посилити невизначеність з питань цілей, інструментів і критеріїв цієї політики.

Концептуально перспективною бачиться поставлена В.М. Гейцем і А.А. Гриценком проблема недостатнього рівня суб’єктивації сучасної господарської системи. Суб’єкт не є щось стабільне, раз і назавжди дане. Економіка в умовах трансформаційних зрушень може пригнічувати або втрачати суб’єктні підстави для свого функціонування і розвитку. У цьому зв’язку авторами сформульовано завдання створення адекватної системи інституційних суб’єктів [2, с. 18]. Очевидно, що без вирішення цього завдання неможливо забезпечити достатній рівень інтегрованості, адаптивності та попиту на інновації в українській економіці.

Авторами звернуто увагу на неоднозначний феномен активізації принципу політичної доцільності у прийнятті поточних і довгострокових рішень державних органів [2, с. 5]. За цим явищем може приховуватися процес зміцнення економічної влади держави і деяких суб’єктів, що формуються сьогодні. Такі підходи заслужовують на серйозний аналіз, і не тільки з точки зору оцінки цікавої, але багато в чому спірної, праці П. Кругмана.

Мета нашої статті – оцінити ідеї Кругмана у контексті можливості вироблення альтернативного підходу до деяких феноменів сьогоденної економічної реальності. На нашу думку, однією з неявних передумов ідей П. Кругмана виступає інституційна нейтральність сучасної боргової експансії держави, що розглядається як ефективний інструмент забезпечення зайнятості та зростання. У своїй книзі П. Кругман активно використовує тезу Дж.М. Кейнса про небезпеку довгострокових підходів у грошово-кредитній політиці. Державі на грошовому ринку робити треба те, що підказують здоровий глузд і поточна ситуація, навіть якщо ці підказки і здаються екзотичними, *нетрадиційними*. Майбутнє саме про себе потурбується. А нам сьогодні треба боротися за доцільність, яка є очевидною, і розпочинати цю боротьбу треба негайно [1, с. 306].

Якщо спробувати у короткій формі викласти суть нетрадиційного підходу у грошово-кредитній політиці, то рано чи пізно можна прийти до формули “безплатна роздача грошей”. При цьому мається на увазі, що “безплатні” гроші – не

найстрашніше в економіці. До безплатних грошей у природний спосіб приєднується і феномен боргу, який ніколи не повертається, тобто “нібито борг”. На думку П. Кругмана, нетрадиційна грошова політика, з одного боку, забезпечує державі вкрай необхідну їй сьогодні свободу рук, а з іншого — дає можливість більшості економічних агентів пережити шок і ефективно пристосовуватися до несприятливих умов (принаймні, для України зазначені ефекти не діють [3, с. 27]).

Зупинимося на досить показовій тезі П. Кругмана: “Насправді немає ніякої трагедії в тому, що борг продовжує зростати, доки він зростає повільніше від інфляції та темпів економічного зростання” [1, с. 197–198]. Трагедії немає. А що є? Зростання державного боргу, який ніхто не збирається погашати, означає, що фактична частка держави у суспільних ресурсах та її динаміка не відповідають існуючій системі інститутів. Держава в явочному порядку запровадила *квасіправило*: борг держави не повертається, а рефінансується. Але при цьому формальних підстав для утворення і обслуговування боргу (запозичення грошей на час і за плату у корпорацій, домогосподарств та іноземних держав) ніхто не скасовував.

Чому ж держава не бажає інституційно оформити свої претензії на набагато більшу частину суспільних ресурсів — тим більше, що бюджетна криза у США восени 2013 р. наочно продемонструвала хиткість такої практики \*? Та тому, що повернення кредитів — це обов’язкова умова економіки, побудованої на принципі жорстких бюджетних обмежень. Якщо вас це не влаштовує і ви починаєте змінювати наріжні підвалини ринків, то треба дати чітку відповідь на запитання: що натомість? А такої відповіді сьогодні немає ні в кого.

Що відбувається з глобальною економікою в умовах кредитної експансії? Вирішальну роль стрімкого зростання кредиту у виникненні глобального фінансового шоку 2008–2009 рр. загально визнано. В цьому розумінні криза 2008–2009 рр. і наступне відновлення фінансових ринків мало чим відрізняються від попередніх світових фінансових криз: передкризова кредитна експансія раптово змінилася на падіння довіри і загострення проблеми боргів, посилилася нестабільність основних світових валют, зросли безробіття, бюджетні дефіцити і нерівновага платіжних балансів.

