

Олена ЧЕРНОІВАНОВА, Олексій ЛАУШКІН

РЕГІОНАЛЬНІ МОНЕТАРНІ СОЮЗИ
ЯК ОСНОВА ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ

Досліджено проблему формування монетарних союзів як основи сучасної глобальної фінансової архітектури, визначено їхню позитивну роль у забезпеченні макроекономічної стабільності. Наголошено на неефективності сучасного шляху безсистемного інтегрування національних ринків капіталу і запропоновано змінити глобальний вектор розвитку фінансової системи на регіональний.

The problem of regional monetary unions as the basis of the modern global financial architecture is investigated and their positive effect on macroeconomic stability is determined. Authors emphasize the fact that the current unsystematic way of national capital markets integration is inefficient and suggest replacing a global vector of development of financial system with a regional one.

Протягом останніх двох десятиліть фінансова глобалізація перебуває в центрі уваги економістів. Проблема трактування сутності фінансової глобалізації дотепер залишається невирішеною. Провідні економісти, вчені й дослідники усе ще не дійшли єдиної точки зору щодо визначення цього поняття. Тим не менш, зростання значення фінансової глобалізації у сучасній економіці важко переоцінити, а тому і наукові дослідження за цим напрямком не втратять своєї актуальності навіть у довгостроковій перспективі.

Явище фінансової глобалізації висвітлено в наукових працях Є. Прасада, К. Рогоффа, М. Коуза [3], С. Шмаклера [4], Д. Даса [5], Дж. Стігліца [9]. Сучасні вітчизняні дослідники В. Козюк [1], Є. Медведкіна [2], Г. Завадська, Ю. Макогон також зверталися до цієї проблеми.

У той час, як поняття «глобалізація» є більш-менш сформульованим терміном, насамперед завдяки близькому його зв'язку з «глобалізацією в торгівлі» й «економічною глобалізацією», щодо терміна «фінансова глобалізація» єдності серед економістів немає. Аналізуючи літературу з проблем фінансової глобалізації, складається враження, що автори, в найкращому разі, формулюють визначення для цілей дослідження, а здебільшого залишають термінологічну сторону питання взагалі без уваги. З одного боку, це відбувається тому, що дане поняття надто широке й кожен автор специфікує деякі його риси, що є важливими для наукового аналізу. З іншого боку, неможливість пояснення може виникати й тому, що не до кінця розуміється суть «фінансової глобалізації». І дійсно, більшість визначень поняття належать швидше не до глобалізації, а до фінансової лібералізації, яка повністю відповідає суті сучасних світогосподарських процесів. Отже, фінансова лібералізація – це процес дерегуляції національних фінансових ринків і лібералізації потоків капіталу [4]. Результатом цього є, по-перше, інтернаціоналізація національних заощаджень та їхня трансформація в іноземні інвестиції, по-друге, розширення можливостей кредитування. Тобто фінансова глобалізація – це не самостійний процес, а наслідок лібералізації фінансових ринків і потоків капіталу.

Необхідно зазначити, що фінансова лібералізація впливає на економічний розвиток. Позитивні результати від цього процесу слід очікувати лише за умови наявності в країні ефективно функціонуючого фінансового ринку, високоякісних інститутів, макроекономічної стабільності й розвинених зовнішньоторговельних зв'язків. Крім цього, відома трилема Мандела, модернізована у праці А. Торре [7], встановлює такі додаткові вимоги: конвертована національна валюта, плаваючий валютний курс, стабільні фінансові інститути. Очевидно, що навіть країни-лідери світової економіки навряд чи дотримуються вищезгаданих критеріїв, що приводить нас до висновку, що й фінансова лібералізація, і її результат – фінансова глобалізація – справляють значний негативний вплив на загальносвітовий економічний розвиток. Конкретні ризики, пов'язані з процесом лібералізації й глобалізації, умовно розділимо на 2 групи:

- група 1: ризики, пов'язані з глобальними фінансовими рецесіями;
- група 2: ризики системної, кон'юнктурної й динамічної нестабільності.

