



Экономическая теория

Виктор КОЗЮК

**ПОСТКРИЗИСНАЯ ГЛОБАЛЬНАЯ
МОНЕТАРНАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ**

Резюме

Преодоление глобального финансового кризиса угрожает перерасти в усиление глобальной монетарной нестабильности. В отличие от предыдущих случаев глобальных монетарных стрессов, современный период характеризуется кризисными процессами вокруг системы резервных активов и инфляционных следствий поведения финансовых дисбалансов и глобальной ликвидности. Асимметричное возобновление рынков активов в разрезе стран усиливает флуктуации в сфере потоков капитала и валютных курсов, что увеличивает спрос на валютные резервы и консервирует предкризисные глобальные монетарные взаимоотношения наряду с поиском альтернативных вариантов деноминации внешних активов страны. Вследствие того, что монетарные акции не перерастают в чистом виде в глобальный спрос, который реанимирует реальный выпуск, глобальная экономика попадает в состояние стагфляционной ловушки. Выход из нее должен сопровождаться усилением международной координации монетарной политики для улучшения контроля за поведением глобальной ликвидности.

© Виктор Козюк, 2011.

Козюк Виктор, докт. экон. наук, профессор, Тернопольский национальный экономический университет, Украина.

Ключевые слова

Глобальная монетарная нестабильность, валютные резервы, валютные курсы, глобальная ликвидность, рынок активов, центральные банки.

Классификация по JEL: G20.

Введение

Непременной чертой посткризисных периодов в экономике является наращивание интенсивности дискуссий по поводу пересмотра установленных теоретических и прикладных позиций в сфере экономической политики. Глобальный финансовый кризис не оказался исключением. Вместе с достаточно убедительными векторами реформирования макрополитики на национальном уровне, которые быстро имплементируются под эгидой макрофинансового подхода, вопросы глобальных монетарных проблем остаются за пределами активных дискуссий. Наряду с этим, ряд обнародованных предложений в сфере глобальных монетарных реформ (например, отчет так называемой Комиссии Стиглица [1]) оставляют больше вопросов, чем ответов. Сложность реформирования системы глобальных монетарных взаимоотношений и отсутствие институциональных рамок принуждения к реформам и коллективному участию в них во многом побуждают к традиционной ориентации на реформы национально-центричного уровня. Другой причиной этого следует признать то, что на сегодня теоретический консенсус по поводу того, насколько глобальный финансовый кризис обусловлен и связан с глобальными монетарными процессами, отсутствует. Естественно, что в таких условиях создаются благоприятные интеллектуальные предпосылки для относительно обособленного анализа вариантов экономических, институциональных реформ, выявления рисков и угроз посткризисного развития с позиции функционирования национальных и глобального монетарного и финансового режимов.

Агрессивные меры монетарной и фискальной политики по преодолению кризиса в развитых странах уже через некоторое время продемонстрировали наличие мощных глобально отрицательных внешних эффектов. Их возникновение является вполне закономерным в свете того, что антикризисные решения реализовывались в той же структурной среде глобальных монетарных взаимоотношений, которые сформировались в конце 1990-х и признаны нами в качестве «размытых контуров Ямайской валютной системы» [2, с. 488–535]. Посткризисное консервирование статуса-кво в сфере

глобальных монетарных процессов, как это уже видно из событий вокруг колебаний курса доллара США, фискальных кризисов в Европе и поведения глобальной ликвидности и цен на первичные ресурсы, отражает сохранение тенденций к воспроизводству глобальной монетарной нестабильности в формах, которые будут еще более искаженными, чем в кризис. Это очевидно в свете радикальных различий между ожиданиями в отношении эффективности финансового сектора, баланса сил в сфере глобальных финансов и оценки перспектив возможностей функционирования экономики в состоянии прогрессирующих дисбалансов. Естественно, что указанные проблемы требуют системного анализа, что делает данную статью актуальной.

Спектр глобальных монетарных проблем в теоретических дискуссиях пред- и послекризисного периода

Наиболее характерные черты глобальных монетарных процессов предкризисного периода в экономической литературе достаточно хорошо освещены и сводятся к следующему: гипертрофия валютных резервов, обусловленная широким набором мотивов (самострахование от валютно-финансовых потрясений, монетарный и финансовый меркантилизм, конкурентное накопление резервов), асимметричное поведение валютных курсов в странах с возникающими рынками (толерантности девальвациям и избежание ревальваций в отношении доллара США), четкое разделение на страны с дефицитом и профицитом платежного баланса, вследствие чего формирование глобальной ликвидности опирается на характер глобальных монетарных взаимоотношений или взаимоотношений между дефицитными и профицитными странами, которые приобретают формы потоков капитала и возрастающего спроса на активы, глобально низкие процентные ставки и т. д. [2, 3, 4]. В то же время, обусловленность кризиса именно глобальными монетарными паттернами очень часто ставится под сомнение с точки зрения взгляда на ликвидность не как на продукт экспансии валютных резервов в глобальных масштабах, а как на взаимодействие между монетарными переменными развитых стран и структурными сдвигами в глобальной финансовой системе. Не отрицая важной роли последнего, следует констатировать, что пренебрежение проблемой асимметричного макроэкономического статуса стран, эмитирующих резервные активы, и стран, предъявляющих спрос на них, а также проблемой отсутствия системного контроля над монетарной экспансией глобального уровня вследствие асимметричной реакции валютных курсов ведет к достаточно оптимистичным надеждам на то, что имплементация макрофинансового подхода в практику деятельности органов макроэкономической политики позволит избежать масштабных финан-

совых потрясений без реформ глобальных монетарных взаимоотношений [5, 6].

Акцент на необходимости пересмотра монетарных координат функционирования глобальной экономики, делаемый в ряде работ, четко констатирует то, что отсутствие симметричных реакций валютных курсов воссоздает проблемы глобальных финансовых дисбалансов и в мире агрессивных антикризисных мер цементирует проблему низких процентных ставок, чрезмерного ливереджа и волатильности на финансовых рынках [7, 8, 9, 10].