Вихід з кризи розпочався завдяки стабілізації довіри і кредиту, що теж є достатньо типовим. Посткризове відновлення супроводжувалось адаптацією структури і менеджменту фінансових ринків, перерозподілом повноважень і відповідальності між фінансовими інститутами, корекцією конфігурації економічної влади, оздоровленням активів (у тому числі і за рахунок хірургічних заходів), посиленням нагляду і формуванням спеціальних інститутів, які б регулювали фінансову стабільність.

Можливо, глобальність цих явищ дійсно надала їм певних нових рис, проте розуміння кризи як раптової втрати рівноваги підходить, здавалося б, і в даному випадку. Адже питання в тому, яку саме частину сьогоднішніх істотних подій на глобальних фінансових ринках ми можемо розуміти і моделювати на основі *такого* розуміння? Чи є необхідність трактувати ці події за межами рівноважної парадигми?

---

\* 29 вересня 2013 р. П. Кругман в умовах загрози технічного дефолту уряду США, нарешті, вимушено визнав істинний зміст політики кількісних послаблень як політики відкладання інституційних ризиків: “У Барака Обама залишається два вибори — або дозволити дефолту статися, або ж знайти інший спосіб “притиснути” шантажистів, обмінявши фінансову кризу на конституційну” [4].

П. Кругман має чітку та однозначну позицію з цих питань: “Справа в тому, що у нас є знання та інструменти, щоб вийти з цієї кризи.

... Перешкоджають відновленню економіки два фактори – відсутність інтелектуальної чіткості та політичної волі” [1, с. 306]. Знання та інструменти є – чіткості немає. А державні інститути і політики потерпають (болісно?) від відсутності політичної волі. Взагалі ситуація нагадує відомий афоризм: якщо факти не відповідають теорії, то тим гірше для фактів.

На наш погляд, відсутність чіткості та волі у сфері макрофінансових рішень є далеко не випадковою. На сьогодні окреслилася зона економічної реальності, в якій істотні фінансові події та процеси *не можуть бути пояснені або навіть визначені* у рамках рівноважної парадигми. До таких процесів належить кредитна експансія останнього десятиріччя, що призвела, врешті-решт, до глобального фінансового шоку.

Відомо, що фінансовій кризі завжди передують кредитна експансія, а криза супроводжується кредитним крахом. В індустріальній економіці завдяки кредиту забезпечуються функціонування та інтеграція підприємств з різним індивідуальним періодом відтворення капіталу. Потреба у кредиті відображає розриви у грошових потоках, які породжуються нормальною операційною та інвестиційною діяльністю господарюючих суб’єктів. Без розвинутої системи кредиту рівновага в індустріальній економіці є неможливою.

З еволюцією індустріальної системи нормальне функціонування в умовах грошових розривів стає можливим для ширшого кола взаємозалежних суб’єктів (у тому числі для держави, домогосподарств, фінансових і нефінансових корпорацій). Принципи еквівалентного обміну та жорстких бюджетних обмежень в умовах кредиту не скасовуються, а ускладнюються і конкретизуються відповідно до технологічних та інституційних реалій господарських систем, які розвиваються. Кредит – це обов’язкова умова ефективних розподілу і використання ресурсів в умовах існуючих системи спеціалізації та інституційної структури індустріальної економіки. Непрямими критеріями рівноважного рівня кредиту є, з одного боку, макроекономічні показники зайнятості, інфляції та темпів зростання ВВП, з іншого – динамічна стабільність соціально-інституційної структури, що забезпечує ефективність економічної влади, а також необхідний рівень довіри та адаптивності суб’єктів.

У такій економіці стиснення кредиту породжує безробіття і низькі темпи зростання, а надлишкова експансія – інфляцію. І перше, і друге відхилення рано чи пізно проявляють себе, з огляду на що в результаті комбінованого впливу ринкових сил і державного втручання кредит коливається у більш-менш вузьких межах навколо сфери рівноваги.

Дещо інший вигляд має роль кредиту в умовах трансформаційних зрушень, коли тривала макроекономічна нерівновага та інституційна нестабільність призводять (внаслідок падіння довіри) до деградації кредитного механізму і спрощення галузевої та інституційної структур економіки. Водночас посткризове відновлення такої системи супроводжується поступовим поновленням нормальних кредитних процесів.