Перша група ризиків найчастіше є прямим наслідком зростання кількості дестабілізуючих кон'юнктурних факторів, тобто ризиків групи 2, які ми розглянемо докладніше.

По-перше, системна складність самої моделі глобальної фінансової системи є джерелом нестабільності. Інакше кажучи, чим складніша система, тим більш невизначеною і непрогнозованою є її поведінка. Причини цього такі: експонентне зростання кількості учасників світового фінансового ринку, операції в режимі реального часу, мережева організаційна модель (тобто транскордонний характер фінансових взаємодій), учасники системи виступають одночасно і покупцями, й продавцями, що ускладнює процес досягнення рівноваги між попитом та пропозицією на фінансові ресурси, висока чутливість системи до інформації й імпульсивність дій агентів [1].

Уніфікація і зниження середнього рівня процентних ставок внаслідок глобальної інтеграції фінансових ринків стимулює агентів до ризикової поведінки в процесі пошуку джерел прибутковості. В результаті цього розширюється коло доступних фінансових інструментів, ризик за якими прямо пов'язаний з низькою якістю активів, що включаються в портфель. Прикладом подібних новацій є процес сек'юритизації. Шляхом включення до портфеля «сумнівних» активів багаторазово підвищується ризик інфікування всього портфеля й пов'язаних з ним інших фінансових інструментів – наростають загальносистемні ризики [5].

Величина левериджу – показник, що має високу значущість для економіки, оскільки він пов'язаний зі значними ризиками [6]. Періоди зростання левериджу й делевериджу (скорочення частки позикових коштів у процесі інвестування) за своєю природою схожі з процесом циклічного розвитку реального сектору економіки. Разом із цим, руйнування «мильних бульбашок», що виникли через нераціональне запозичення, має більш руйнівний ефект, ніж будь-яка криза реального сектору.

Зростаюча інтеграція фінансового сектору й фінансів домогосподарств створює передумови для залежності споживчої функції від фінансових процесів. Міжнародний ринок надає доступ національним фінансовим інститутам до дешевих (що еквівалентно низькоякісним і ризиковим) фінансових ресурсів, за допомогою яких згодом кредитуються домогосподарства, які в свою чергу не мають достатніх коштів навіть для виплати процентних платежів, не кажучи вже про повернення основної суми боргу. Як наслідок – втрата позичальниками придбаного в кредит майна, з одного боку, а з іншого – банкрутство фінансового інституту, що неправильно оцінив ризик за операцією.

Ірраціональна поведінка гравців глобальних фондових майданчиків, яким властиві: стадна поведінка *herding* (повторення, копіювання дій інших учасників ринку, ігноруючи вхідні інформаційні сигнали) та імпульсивна торгівля *momentum trading* (стратегія, що пропонує придбання активів, ціна яких зростає, й продаж активів, ціна на які знижується) [8], також призводить до дестабілізації інтегрованих фінансових ринків.

Зростання масштабів фінансової інтеграції призводить до звуження доступного інструментарію впливу держави на внутрішньоекономічну політику. Таким чином, втрачається контроль над національною фінансовою системою, яка виявляється в так званій «клітці» зовнішніх нав'язаних правил гри (це особливо характерно для країн, що розвиваються) [3].

Поява транснаціонального капіталу, де-факто невідконтрольного юрисдикції національних держав. Він спирається на ринки євровалют, систему транснаціональних банків, розвинену систему офшорів і глобальні комп'ютерні мережі, що забезпечують миттєве перетікання капіталу, що в свою чергу виступає джерелом фінансових криз і руйнування навіть стійких економічних систем [2].

Необхідно також вказати на те, що кореляційний зв'язок між ступенем фінансової інтеграції країни та її внутрішнім економічним зростанням є слабким [3]. Те саме можна сказати й про зв'язок між показником сукупного обсягу інвестицій у країну й потоком прямих іноземних інвестицій (особливо для країн, що розвиваються) – внутрішні інвестиції фінансуються за рахунок внутрішніх заощаджень [10].