Несмотря на признание необходимости реформ, следует высказать скептические предостережения относительно наиболее известных предложений по обеспечению глобальной монетарной стабильности. Например, предложенная Дж. Вильямсоном система «соответствующих валютных курсов» (*reference rate system*) акцентирует внимание на том, что не только чрезмерные колебания курсовых соотношений порождают монетарную нестабильность международного уровня, но и их отсутствие создает глубокие проблемы [11, 12]. Впрочем, данный подход имеет слабину с точки зрения имплементативности в аспекте адекватности и юстициальности методик определения уровня обменных курсов, по которому центробанки обязаны осуществлять интервенции или избегать их. Определенной альтернативой для системы централизованных требований в отношении коррекции валютных курсов является подход, предусматривающий расширение зоны применения СДР в процессе менеджмента глобальной ликвидности на основе транзитных счетов, которые давали бы возможность поддерживать объемы внешних активов без их давления на внутреннее денежное предложение [13, 14, 15]. Впрочем, предложения по усилению роли СДР также вызывают скепсис. Любые транзитные счета МВФ в СДР, функционирующие как буфер избыточной ликвидности, ограничивают дискреционные решения национальных центробанков, а также не создают рыночных предпосылок для контроля над ликвидностью и коррекции дисбалансов с точки зрения фундаментальных макропроцессов.

Проблема глобальной монетарной нестабильности в экономической литературе также не отображает единодушия. Можно выделить ряд ключевых моментов, которые встречаются у разных авторов, но те по-разному делают акцент на каждом из них. Во-первых, риски глобальной нестабильности порождают процикличность в поведении валютных резервов и потоков капитала. Во-вторых, низкие ставки, являющиеся следствием экспансии ликвидности, поощряют сверхкредитование и сверхзаимствование, благодаря чему любая страна становится уязвимой к реверсам в потоках капиталов. В-третьих, даже несмотря на то, что фактический кризис 2007–2009 гг. не был кризисом быстрой коррекции платежных дисбалансов на основе недоверия к доллару США, риски такого сценария не сняты, а, наоборот, актуальны, угрожая повышением ставок и ослаблением глобальной финансовой системы. В-четвертых, глобальная монетарная стабильность уязвима к специфичным

монетарным взаимоотношениям между США и Китаем; избежание ревальвации юаня может подвергнуть мир торговым войнам и другим формам нерыночного поведения ведущих стран [9, 10, 16, 17, 18, 19].

Традиционные кейнсианские макроэкономические аргументы относительно потенциальных рисков для глобальной экономики со стороны глобальных монетарных взаимоотношений выдвигаются в ряде авторитетных работ. Глобальные дисбалансы порождают ситуацию с ловушкой ликвидности, тем самым ослабляя возможности центробанков смягчать рецессию. Такая закономерность обусловлена тем, что в условиях нацеливания на высокие уровни сбережений для поддержания платежного профицита в одних странах, процентные ставки в других не могут смещаться автоматически. В случае ловушки ликвидности высокий уровень глобальных сбережений делает невозможным довести процентные ставки с помощью монетарных методов до уровня, соответствующего ожидаемой реанимации совокупного спроса [20]. Текущая система глобальных дисбалансов является имманентно дефляционной: дефицитные страны вынуждены уменьшать импорт степенью приближения к лимиту внешних заимствований, а профицитные страны не вынуждены повышать спрос на импорт; центробанки могут легко предотвращать ревальвации, увеличивая объемы резервов, но предотвращение девальвации ограничено их наличием: политика МВФ толерирует направлению макроинструментов на преодоление дефицита текущего счета, но лишена средств влияния на профицитную страну [21]. Несмотря на то, что дефляционные следствия глобальных дисбалансов объясняются и с других теоретических позиций (с точки зрения теории «отсутствия (качественных) активов и уравновешенных дисбалансов»), эмпирическая картина глобальной экономики отрицает это в свете поведения цен на первичные ресурсы, которые на сегодня можно считать современной формой глобальной монетарной нестабильности. Это значит, что система дисбалансов как основа глобальных монетарных взаимоотношений является не дефляционной, а инфляционной (с определенным лагом).

Несмотря на достаточность и обстоятельность проработки данной темы, следует признать отсутствие комплексного подхода к пониманию связи между тем, что сохранение после кризиса четкого расслоения глобальной экономики по принципу разделения на страны с гибким курсом и страны, продолжающие аккумуляцию резервов, имеет системные имперфекции, которые не могут быть преодолены в пределах предложений относительно усиления международных рычагов регулирования глобальных монетарных процессов. Также в большинстве проанализированных исследований не рассматриваются посткризисные проблемы в сфере диверсификации глобальных валютных резервов и то, какие это может иметь последствия для колебаний валютных курсов и ликвидности с соответствующим влиянием на финансовую стабильность в мире. Соответственно, данная статья посвящена отражению указанных проблем в сфере глобальной монетарной нестабильности посткризисного периода.

Изменение формы глобальной монетарной нестабильности

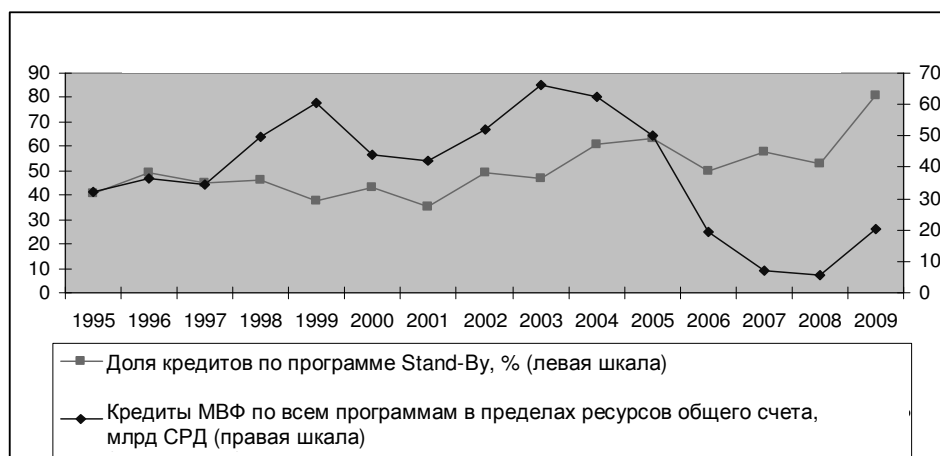
Наиболее характерной чертой посткризисного функционирования глобальной экономики является то, что практически большинство монетарных процессов глобального уровня докризисного периода полностью воспроизводятся, однако, на фоне глобальной рецессии и углубления разрыва по скорости воспроизводства экономики в разрезе развитых стран и стран с возникающими рынками. Эта тенденция ведет к консервированию четкого разделения на страны, поддерживающие плавающий курс, и страны, ориентирующиеся на поддержание платежного профицита, то есть, по-сути, большинство стран с возникающими рынками.