Для постіндустріальної глобалізованої економіки розуміння ролі кредиту потребує уточнень. Якщо вдатися до аналогії з сучасною квантовою електродинамікою, то можна сказати, що в умовах глобальних мереж кредитна експансія має влас-

тивість “нелокальної взаємодії”: результати окремих кредитних рішень можуть приводити до практично миттєвого перерозподілу ресурсів за межами безпосередньої кредитної угоди (в мережах час виконання рішення інвестора прямує до нуля). Необмежене зростання кредитів здатне завдавати шкоди і нав’язувати ризики поза залежністю від ступеня прямої причетності суб’єктів до кредитних операцій.

Мало того, той, хто максимально дистанційований від цих операцій, може зазнати найбільших втрат. Якщо кредити не повертаються, а рефінансуються, то відбувається стійкий перерозподіл вартості за межами механізмів еквівалентного обміну, які роблять систему складно-симетричною і схильною до рівноваги. Використання інноваційних фінансових продуктів породжує нову, заплутану невизначеність, яка приховується за видимістю вищого порядку.

У глобальній економіці починають діяти неідентифіковані (невідомі) залежності та зв’язки, що не враховуються у рішеннях суб’єктів. Інститути, що сформувалися на основі стійких процедур еквівалентного обміну, сьогодні здатні взяти на себе лише частину відповідальності за розподіл і використання ресурсів економіки. В результаті зростає регулятивне навантаження на інститути економічної влади. Процеси консолідації та перерозподілу економічної влади виходять на перший план.

Як наслідок, виникає інституційний перегрів системи: завдяки кредиту поточні ресурсні можливості окремих суб’єктів системи зростають швидше, ніж система створює відповідні регулятивні інститути. Ці суб’єкти стають точками зростання кристалів нової структури економічної влади, а сама економічна влада отримує кредитний важіль. Скоріше за все, у цьому криється основна причина кредитної експансії останніх десятиріч. Проте чи здатна економічна влада більшменш задовільно знімати невизначеність у функціонуванні глобальної господарської системи, що формується?

Ми пропонуємо для з’ясування історичного змісту сучасної кредитної експансії використовувати поняття “*сингулярність*” (від латинського *singularis* – єдиний, особливий). Сингулярність істотно відрізняється від невизначеності. Якщо невизначеність – це відсутність необхідної інформації, то сингулярність може супроводжуватись її надлишком, але ця інформація “ні в які ворота не лізе”, не інтерпретується у рамках існуючої картини світу (наприклад, космологічна сингулярність, гравітаційна сингулярність), що, у свою чергу, закономірно породжує масове відчуження суб’єктів від реальності. Недаремно Марк Аврелій говорив: “Якщо чужим світові є той, хто не знає, що в ньому є, не менш чужим є, хто не відає, що в ньому відбувається” [5, с. 13].

На наш погляд, доцільно спробувати трактувати критичні фінансові процеси, що відбуваються сьогодні, з позицій розуміння їх як стану *фінансової сингулярності*, тобто явища одиничного, яке не має аналогів і в якому надзвичайно важко відокремити істотне від неістотного. В умовах сингулярності не діють деякі імпліцитні передумови класичної картини економічної реальності. Звертають на себе увагу два дійсно унікальних явища, які дають підстави розуміти сучасні процеси на глобальних фінансових ринках як прояви фінансової сингулярності (або, інакше кажучи, як економічний простір з необмеженою кривизною).

*По-перше*, неконтрольоване зростання кредитного важеля завдяки використанню технологій фінансової сек’юритизації, супроводжуване вибуховим зростанням фінансових активів. У нормальній економіці зростання кредитного важеля суб’єкта господарювання обмежується *зверху* фактором кредитного ризи-

ку, а *знизу* – зустрічним тиском акціонерів, заінтересованих у максимізації рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикових коштів. Якщо позичальником виступає держава, то на верхню межу державного боргу тисне сила ризику суверенного дефолту, а на нижню – сила соціальних зобов'язань держави. У цьому розумінні кредит природно тяжіє до рівноважного рівня. Проте в сингулярній системі використання механізмів сек'юритизації активів, кредитних дефолтних свопів і монетизації державного боргу дає можливість на час “приховати” фактор ризику при прийнятті кредитних рішень.