Фінансова глобалізація – черги затяжних рецесій і короткострокових періодів похваллення світової фінансової кон'юнктури. Кризи – ціна, яку зобов'язані сплатити країни, що взяли орієнтир на лібералізацію національного фінансового ринку та його інтегрування в світовий. Криза 2008–2009 рр., яка за руйнівними наслідками й масштабами наближалася до Великої Депресії 1929–1933 рр., переконала навіть прихильників вектора фінансової глобалізації в передчасності й неоднозначності обраного шляху, а в більшості випадків – і в його абсолютній недоцільності. Уникаючи повторення загальновідомих фактів щодо джерел і результатів кризи, прояснимо деякі ключові моменти, що зв'язують його з вищезгаданими ризиками системної нестабільності.

Початок рецесії був спровокований зростанням фіскальних і платіжних дисбалансів у світовій економіці. Величезні потоки капіталу в США забезпечили значне зниження процентних ставок у 2000–

2005 рр. Низькі процентні ставки стали джерелом спрощених умов кредитування й дешевих грошей, які стимулювали споживчий бум у ряді високорозвинених економік. Фінансові ринки розпочали пошуки іншого джерела прибутковості, яким стала так звана *sub-prime*, або субстандартна іпотека, що характеризується високими показниками фінансового левериджу й ризику (позичальниками виступали особи із сумнівною кредитною історією й можливостями обслуговування боргу). Таким чином, надто ліберальна монетарна політика ФРС посприяла формуванню іпотечної бульбашки в США.

Криза виявила не тільки прогалини в регуляторному фінансовому механізмі США, а й неготовність глобальної фінансової архітектури до подібних шоків. І дійсно, фінансова система, в якій сформувалися більше 10 глобальних криз за останніх 25 років, не може бути розцінена як ефективна й життєздатна. Події 2008–2009 рр. усього лише розкрили системні дисфункції в найбільш явному вигляді, серед яких:

- акумулювання надмірних ризиків через створення складних інструментів сек'юритизації, що ускладнюють і опосередковують відносини «кредитор-позичальник»;
- асиметрія інформації про ризик, пов'язана зі здійсненням фінансових операцій. Найважливіша роль приділялася рейтинговим агентствам, які надавали свідомо високоризиковим інструментам рейтинги, що відображають їхню високу надійність: *mortgage-backed securities* (цінні папери, забезпечені пулом іпотек) *collateral debt obligations* (облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями);
- неефективність політики *laissez-faire* (невтручання) – суті фінансової лібералізації й глобалізації;
- існування каналів «інфікування» інтегрованих національних фінансових систем.

Отже, безпосередньою причиною рецесії, що почалася, став розрив «іпотечної бульбашки» у США й Великобританії, що знайшло відображення в тому, що на балансах банків та інших фінансових установ виявився значний обсяг токсичних активів. Оскільки в подібних умовах міжбанківські відносини практично призупинилися, обсяг глобальних фінансових потоків значно скоротився. Проблеми у фінансовому секторі миттєво позначилися на динаміці розвитку реального сектору економіки, в якому були зафіксовані безпрецедентно високі показники безробіття й банкрутств, зниження валового проведення й обсягу торгівлі.

Особливо від кризи постраждали такі групи країн: глобалізовані економіки; країни – глобальні постачальники сировини; країни – колишні республіки СРСР [3]. Їх пов'язує значна залежність від міжнародної економічної кон'юнктури, фінансових потоків і глобального попиту. Таким чином, саме ці характеристики, а особливо надмірна фінансова лібералізація, і є ключовими факторами вразливості економіки окремо взятої країни до криз, подібних кризі 2008–2009 рр.