Такая модель глобальных монетарных взаимоотношений существенно изменяет форму нестабильности, известную из опыта 1990-х, когда ее эпицентром были страны, быстро интегрировавшиеся с финансовыми рынками, которые активно глобализировались. Девальвации и кризисы типа «случайная остановка» свидетельствовали, как возрастающие потоки капитала способны запустить волны нестабильности в глобальные монетарные процессы путем цепной реакции обвала валюты, оттока капитала, потерь в финансовом секторе, повышения волатильности на финансовых рынках и соответствующих монетарных предупредительных акций центробанков в сфере ликвидности, на что валютные курсы и процентные ставки откликались в соответствии с ожиданиями скорости восстановления финансовых рынков. Поиск вариантов страхования глобальных монетарных процессов от девальваций на рынках, возникающих после Азиатского кризиса, превратился в краеугольный камень представлений о перспективных очертаниях стабильного функционирования финансовой архитектуры мира [22]. Впрочем, переориентация стран с возникающими рынками на накопление валютных резервов с целью самострахования, а также проведение политики монетарного меркантилизма и конкурентного приумножения внешних активов [23, 24, 25] существенно изменило факторные признаки нестабильности монетарных процессов глобального уровня.

Одним из проявлений этого является резкое снижение роли стабилизирующих международных организаций, что в посткризисной перспективе консервируется низкой вероятностью стохастических изменений спроса на резервы. Несмотря на коллективную неэффективность глобального повышения спроса на резервные активы [26], индивидуальные выгоды являются достаточно ощутимыми, что подтвердили события 2008 г., когда масштабы резервов в отдельных странах, пораженных кризисом, обратно корреспондировали с глубиной падения курса валют [27].

Рисунок 1

Доля программы Stand-by в кредитной активности МВФ



Источник: Построено автором на основе IMF Annual Report за соответствующие годы (См.: www.imf.org).

Недоверие к системе международного кредитования последней инстанции четко отображается в мотиве самострахования при накоплении резервов. Их объем существенно изменил зависимость между масштабами кризисных явлений в глобальной экономике, изменением чистой кредитной позиции МВФ и темпами прироста внешних активов центробанков. При соизмеримых уровнях девальвации в 1996–1999 гг. и 2007–2009 гг. объемы помощи со стороны МВФ поразительно различаются, а значение программ stand-by повысилось только в условиях глобального финансового кризиса. Несмотря на некоторое повышение объемов кредитования МВФ за счет программ макростабилизации с 2008 г., физические объемы кредитования и до сих пор остаются несоизмеримо малыми, по сравнению с периодом 1998–2004 гг. (рис. 1). В первом приближении это свидетельствует об ослаблении уязвимости многих стран к изменениям валютного курса и возможности противопоставить деструктивным процессам на глобальных рынках валютные резервы, а также попытки обратиться к конкурентным девальвациям, являющимся достаточно маловероятным случаем в ситуации масштабного глобально-центричного оттока капиталов на рынки стран со средним и низким доходом. Снижение значения МВФ в экстренном предложении глобальной ликвидности четко свидетельствует, что в основе ее формирования находятся не международные регуляторы, а национально-

центричные варианты аккумуляции внешних активов. Естественно, что такие изменения произошли только вследствие того, что сама форма и источники глобальной монетарной нестабильности изменились. Они уже не связаны со странами с возникающими рынками, что находит свое отражение в объемах и структуре кредитной активности МВФ.

Отмеченный резким сокращением ликвидности на финансовых рынках, глобальный финансовый кризис и борьба с ним продемонстрировали ограниченность действенности международного кредитования последней инстанции. С одной стороны, масштабные своповые операции между ФРС и ведущими центробанками засвидетельствовали, что прямые соглашения между центробанками могут быть более гибкими. В случаях, когда они напрямую касаются интересов отдельных из них, объемы операций могут существенно превышать доступные ресурсы МВФ. Аналогично механизм Инициатив Чанг Мей в Азии также не был задействован в полной мере, поскольку объемы доступных свопов были несоизмеримыми с возможностями ФРС и масштабами оттока капиталов. Экстренное предложение долларовой ликвидности в 2008–2009 гг. позволило избежать резкого и существенного роста курса доллара на фоне дефицита платежного баланса США.

Что касается стран с возникающими рынками, в целом, выбор в пользу девальвации также продиктован тем, что доступность ресурсов Фонда является несоизмеримой с масштабами оттока капиталов, предыдущий приток которых был обусловлен не выравниванием процентных ставок на рынках инструментов с фиксированным доходом (как в 1990-х), а раздуванием пузыря на рынках активов. Также отток капиталов является закономерным явлением, если предположить, что глобальные финансовые институты выводили капиталы не столько из соображений поиска «безопасных гаваней», сколько из соображений поддержки материнских компаний в развитых странах, которые пострадавших от коллапса ипотечных рынков. Естественно, что конкурентное сбережение резервов на фоне сокращения внутреннего спроса отразилось на улучшении текущих счетов во многих странах с возникающими рынками. Рост глобальных валютных резервов хотя и замедлился, но сохранился, продолжая лаг связи между глобальным кризисом и кризисом резервных валют. С другой стороны, отсутствие механизмов надзора и контроля над выполнением программ стабилизации, свойственных сотрудничеству с МВФ, ведет к тому, что за успешными дискреционными акциями по поддержке ликвидности следует процесс существенного расширения глобальной долларовой денежной массы, чего вряд ли следовало ожидать, если бы система экстренного предоставления ликвидности была централизована. Аналогично это касается и валютного курса доллара. Предупреждение его резкой переоценки в 2008 г. на фоне снижения дефицита текущего счета США усилило интенции национально-центричной монетарной экспансии, особенно в Соединенных Штатах, где она известна как несколько раундовые программы «количественного смягчения».