Важливим є й те, що в умовах переважання стандартних інститутів ринкового типу інститут кредиту включає в себе правило повної відповідальності позичальника, тобто доповнюється інститутами банкрутства і боргової в'язниці. Тільки так принцип жорстких бюджетних обмежень набирає загального характеру. Якщо ж правилу банкрутства виникає альтернатива у вигляді правила перекредитування, то жорсткість бюджетних обмежень різко послаблюється (інакше кажучи, обмеження стають м'якими). Прообразом такої системи може слугувати модель м'яких бюджетних обмежень, розглянута Я. Корнаї в його книзі “Дефіцит” [6].

*По-друге*, необмежене наростання “швидкості спрацьовування” зв'язків і залежностей у глобальних інформаційних мережах, виникнення на цій основі механізмів високочастотної торгівлі з практично миттєвим прийняттям рішень, стиснення економічного часу до зникаюче малих величин. У такій економіці, говорячи словами Апокаліпсиса, “часу вже не буде” [Одкровення Іоанна Богослова, глава 10].

У даному випадку аналогія з кінцем світу виникає не випадково. Доля параметра  $t$  є принципово важливою для економіки. У ринковій системі існують пружні (або жорсткі) часові інтервали, від яких залежить сама можливість цілісної системної поведінки (один день, три дні, тиждень, тридцять днів, квартал, півріччя, рік). Ці інтервали виступають стандартною основою для будь-яких контрактів (час відвантаження або постачання, умови платежу, штрафи, пені, неустойки) і, відповідно, використовуються у багатьох поточних і довгострокових рішеннях. Економічні рішення на основі цих лагів слугують механізмом пристосування суб'єктів, а отже – способом існування великих систем. Як результат, система зберігається в умовах досить значних ступенів свободи своїх суб'єктів.

На кожне рішення суб'єкта ринковою системою відводиться час. При цьому ліміти часу на укладання і виконання контрактів різних типів і різних рівнів відповідальності диференційовані та стандартизовані. Банки кредитують такі угоди, орієнтуючись на стандартні за часом розриви у платежах. У свою чергу, політика рефінансування центрального банку виступає як своєрідний камертон, який задає єдину тональність: найкоротші кредити овернайт та інші короткострокові кредити рефінансування лежать в основі складної системи управління розривами, яка визначає головні фінансові потоки в економіці. Але сьогодні практично миттєві переміщення величезних мас ліквідних активів у глобальних торговельних мережах не просто деформують існуючі схеми фінансових потоків, а позбавляють учасників глобальної економіки можливості подумати, оцінити, зважити і виробити оптимальну стратегічну позицію хоча б на декілька ходів наперед.

Нам можуть заперечити, що розглянуті два прояви сингулярності не є чимось уже зовсім новим у світовій економіці. Уточнюємо: справді, інформаційні мережеві технології здійснення трансакцій та рефінансування боргів виникли

не вчора. Їх поступове зростання мало місце, як мінімум, протягом 20 років. Але у 2008 р. відбулася різка реакція системи на плавні зміни середовища, тобто катастрофа\*.

У відношенні до економічної реальності, що історично склалася, фінансова сингулярність виступає не як її доповнення і розвиток, а як її антагоніст, оскільки руйнує імпліцитні передумови ринку. Тому фінансова сингулярність супроводжується очевидною макроекономічною стагнацією господарських сегментів традиційного типу. Щоб добитися бажаного зростання зайнятості у світовій або національній економіці за рахунок кредитного стимулювання попиту, треба різко обмежити сферу фінансової сингулярності. А зробити це дуже важко або неможливо.

Сьогодні системні наслідки фінансової сингулярності є досить негативними. Адже принципи еквівалентності та жорстких бюджетних обмежень лежать в основі не тільки системи поділу праці, спеціалізації та кооперації, але й таких ціннісних вимірів традиційної економіки, як справедливість, солідарність, рівність, свобода. У новій економіці для них може просто не знайтися місця. Не випадково максимальна ціннісна деструкція відбувається у тих суспільствах, які активно включені до політики рефінансування боргів — як державних і корпоративних, так і домогосподарств.