Шлях подальшої фінансової інтеграції в тому вигляді, в якому цей процес здійснюється зараз, в остаточному підсумку призведе до руйнування всієї фінансової архітектури й депресії реального сектору світової економіки. Єдиним виходом з такої ситуації бачиться трансформація розвитку фінансової лібералізації не в бік глобалізації, а в напрямку регіоналізації, кінцевим результатом якої стане створення ефективних регіональних монетарних союзів. Фундаментом їхнього формування є вже створені торговельні союзи, що доволі успішно функціонують у межах окремих макрорегіонів (Європа, Північна Америка, Латинська Америка й Карибський басейн, Африканський континент, Азія, Перська затока). Як зазначається у праці Є. Прасада [3], у той час як торговельна інтеграція може формуватися й без фінансової інтеграції, остання без першої існувати не може. Тільки з налагоджених експортно-імпортних зв'язків між країнами-партнерами можуть виникнути стійкі до різних зовнішніх шоків канали взаємодії у фінансовому секторі. Таким чином, стихійна глобалізація фінансових відносин має кращу альтернативу – поступова лібералізація торговельних, а потім і фінансових ринків у межах регіональних об'єднань.

Основою функціонування монетарних союзів має стати перехід до єдиної валюти і єдиних механізмів забезпечення фінансової стабільності в межах об'єднання. Це забезпечить:

- усунення ризику глобальних шоків, пов'язаних з інфікуванням певної країни й поширенням нестабільності у всій світовій фінансовій системі;
- зниження індивідуальної фінансової вразливості до недосконалостей глобальних ринків капіталу;
- розширення можливостей зовнішніх запозичень у межах валютного союзу;
- спрощення глобальної фінансової архітектури й зниження загальносистемної нестабільності;
- макроекономічну ефективність, яка виражається в зниженні інфляції й номінальних процентних ставок на основі цінової стабільності;
- стимули для розвитку торгівлі через транспарентність цін, мінімізацію трансакційних витрат, валютно-курсних, трансляційних та інших ризиків.

Отже, формування монетарних союзів покликане підвищити адаптивність економіки інтеграційного угруповання до оперування у світовому фінансовому просторі. В цьому контексті конвергенція регіональних систем зі створенням єдиного ефективно функціонуючого ринку є закономірним результатом процесу фінансової лібералізації на рівні окремої країни. Проте завданням сьогоdnішнього дня має стати поступова й обміркована інтеграція національних фінансових систем у межах вже існуючих торговельних союзів. Неминуче також розширення монетарних угруповань і включення до їхнього складу нових учасників. Зацікавленість окремої країни в приєднанні до союзу може спиратися на безліч причин, але основним є гравітаційний вплив торговельних взаємин з географічно близько розташованими державами на формування більш тісних зовнішньоекономічних (у тому числі валютно-фінансових) зв'язків.

Література

1. Козюк В. В. *Монетарні засади глобальної фінансової стабільності* : моногр. / В. В. Козюк. – Тернопіль : ТНЕУ, 2009. – 728 с.
2. Медведкіна Є. О. *Циклічність розвитку національних економічних систем в умовах глобальної фінансової кризи* / Є. О. Медведкіна // НІСД: Стратегічні пріоритети. – 2010. – № 2(15). – С. 103–108.
3. Prasad E. *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence* / E. Prasad, K. Rogoff, S. Wei, M. Kose // *International Monetary Fund*. – 2003. – 86 p.
4. Schukler S. *Financial Globalization, Crises, and Contagion* / S. Schukler, P. Zoido, M. Halac // *Globalization World Bank Policy Research Report*. – 2004. – 31 p.
5. Das D. *Financial Globalization. Growth, Integration, Innovation and Crisis* / Palgrave Macmillan. – 2010. – 327 p.
6. Schukler S. *Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries* / S. Schukler // *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*. – 2004. – 28 p.
7. Torre A. *Financial Globalization: Unequal Blessings* / A. Torre, E. Yeyati // *International Finance* 5:3. – 2002. – 24 p.
8. Banyte J. *Global Financial Crisis: reasons, effects and solutions* / J. Banyte, V. Raišyt // *Workpaper Stockholm School of Economics in Riga*. – 2009. – 30 p.
9. Stiglitz J. *The Stiglitz Report. Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis* / J. Stiglitz // *The New Press*. – 2010. – 239 p.
10. Walter A. *Understanding Financial Globalization* / A. Walter // *World Bank Workpapers*. – 2002. – 20 p.