Парадоксальным образом глобальный обвал долларовой ликвидности в 2008 г. полностью изменил разворачивание процесса кризиса резервной валюты, с чем, собственно, ассоциировались очертания кризиса накануне. Сжатие ликвидности вследствие разрыва в структуре долларовых требований и обязательств в глобальных масштабах выступило своеобразным ингибитором процесса недоверия к доллару США, вследствие чего дальнейшие акции по поддержке финансовых учреждений и бюджетов вышли за рамки нейтральности в отношении глобальной монетарной стабильности.

Глобальная ликвидность и кризис системы резервных активов: эпицентр монетарной нестабильности мирового уровня

Если в 1990-х глобальная монетарная нестабильность ассоциировалась с обвалами валют стран с возникающими рынками, в начале 2000-х – с глобальными финансовыми дисбалансами, то в посткризисной перспективе она переросла в сложное сочетание ускорения глобальной инфляции и финансовой нестабильности, эпицентром чего является амбивалентность кризиса резервной валюты и сохранение статус-кво в системе глобальных монетарных взаимоотношений. В свете этого наиболее простым образом такая нестабильность может быть сведена к следующим связанным звеньям: «асимметрии в масштабах и успешности антикризисных программ, в частности монетарных акций – асимметрии в скорости восстановления рынка активов – флуктуирующие курсы ведущих валют – флуктуирующие приспособления глобальной структуры валютных резервов – отсутствие элементов коррекции денежного предложения в одном из геоэкономических центров – усиление глобальной инфляции, спекуляций на рынке активов, асимметрии в «пробуксировке» антикризисного стимулирования спроса». В пределах приведенных причинно-следственных связей наиболее существенными формами нестабильности являются:

- поведенческий характер формирования курсов ведущих валют;
- усиление колебаний в разрезе классов активов;
- глобальное инфляционное смещение.

Значительное обращение резервных валют на глобальных рынках (за пределами страны-эмитента) делает проблемы глобальной монетарной нестабильности особенно острыми, поскольку они могут формироваться как

вследствие недоверия к макроэкономическому курсу стран-эмитентов, так и вследствие разного рода структурных изменений в факторах, определяющих спрос и предложение таких валют на зарубежных рынках. Благодаря этому когерентность в сфере антикризисных мер и поиске вариантов выхода из полосы антикризисного стимулирования спроса уже не является единственным ключевым моментом в поведении валютных курсов, что не исключает гипертрофированных реакций на сигналы по динамике фундаментальных переменных в странах-эмитентах.

Одним из примеров поведенческого характера формирования валютных курсов является то, как, благодаря сегментации глобального финансового рынка, усиление неуверенности относительно определенного класса активов может привести к повышению курсовой волатильности. Так, финансовая стабильность на сегодня предусматривает стабильность институтов и суверенных заемщиков с точки зрения качества их активов. Поскольку такие активы деноминированы в определенную валюту, то отсутствие ликвидности активов или резкая переоценка уровня их рискованности сразу отображается в росте курсовой волатильности или формировании краткосрочного тренда обменного курса, который относительно совместим с фундаментальными переменными. Весомой причиной того, что изменение отношения к качеству активов отображается в курсовой волатильности является то, что рынок отражает достаточно высокий уровень сегментации (это естественно с точки зрения формирования сложных инвестиционных стратегий и наличия на рынке дифференцированного по критерию отношения к риску и поиску доходности игроков). Случаи поиска «надежных гаваней» (выход из рынка более рискованных активов и повышение спроса на нерискованные активы) являются временными и возникают в моменты случайного смещения отношения к риску вследствие сильного финансового потрясения. Со временем рынки становятся менее уязвимыми и появление сомнений по качеству активов определенного класса или эмитента означает не поиск более надежных вариантов, а переориентацию на другие активы подобного класса, что, как правило, предусматривает изменение валюты их деноминации. (Например, в 2009–2011 гг. ухудшение качества греческих облигаций не означало, что инвесторы переориентируются на немецкие, а – поиск альтернатив с подобным уровнем доходности за пределами зоны евро, вследствие чего курс евро/доллар колебался благодаря реаллокации капиталов).

Другим примером поведенческого характера формирования валютных курсов являются изменения в сфере валютной структуры внешних активов институтов, которые ими владеют в глобально значимых объемах. В рамках данного обобщающего случая следует рассмотреть отдельные моменты.

А) Валютная диверсификация внешних активов центробанков (в определенной степени это также касается фондов суверенного богатства) не

может не влиять на равновесие глобального валютного рынка. Тем более эта проблема приобретает резонанс в посткризисный период, поскольку кризис не изменил характера концентрации глобальных валютных резервов, а, наоборот, усилил сформированные докризисной тенденции (см. табл. 1). Естественно, что любые портфельные решения в данной области по какому-либо определенному объему резервов начинают отображать не столько традиционные моменты выбора валютной структуры внешних активов, сколько поведенческие. Они продиктованы и обычными мотивами диверсификации, и поиском вариантов предупреждения фискальных потерь вследствие переоценки их стоимости в условиях курсовой нестабильности, и попытками трансформировать часть их в альтернативные активы (например, сырьевые, что актуально в свете опыта Китая), которые также имеют свою валюту деноминации.

Таблица 1

Концентрация глобальных валютных резервов

	1999			2009		
	Млрд дол. США	В % ВВП	Удельный вес в глобальных объемах	Млрд дол. США	В % ВВП	Удельный вес в глобальных объемах
Китай	155	14	8,7	2399	49	29,7
Япония	278	6	15,6	997	20	12,3
Россия	8	4	0,4	406	33	5,0
Саудовская Аравия	15	10	0,8	397	107	4,9
Тайвань	106	36	5,9	348	92	4,3
Корея	74	16	4,2	265	32	3,3
Индия	32	7	1,8	259	21	3,2
Гонконг	95	58	5,3	245	116	3,0
Бразилия	35	6	2,0	232	15	2,8
Зона евро	228	3	12,8	195	2	2,4
Сингапур	77	93	4,3	186	105	2,0
Мир	1783	6	100	8086	14	100

Примечание: Построено автором на основе данных: [28, 2].