У традиційній ринковій економіці важливу роль відігравали явища анонімності, добровільності персоніфікації трансакцій і активів суб'єкта, звична схильність наслідувати моральні практики і безособову довіру. У такій системі кожен діяв на свій страх і ризик, але в результаті виникала по-своєму гармонійна і цілісна структура економічної реальності (Ф. Хайек). Нова господарська реальність, яка виникає у процесі фінансової сингулярності, заперечує будь-яку анонімність (“спасибі” технологічній інформаційній сингулярності, про деякі специфічні риси якої розповів колишній співробітник АНБ США Е. Сноуден) і не відчуває потреби в довірі (її замінює можливість повного загального фінансового контролю). Сьогодні контроль з боку державних і наддержавних служб фінансового моніторингу і фінансової розвідки вже вкоренився, перетворився на рутину і сприймається нами як неминуча плата за глобалізацію. Від радянської тоталітарної системи можна було втекти до Америки. Від нової економічної реальності бігти нікуди — вона глобальна [8].

Таким чином, наслідками фінансової сингулярності є:

— стиснення сфери еквівалентності та жорстких бюджетних обмежень; порушення фундаментальної симетрії господарської системи, що створює ситуацію “великого переділу”;

— послаблення стабілізуючої ролі фактора часу (пружних часових лагів) як необхідної умови адаптації суб'єктів і десуб'єктивація господарської системи (суб'єкт, який не встигає пристосуватися до нових умов, перестає бути суб'єктом);

— нерівноважні ціни, що призводять до невідповідності між фінансовою реальністю та її інтерпретацією; масові помилки інвесторів, державних регуляторів і міжнародних фінансових інститутів.

Держава і міжнародні фінансові інститути змушені реагувати на фінансову сингулярність ситуативно, інтуїтивно, рефлекторно, не маючи стратегії. Для

---

\* “Катастрофами називаються стрибкоподібні зміни, що виникають у вигляді раптової відповіді системи на плавну зміну зовнішніх умов” [7, с. 4].

ситуативної фінансової політики в умовах сингулярності характерними є активізація використання адміністративних інструментів держави в економіці, що супроводжується випрямленням і спрощенням зв'язків і залежностей; політизація інституту центрального банку; зміщення центру ваги у фінансовій політиці з ризику інфляції на ризик дефляції; використання таких нетрадиційних заходів грошово-кредитної політики держави, як пряме надання ліквідності та викуп приватних активів; політика нульової (або від'ємної) ціни грошей на ринку, яка підриває принцип обмеженості грошей. Кожна з цих особливостей є не цілком комплементарною існуючій системі фінансових і монетарних інститутів держави, їх повноваженням і відповідальності, що, у свою чергу, породжує додаткову конфліктність і невизначеність.

Виникають декілька принципових запитань для фінансової політики: як довго триватиме такий стан? чи є ці процеси і наслідки зворотними? який вигляд могла б мати раціональна стратегія суб'єкта, змушеного діяти в умовах фінансової сингулярності?

В умовах фінансової сингулярності питання про раціональну стратегію ризику набирає дуже своєрідного змісту. Для суб'єкта, що перебуває всередині ситуації сингулярності, можна спробувати *відкласти* ризик, можна його *перекласти* або *приймати*. На наш погляд, уся нетрадиційна грошово-кредитна політика, яка схвалена МВФ, – це політика *відкладання* проблем і ризиків, що у принципі є допустимим. Проте сьогодні стратегічне очікування явно затягується, що свідчить про утруднення концептуального порядку.

Про відсутність більш-менш чіткої картини економічної реальності в умовах фінансової сингулярності говорять двозначні сигнали, які МВФ надсилає центральним банкам та інвесторам: “Нетрадиційна грошово-кредитна політика у перспективі *може, як і раніше, бути виправданою*, якщо економічна ситуація не поліпшиться або навіть погіршиться. При погіршенні ситуації без надмірного ризику інфляції політика, скоріше за все, як і раніше, буде правильною, особливо у випадку якихось нових потрясінь у сфері функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва” [9]. Інакше кажучи, якщо все буде погано, то сьогоднішня політика – правильна.

І декількома абзацами нижче: “Більш активне прийняття ризику, що стимулюється сприятливою (правильною?) грошово-кредитною політикою, може погіршити фінансову стабільність” [9]. Логіка вибудовується воістину чудова: правильна грошово-кредитна політика, скоріше за все, призведе до погіршення ситуації, але від цього вона стане тільки ще правильнішою.

Далі робиться зауваження: “Офіційним органам належить управляти потенціальними затратами або ризиками, пов'язаними з подальшим проведенням нетрадиційних заходів і в цілому із збереженням низьких процентних ставок” [9]. Політика, яка триває уже п'ять років, усе ще вважається нетрадиційною.

Цитуємо далі. “Слід врахувати, що банки та інші посередники можуть збільшувати свій ризик ліквідності в очікуванні інтервенцій центрального банку (*або, висловлюючись грубіше, за такої політики банкам, як і раніше, наплювати на ризики*); затримка реформ може знижувати ефективність майбутньої грошово-кредитної політики через конфлікт цілей”. Тут нарешті прослизнуло визнання істинних цілей політики кількісних послаблень – відтягнути якомога далі початок інституційних



реформ, які обов’язково повинні будуть зафіксувати новий статус-кво у розподілі економічної влади.

Нетрадиційна грошово-кредитна політика — явище глобальне, яке стосується практично всіх країн. На це звернув увагу аналітик інвестиційної компанії “Го-тай цзюньань сек’юритис” (Guotai Junan Securities) Чжоу Веньюань: “Політику кількісного послаблення не можна розглядати тільки в позитивному ключі, адже вона утруднює проведення таких необхідних Китаю економічних перетворень. Рано чи пізно США почнуть робити більш жорсткою монетарну політику. Якщо до того часу у Китаї не буде проведено економічних перетворень, то це завдасть відчутного удару по економіці країни” [10].

Практики і професійні аналітики уже давно усвідомили надмірну ризикованість такої політики. Колишній головний економіст Банку міжнародних розрахунків (БМР) У. Уайт зазначає: “Мені усе навколо знову нагадує 2007 рік, тільки гірше. Усі колишні перекося, як і раніше, є актуальними. Загальний рівень державних і приватних боргів у розумінні частки від ВВП у розвинутих країнах на 30 процентів є вищим, ніж був тоді, і тепер ще додалися нові проблеми з бульбашками на зростаючих ринках, які закінчують цикл зростання-спаду” [11].

БМР у своєму щоквартальному релізі зазначає, що випуск субординованого боргу, через який позичальники зазнають більшого ризику в тому випадку, якщо все піде не так, як заплановано, за останній рік в Європі зріс більш як у 3 рази (до 52 млрд. дол.), а в США — більше ніж у 10 разів (до 22 млрд. дол.) [11].

Частка “левериджованих позик” (тобто позик для позики), використовуваних слабкими позичальниками на синдикуваному кредитному ринку, підскочила до рекордних за всю історію рівнів у 45% — на 10 процентних пунктів вище, ніж у передкризовий пік 2007–2008 рр. Міжбанківське кредитування для зростаючих ринків досягло “рекордного історичного рівня”, тоді як вартість облігацій, які випускаються в офшорних центрах приватними компаніями з Китаю, Бразилії та інших країн, які розвиваються, вперше перевищили такі самі обсяги фірм з багатих країн, що підкреслює обсяги боргів, які нарастають в Азії, Латинській Америці та на Близькому Сході.

На думку керівника досліджень у БМР К. Боріо, ніхто не знає, наскільки зростуть ставки по позиках, коли ФРС почне пожорсткішання грошової політики, або “наскільки безладним може стати процес”. “Завдання полягає в тому, щоб бути готовим. Це означає бути мудрим, уникати надлишкової залежності від позик, а також спокус розрахунків на те, що ринок в умовах стресу залишатиметься ліквідним” [11], — підкреслює він.

Осмилення нової реальності тільки починається, а зміни відбуваються дедалі швидше. Тактика вичікування не може скасувати провали і глухі кути ситуаційних і рефлексивних дій міжнародних і державних інститутів. Сьогодні більше ніж актуальними є слова Дж. Сороса: “Розуміння реальності повинне стати більш важливим завданням, ніж маніпулювання нею” [12, с. 64].

У цілому вимальовується доволі тривожна картина. Але чи така вже страшна сьогодняшня ситуація у світових фінансах? Чи є фінансова сингулярність (разом із сингулярністю технологічною і демографічною) свідченням наближення “останніх часів”?

Якщо продовжити зловживання фізичними аналогіями (зокрема, гравітаційною сингулярністю), то можна припустити, що все не так трагічно. Напередодні

введення в дію ВАК (великого адронного колайдера) нас лякали реальною перспективою виникнення “чорної діри”, здатної поглинути і Землю, і Сонце, і взагалі все-все. Проте фізики швидко нас заспокоїли: виникнення мікроскопічних “чорних дір” у вакуумі — справа відносно звичайна. Такі діри спокійно вибухають внаслідок квантових ефектів, і ніяких глобальних наслідків це за собою не тягне.