Б) Изменение структуры глобальных валютных резервов является достаточно инерционным. Это означает, что валютная структура внешних активов поддерживается на основе определенных стабилизирующих решений центробанков, которые таким образом поддерживают резервную валюту, предупреждая коррекцию ее курса различным образом и тем самым удлиняют лаг между возникновением фундаментальных факторов, которые должны были бы влиять на реаллокацию внешних активов, к моменту, когда такие изменения произойдут фактически. Кроме того, что это позволяет стране-эмитенту резервной валюты проходить кризисные эпизоды в более мягкой форме, это может угрожать рядом инфляционных рисков. Однако наибольшей проблемой будет то, что за удлинением лага может скрываться масштабный коллективный выбор в пользу валюты (актива)-альтернативы, которая угрожает сочетанием ухудшения фундаментальных переменных и глобальной экономики, и экономики страны-эмитента. Другими словами, любая инерционность в коррекции валютной структуры резервов в глобальных масштабах приводит к тому, что с определенного момента ее стабилизирующие свойства оборачиваются усилением процикличности.

С усилением поведенческих факторов формирования валютных курсов тесно переплетается проблема корреспонденции между структурными факторами курсовой динамики и детерминантами формирования валютной структуры глобальных валютных резервов. В чистом виде между трендом валютного курса резервной валюты и ее значением в глобальном портфеле активов должна проследиваться четкая зависимость (здесь могут наблюдаться определенные отклонения в виде изменения монетарной политики в стране-эмитенте резервной валюты или в других центрах эмиссии резервной валюты, но они достаточно хорошо проследиваются). Она будет отображать взаимосвязь между изменениями глобального спроса на такую валюту и изменениями ее курса. В случае, когда в глобальном портфеле активов доминируют валютные резервы центробанков, именно операции с ними определяют внешние факторы влияния на валютный курс. Однако, когда их доля снижается, растет значение структурных и циклических факторов баланса глобального валютного рынка, который определяют открытые валютные позиции глобальных финансовых институтов. Отсюда становится очевидным, что тренд динамики курсов резервных валют может существенно отклоняться от того, который предоставляется глобальной валютной структурой внешних активов центробанков. Наибольшей проблемой в данном случае является то, что, например, снижение доли ведущей валюты в структуре глобальных валютных резервов теряет свое критериальное содержание в отношении ожиданий поведения валютного курса в будущем. Риски дестабилизации массивованного выхода из долларовых активов существенно тормозят ослабление роли американских денег как резервной валюты. Также это объясняется тем, что снижение значения доллара США в структуре глобальных валютных резервов не сопровождается возникно-

вением четкой альтернативы. В глазах глобальных игроков перспективы евро рассматриваются под углом зрения фискального кризиса в ЕС, а рынок активов в юанях является закрытым для нерезидентов.

Несмотря на это, как показывают данные табл. 2., значение евро в глобальных валютных резервах возрастает, а доллара США – падает, прежде всего за счет стран с возникающими рынками, на которые и приходится львиная доля роста внешних активов монетарных органов в мире. Это означает, что именно с предельными значениями физического роста объема резервов будет ассоциироваться усиление давления в сторону диверсификации. Если принять во внимание ухудшение рейтинга долговых инструментов США и потерю ими образа нерискового актива, как это произошло в июле-августе 2011 г., то на фоне ограниченных возможностей в сфере монетарной конкуренции доллара США со стороны евро и юаня, кризис резервной валюты будет приобретать формы инфляции стоимости ограниченного набора активов. Среди них доля сырьевых будет только возрастать, с особым акцентом на золото, привнося нестабильность как в процессы установления относительной доходности в разрезе классов финансовых активов, так и в тенденции в сфере глобальной инфляции. Инфляция стоимости отдельных активов может иметь не менее угрожающие финансовые последствия, поскольку переоценка возрастающих тенденций и подключение ливерджированного инвестирования может быстро закончиться очередным пузырем.

Таблица 2

Валютная структура глобальных валютных резервов, %

	1999	2001	2003	2005	2007	2009
	Все страны					
Доллар США	71,0	71,5	65,9	66,9	64,1	62,2
Японская йена	6,4	5,0	3,9	3,6	2,9	3,0
Фунт стерлингов	2,9	2,7	2,8	3,6	4,7	4,3
Швейцарский франк	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1
Евро	17,9	19,2	25,2	24,0	26,3	27,3
	Страны с возникающими рынками и развивающиеся страны					
Доллар США	74,2	73,8	63,1	62,7	62,0	58,5
Японская йена	3,9	2,4	1,1	1,5	1,8	1,8
Фунт стерлингов	2,6	2,8	3,8	5,1	5,9	5,9
Швейцарский франк	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Евро	17,5	19,7	30,2	29,2	28,6	30,1

Источник: [29].

Указанный процесс уже получил распространение и нашел свое отражение в возрастающем значении доли неклассифицированных инструментов в структуре глобальных валютных резервов. Например, для стран с возникающими рынками и развивающихся стран доля резервов, в отношении которых перед МВФ не подтверждается валютная структура, в 1999 г. составляла 44,1 %, в 2001 г. – 44,4 %, в 2003 – 47,0 %, в 2005 – 54,4 %, в 2007 – 54,0 %, в 2009 – 60,3 % [29]. Это означает, что для внешних активов центробанков также свойственно усиление тенденции формирования нетрадиционных портфелей, за чем стоит, естественно, дополнительное искажение на рынках активов в целом.

Рост структурно обусловленной уязвимости рынка активов к монетарным импульсам существенно изменяет фактуру стабильности в мире. Взаимосвязь между монетарными возбудителями и финансовыми флуктуациями в посткризисной перспективе становится краеугольным элементом глобальных макрофинансовых процессов. Со стороны финансовой системы это обеспечивается возникновением и распространением сложных финансовых инструментов и портфельных стратегий, вследствие чего естественные ограничительные когерентности в поведении цен на разных рынках активов ослабляются или вообще разрушаются. С точки зрения глобальной экономики, это сказывается на усилении корреляции рынков в разрезе отдельных стран. Рынки акций, недвижимости и объемы кредитов становятся все более синхронными. Табл. 3 свидетельствует о наличии высокого уровня коррелированности в разрезе групп стран по видам финансовых операций. Эта тенденция, начало которой положено в развитых странах, быстро глобализуется благодаря возрастающей открытости и эволюции финансовых систем в странах с возникающими рынками, для которых, хоть и в меньшей степени, но усиление взаимозависимости отдельных рынков также становится очевидным.

Плотные корреляции в разрезе рынков активов, как это видим в табл. 3, свидетельствуют, что связи между сегментами финансовой системы существенно минимизируют роль стабилизирующих механизмов некоррелированных рынков в разрезе стран или рынков в разрезе стран, которые дифференцированно реагируют на циклические процессы.

Синхронизация рынков активов делает всю финансовую систему более проциклической, но наиболее рискованным является то, что в условиях масштабных акций по стимулированию спроса в экономиках, охваченных рецессией и уязвимостью цен на активы к изменениям в объемах ликвидности, «монетарное нависание» в одной из ключевых валют приводит в действие расшатывание всех рынков с незначительными лагами. Высокая же корреляция в разрезе стран ведет к тому, что флуктуации на рынках активов мгновенно передаются потокам капиталов и, соответственно, валютным курсам. Благодаря этому любые асимметричные монетарные акции ведущих центробанков мира, а также асимметричные реакции рынков на

сигналы о перспективном росте стоимости активов с дальнейшими коррекциями ценовых трендов скорее будут приносить нестабильность на рынки. С одной стороны, стимулирующие шаги будут терять свою эффективность из-за того, что решения по спросу, займам и кредиту существенно искажаться будут эффектом неопределенности по аналогии с тем, как неопределенность или негативные ожидания будущего весомо снижают предельную склонность к потреблению. С другой стороны, в ответ на повышение волатильности потоков капитала и неопределенность на рынках, страны со средними и низкими доходами отреагируют дальнейшим наращиванием спроса на резервные активы. Мотивы самострахования (так же, как и конкурентный монетарный меркантилизм, сглаживание колебаний потоков капитала с целью изоляции их влияния на расшатывание валютных курсов и т. д.) будут только усиливать глобальные финансовые дисбалансы, обостряя диаметрально противоположные тенденции вокруг резервных валют.

Таблица 3

Синхронизация финансовых рынков в разрезе групп стран

	Развитые страны		Страны с возникающими рынками		Развитые страны и страны с возникающими рынками	
	1960–2007	2003–2007	1960–2007	2003–2007	1960–2007	2003–2007
Недвижимость	0,59	0,74	0,49	0,49	0,50	0,60
Рынок акций	0,71	0,90	0,62	0,80	0,61	0,81
Кредит	0,74	0,92	0,48	0,83	0,65	0,87

Примечание: Уровень синхронизации определен на основе показателя «индекс конкордации», отражающей отрезок времени, в течение которого переменная находится в одной циклической фазе в двух и более странах.

Источник: [30, с. 45].

Другой стороной сочетания докризисных тенденций в сфере накопления резервов со стимулирующими акциями ведущих центробанков является то, что, вместо теоретически ожидаемых дефляционных эффектов глобальных финансовых дисбалансов, актуализируются инфляционные. Механизм превращения финансовых дисбалансов в глобальную инфляцию [2] уже описывался нами, однако в посткризисной перспективе он имеет специфическое выражение. Антикризисная экспансия ведущих центробанков

не означала, что все объемы дополнительного денежного предложения непосредственно повлияют на реанимацию совокупного спроса. Быстрое возобновление рынка активов и стоимости первичных ресурсов знаменовало, что стимулирующие монетарные акции не имеют прямого влияния на реальный сектор, а, благодаря улучшению ситуации в сфере рыночной ликвидности, усиливают спекулятивные настроения. Это является закономерным с той точки зрения, что и рынок активов, и рынок первичных ресурсов (который ведет себя как рынок активов) в текущих ценах начинают отображать ожидания будущего оживления экономики. Асимметричные ожидания такого оживления в разрезе стран ведет к тому, что формирование курсов возвращается к обусловленности ожидаемой доходности активов, которая является результатом ожидаемой, а не фактической ситуации в реальном секторе, приносящем дополнительную волатильность на рынки. Другим измерением ограниченной эффективности антикризисной монетарной экспансии является то, что тенденция к снижению соотношения между активами центробанков развитых стран и валютными резервами остальной части мира, наметившаяся с начала 2000-х гг., усилилась во время кризиса и в дальнейшем. Например, в 2003 г. доля валютных резервов стран с возникающими рынками, составляла 25 % кумулятивной величины валютных резервов и стоимости активов центробанков США, зоны евро, Японии, Канады, Швеции, Швейцарии и Великобритании. В 2006 г. эта доля повысилась до 35 %, а с 2007 г. до настоящего времени колеблется на уровне 45–50 % [31].

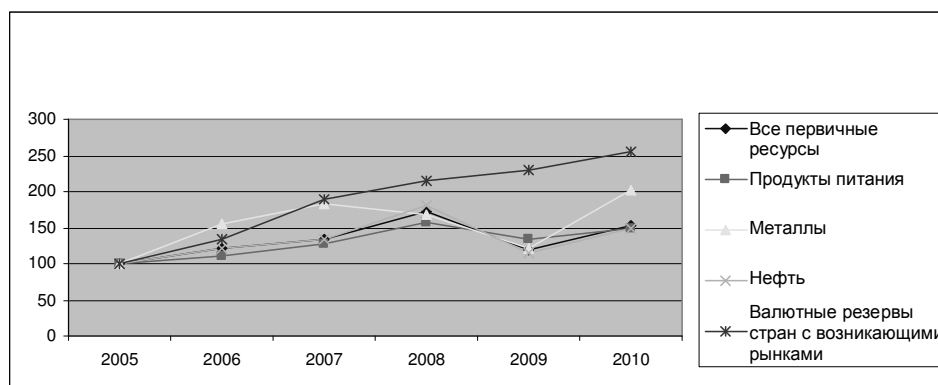
Это свидетельствует о том, что стимулирующие шаги одних компенсируются политикой избежания ревальвации и поддержки платежного профицита других. Кроме того, это перераспределяет глобальную ликвидность в пользу стран с возникающими рынками, это делает спрос на резервные валюты более обусловленной попыткой поддерживать экономический рост и повысить конкурентоспособность, что, в итоге, превращается в монетаристскую кривую Филлипса, в которой вместо инфляции можно разместить валютные резервы. Высокая зависимость накопления последних от экспансивных шагов ведущих центробанков в посткризисном периоде делает глобальные монетарные процессы достаточно уязвимыми к реверсам в политике обеих групп стран. Если принять во внимание автономный характер суверенного спроса на активы, то стохастические изменения в предложении ликвидности в развитых странах сразу будут передаваться колебанием глобальной ликвидности в целом. Конечно, можно предположить, что возобновление глобальной экономики быстро реанимирует потоки капиталов, приток которых в страны с возникающими рынками поглощается резервами, что будет создавать определенные буферы на случай сокращения ликвидности.