Тому (для власного спокою) виходитимемо з того, що фінансова сингулярність — лише один з етапів еволюції, історичний зміст якого полягає у переході до постфінансової економіки. Цілком можливо, що її основні риси формуються вже сьогодні, і те, що ми вважаємо відхиленнями від існуючого порядку, — насправді елементи якогось нового (постфінансового?) економічного порядку.

Постфінансова економіка визначатиме нове обличчя економічної реальності лише тією мірою, якою вона зможе трансформувати свою сингулярність (унікальність) в інституційність (буденність). Які ж явища у сфері інституціоналізації фінансової сингулярності сьогодні бачаться найважливішими? На наш погляд, на нинішньому етапі каталізаторами інституційної генези можуть слугувати такі процеси:

- посилення ролі держави за рахунок скорочення повноважень корпорацій, домогосподарств та інститутів громадянського суспільства;
- активізація процесів перерозподілу економічної та фінансової влади на глобальних ринках;
- відносне зниження пріоритетності цілей фінансової стабільності у фінансовій політиці порівняно з цілями кристалізації нової структури економічної влади;
- зміцнення фіскальної складової у діяльності міжнародних і національних фінансових інститутів [13];
- реформатування інститутів економічного і фінансового суверенітету під впливом нової конфігурації економічної влади.

Зазначені процеси мають багато в чому спонтанний, реактивний характер. Може виникнути враження, що все це — природне пристосування системи, яка ускладнилася, до умов тривалої дестабілізації середовища. Але це не так. Рутинізація таких процесів є неможливою: безперервний переділ ресурсів означає смерть економіки.

Тому результатом фінансової сингулярності можуть стати не нові інститути, а нова відносно стабільна структура реальної економічної влади. А одним з прихованих повноважень економічної влади є встановлення і зміна “правил гри”. Ось тоді (і не раніше) почне формуватися нова система заборон і правил, яка відобразить і захищатиме нову структуру економічної влади, яка змушена буде більш-менш чітко обмежити інноваційні процеси, виходячи з інтересів власних збереження і відтворення. Приблизно так із сьогоднішньої фінансової сингулярності народжуватиметься новий інституційний порядок.

Чи здатні кредитні та емісійні інструменти прискорити проходження фази фінансової сингулярності? На наш погляд, державі треба бути готовою до того, що інтенсифікація емісійного і боргового “накачування” економіки в умовах фінансової сингулярності обернеться активізацією процесів перерозподілу і консолідації економічної влади. П. Кругман у своїй книзі зазначає: “...Борг не робить біднішим суспільство у цілому. Борг одного — це актив другого”. Але вже наступна фраза проголошує: “Строго кажучи, це є справедливим тільки для світової економіки в цілому, а не для кожної країни” [1, с. 76, 77].

А це означає, що окремі країни, завдяки фактору боргу як такого, можуть стати або біднішими, або багатшими. Інакше кажучи, однією із складових зростаючої боргової сфери виступає сфера глобальної гри з нульовою сумою. На початкових етапах зростання глобального боргу питома вага цієї складової є незначною, але із зростанням її ефекти стають дедалі сильнішими, доки не починають переважати. Загострення конкуренції та конфліктів починає диктувати державам таку лінію поведінки, яка знецінює спроби вироблення узгодженого підходу (Велика вісімка, Велика двадцятка). Вади цих конфліктів зростають, вимагаючи дедалі нових і нових ресурсів. Соціальні, технологічні та структурні цілі фінансової стратегії держави (включаючи також боргову складову) можуть стати реально пріоритетними лише після проходження зони сингулярності, в новому, відносно стабільному, інституційному середовищі.