Однако проблема заключается в том, что притоки капиталов оказывают асимметрично экспансивное влияние на глобальную ликвидность из-за того, что их оттоки преимущественно компенсируются девальвацией. Конкурентное избежание потери резервов имеет в целом экспансивные последствия

для глобальной ликвидности. Отсюда следует парадокс. Вследствие поддержки глобальных финансовых дисбалансов глобальная экономика должна была бы попадать в состояние дефляционного смещения, как это предусматривают кейнсианскоориентированные экономисты. Однако на самом деле она попадает в состояние инфляционного смещения, питающегося ростом стоимости первичных ресурсов. Рис. 2 четко свидетельствует, что быстрое возобновление цен на первичные ресурсы и их дальнейший рост корреспондируют с прогрессирующим «нависанием» глобальных валютных резервов.

Рисунок 2

Индексы роста цен на первичные ресурсы и валютных резервов стран с возникающими рынками (2005 г. = 100)



Примечание: Построено автором на основе IMF Primary Commodities Statistics та IMF Annual Report за соответствующие годы.

Как видим из рис. 2, экспансия ликвидности в глобальной экономике, несмотря на обвал рынка первичных ресурсов в кризисные годы и соответствующее торможение инфляции вследствие рецессии, быстро превращается в источник роста мировых цен. Слаженные тренды индексов поведения цен на первичные ресурсы практически синхронизированы с трендом динамики валютных резервов стран с возникающими рынками. В свою очередь, на фоне сохранения активистской монетарной политики в мире роста цен на сырье и продовольствие превращается в мощный источник питания инфляционных ожиданий. Ускорение инфляции в мире с середины 2010 г. свидетельствует, что кейнсианско-ориентированные программы борьбы с

глобальным кризисом заканчиваются тем, что глобальная экономика все больше попадает в стагфляционную ловушку почти идентично тому, как это имело место в начале 1970-х. В глобально интегрированной экономике лимит без инфляционных стимулирующих спрос программ является крайне незначительным, хотя и достаточно размытым в разрезе отдельных стран. Отсюда конкурентное стимулирование выхода из кризиса, в значительной степени продиктованное желанием быстрого возобновления рынков активов и реального выпуска, заканчивается усилением монетарной нестабильности глобального уровня. Неопределенность перспектив и высокие риски резервных валют сопровождаются повышением волатильности рынков активов и потоков капиталов в совокупности с формированием отрицательных инфляционных ожиданий и стагфляционной ловушкой. Рис. 3 демонстрирует структурно-логические связи в механизме раскручивания спирали посткризисной глобальной монетарной нестабильности.

Ориентиры политики выхода из глобальной стагфляционной ловушки

Существенной преградой выхода из стагфляционной ловушки глобальной экономики является то, что политика поддержки финансового сектора и сдерживания глобальной инфляции являются противоречивыми в краткосрочном периоде. Выход экономического роста на стабильную траекторию будет отдаляться во времени мерой отсутствия разрешения вопросов с возобновлением кредитоспособности ведущих финансовых учреждений и урегулированием проблемы неопределенности и переоценки рисков на кредитных рынках. В свою очередь, возрастающие цены на первичные ресурсы и продовольствие будут тормозить экономический рост и порождать инфляционные ожидания.

Быстрое возобновление рынка активов без повышения устойчивости темпов реального выпуска свидетельствует о том, что дальнейшие ожидания положительных следствий сохранения политики активных монетарных стимулов являются переоцененными. Пока в глобальной экономике не были сформированы инфляционные ожидания, монетарные акции давали определенный результат, о чем свидетельствуют высокие темпы экономического роста в США, Германии и ряде других стран в 2010 г. Однако уже в 2011 г. они резко замедлились. Это является первым сигналом о том, что антикризисное стимулирование спроса исчерпало себя. Решение проблемы выхода глобальной экономики из стагфляционной ловушки, попадая под ограничение альтернативы между дальнейшей поддержкой финансового сектора и сдерживанием глобальной инфляции, требует усиления международной координации макроэкономической политики, а также усиления координации в рамках микс-политики на уровне каждой страны отдельно.

Рисунок 3

Структурно-логические связи механизма протекания процессов глобальной монетарной нестабильности



Если говорить о координации международного уровня, то она должна состоять из нескольких блоков:

- повышение гибкости валютного курса в странах с глобально значимыми профицитами платежного баланса, особенно это касается Китая;
- поощрение появления альтернатив таким резервным валютам, как доллар и евро, которое может предполагать как усиление значения юаня (при соответствующих структурных реформах китайского финансового сектора), так и повышение интереса к формированию региональных монетарных объединений на основе общих фиксированных курсов, которые бы были гибкими в отношении остальной части мира;
- усиление контроля за глобальной ликвидностью (процентная политика ведущих центробанков должна учитывать те факторы влияния на инфляционные ожидания, которые формируются за пределами операционного горизонта монетарной политики, например, цены на первичные ресурсы и эффекты благополучия), которая должна трактоваться достаточно широко и в состав индикаторов которой должны быть включены не только кумулятивные изменения широких денежных агрегатов ведущих центробанков и глобальных валютных резервов, но также изменения в динамике активов глобальных банков и их внешних обязательств;
- введение в модели монетарной политики и ее международной координации глобального денежного мультипликатора, что должно усилить понимание связей между процентной политикой центробанков и экспансией кредита в глобальной экономике, принимая во внимание финансовые инновации, структурные изменения в банковской системе глобального уровня (переход к модели формирования пассивов на основе рыночных заимствований) и перетоки капитала, что позволит существенно влиять на глобальное денежное предложение, принимая скоординированные, но децентрализованные решения и т. д.