#### Список використаної літератури

1. *Кругман П.* Выход из кризиса есть! ; [пер. с англ. Ю. Гольдберга]. — М. : Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013. — 320 с.
2. *Геєць В.М., Гриценко А.А.* Вихід з кризи (Роздуми над актуальним у зв'язку з прочитаним) // Економіка України. — 2013. — № 6. — С. 4–19.
3. *Богдан Т., Богдан І.* Моделювання впливу боргової політики на економічний розвиток України // Вісник Національного банку України. — 2013. — № 10. — С. 20–27.
4. *Krugman P.* Rebels Without a Clue // New York Times [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [http://www.nytimes.com/2013/09/30/opinion/krugman-rebels-without-a-clue.html?\\_r=5&](http://www.nytimes.com/2013/09/30/opinion/krugman-rebels-without-a-clue.html?_r=5&).
5. Марк Аврелий Антоний. Размышления : Серия “Литературные памятники”. — Л. : Наука, 1985. — 245 с.
6. *Корнаи Я.* Дефицит. — М. : Наука, 1990. — 607 с.
7. *Арнольд В.* Теория катастроф. — М. : Наука, 1990.
8. *Кравченко Е.* Конец банковской тайны // Ведомости. — 16 окт. 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.vedomosti.ru/finance/news/17540951/koniec-bankovskoj-tajny>.
9. IMF Assesses New Era of Monetary Policy [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/POL051613A.htm>.
10. Экономика: Китай-США-Политика-Мнение [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://ru.euronews.com/newswires/2129714-newswire>.
11. Банк международных расчетов предсказывает глобальный финансовый крах [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [http://www.lotpp.ru/a/2013/09/23/Bank\\_mezhdunarodnih\\_raschjot](http://www.lotpp.ru/a/2013/09/23/Bank_mezhdunarodnih_raschjot).
12. *Сорос Дж.* Новая парадигма финансовых рынков ; [пер. с англ. К. Вагнера]. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2008. — 179 с.
13. *Козюк В.В.* Фіскальний рубікон резервних валют // Економіка України. — 2013. — № 6. — С. 55–70.

#### References

1. *Krugman P.* *Vykhod iz Krizisa Est'!* [End This Depression Now!]. Moscow, Azbuka Biznes, Azbuka-Attikus, 2013 [in Russian].
2. *Heets' V.M., Grytsenko A.A.* *Vykhid z kryzy (Rozdumy nad aktual'nym u zv'yazku z prochytanym)* [The way out from a crisis (Reflections about actual things after the reading)]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 2013, No. 6, pp. 4–19 [in Ukrainian].

3. Bohdan T., Bohdan I. *Modelyuvannya vplyvu borgovoi polityky na ekonomichnyi rozvytok Ukrainy* [Simulation of the influence of a debt policy on the economic development of Ukraine]. *Visnyk Nats. Banku Ukrainy – Bull. Nat. Bank of Ukraine*, 2013, No. 10, pp. 20–27 [in Ukrainian].
4. Krugman P. Rebels without a clue. *New York Times*, available at: [http://www.nytimes.com/2013/09/30/opinion/krugman-rebels-without-a-clue.html?\\_r=5&](http://www.nytimes.com/2013/09/30/opinion/krugman-rebels-without-a-clue.html?_r=5&).
5. Marcus Aurelius Antoninus. *Razmyshleniya* [The Meditations]. Leningrad, Nauka, 1985 [in Russian].
6. Kornai J. *Defitsit* [Economics of Shortage]. Moscow, Nauka, 1990 [in Russian].
7. Arnol'd V.I. *Teoriya Katastrof* [Theory of Catastrophes]. Moscow, Nauka, 1990 [in Russian].
8. Kravchenko E. *Konets bankovskoi tainy* [The end of a bank secret]. *Vedomosti – Reports*, October 16, 2013, available at: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/17540951/konec-bankovskoj-tajny> [in Russian].
9. IMF Assesses New Era of Monetary Policy, available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/POL051613A.htm>.
10. *Ekonomika: Kitai-SShA-Politika-Mnenie* [Economy: China-USA-Policy-Opinion], available at: <http://ru.euronews.com/newswires/2129714-newswire> [in Russian].
11. *Bank mezhdunarodnykh raschetov predrekaet global'nyi finansovyi krakh* [Bank of international settlements predicts a global financial crash], available at: [http://www.lotpp.ru/a/2013/09/23/Bank\\_mezhdunarodnih\\_raschjot](http://www.lotpp.ru/a/2013/09/23/Bank_mezhdunarodnih_raschjot) [in Russian].
12. Soros J. *Novaya Paradigma Finansovykh Rynkov* [The New Paradigm for Financial Markets]. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber, 2008 [in Russian].
13. Kozyuk V.V. *Fiskal'nyi rubikon rezervnykh valyut* [Fiscal Rubicon for reserve currencies]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 2013, No. 6, pp. 55–70 [in Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 18 жовтня 2013 р.

---