На уровне микс-политики основным ограничивающим фактором выбора оптимальной модели координации применения монетарных и фискальных инструментов является долговой кризис развитых стран в совокупности с сохранением затяжной неопределенности на кредитных рынках. Это означает, что повышение процентных ставок не только может иметь негативные последствия относительно платежеспособности сектора домохозяйств, но и способно усилить недоверие рыночных агентов к фискальной политике, направленной на консолидацию бюджета. Однако определенное повышение ставок вместе с сохранением широкого круга активов под залог

для операций рефинансирования является лучшей альтернативой усилению инфляционных ожиданий, для борьбы с которыми в будущем необходимо будет применять более радикальные шаги. Фискальная политика должна переориентироваться на стимулирование предложений таким образом, чтобы среднее снижение налогового бремени положительно сказалось на поддержании спроса, а снижение потребности в фискальных поступлениях должно обеспечиваться не только за счет снижения социальных гарантий, но и за счет повышения эффективности институтов общественного сектора и программы затрат.

Украина тоже подпадает под данную общую схему с определенными уточнениями. После 50 % девальвации гривны в 2008 г. не произошло реверса платежного баланса, что противоречит установленным эмпирическим свидетельствам о связях между масштабным снижением валютного курса и изменением статуса текущего счета. К середине 2011 г. дефицит приблизился к докризисной величине в 8 млрд дол. США. На фоне относительно незначительных темпов роста денежной массы это означает, что в основе экспансии спроса находятся государственные затраты. Отсюда экспансивная фискальная политика, перегруженная противоречивыми ориентирами по положительным последствиям для экономического роста со стороны масштабных инвестиционных затрат, является фактором повышения уязвимости Украины к проблемам глобальной монетарной нестабильности. Отсутствие реформ в сфере курсовой политики также возобновляет инфляционное давление в отечественной экономике в свете роста стоимости традиционных товаров экспортной специализации Украины. В условиях усиления дефицита платежного баланса уже слишком поздно говорить об усилении курса гривны. Если НБУ будет придерживаться взвешенной политики в сфере денежного предложения и не будет акселерировать возобновление кредитов до кризисного уровня, то дальнейшее повышение макроэкономической стабильности следует связывать со структурными реформами и снижением бремени государственных затрат.

Выводы

Реализация масштабных антикризисных мер, направленных на преодоление финансовой нестабильности в мире, ведет к существенному повышению рисков нестабильности монетарного характера. Ключевым элементом современной формы глобальной монетарной нестабильности является кризис системы резервных валют, когда антикризисные масштабы предложения последних становятся несовместимыми с глобально низкой инфляцией, а долговые кризисы и сохранение докризисной модели платежных дисбалансов существенно подрывают механизм валютно-курсовой коррекции роста глобальной ликвидности. Асимметричные ожидания возоб-

новления стоимости активов в ответ на стимулирующие шаги центробанков усиливают колебания потоков капитала и нестабильность валютных курсов, что влечет за собой усиление интереса к накоплению валютных резервов с целью самострахования в странах с возникающими рынками. В отличие от теоретически ожидаемого дефляционного смещения, порождаемого глобальными финансовыми дисбалансами, экономика мира сталкивается с инфляционным смещением. Основная причина: быстрый рост цен на сырьевые ресурсы и продовольствие, которые становятся основным фактором инфляционных ожиданий на фоне скептического восприятия положительных следствий стимулирования спроса для реанимации экономического роста. Неопределенность на финансовых рынках, быстрый рост глобальных валютных резервов, рост цен на первичные ресурсы и т. д. ведут к тому, что, вследствие затяжной монетарной экспансии, глобальная экономика попадает в состояние стагфляционной ловушки. Выход из нее требует глобальной координации монетарной политики по валютным курсам стран с глобально значимыми профицитами платежного баланса, усиления контроля над поведением глобальной ликвидности, стабилизацией инфляционных ожиданий. На национальном уровне это должно сопровождаться трансформацией микс-политики в направлении стимулирования предложения с нейтрализацией негативных ожиданий роста будущей инфляции.

Литература

1. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. – UN. – 2009. // www.un.org.
2. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: THEU, Економічна думка, 2009. – 728 с.
3. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.; Caballero R. On the Macroeconomics of Assets Shortages // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. – P. 1–24.
4. Schnabl G., Freitag S. Reverse Causality in Global Current Accounts // ECB Working Paper. – 2010. – № 1208. – P. 1–34.
5. Borio C. Ten Propositions about Liquidity Crises // BIS Working Paper. – 2009. – № 293. – P. 1-21.
6. Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. – BIS, 2011. – P. 1-13.

7. Gagnon J. Current Account Imbalances Coming Back // Institute for International Economics Working Paper. – 2011. – WP 11–1. – P. 1–35.
8. Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking / Edited by S. Claessens, S. Evenett, B. Hoekman. – CEPR: A VoxEU.org publication, 2010. – 215 p.
9. Goldstein M., Weatherstone D. Confronting Asset Bubbles, Too Big to Fail, and Beggar-thy-Neighbor Exchange Rate Policies // Institute for International Economics Policy Brief. – 2010. – PB 10-3. – P. 1–8.
10. Goldstein M. Integrating Reforms of Financial Regulation with Reform of the International Monetary System // Institute for International Economics Policy Working Paper. – 2011. – WP 11–5. – P. 1–28.
11. Williamson J. Reference Rates and the International Monetary System. – Wash. (D.C.): Institute for International Economy, 2007. – 104 p.
12. Williamson J. The Future of the International Monetary System // Global Imbalances and Developing Countries: Remedies for a Failing International Financial System / Ed. By J. J. Teunissen and A. Akkerman. – Amsterdam: Forum on Debt and Development, 2007. – P. 120–130.
13. Bergsten F., Truman E. Why Deficits Matter: The International Dimension // IIE Speeches, Testimony, Paper. – 2007. Testimony Before the Budget Committee of the House of Representatives, Jan. 23, 2007. – P. 1–18.
14. Bergsten F. The IMF and Exchange Rates // IIE Speeches, Testimony, Paper. – 2008. Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs United States Senate. — Institute for International Economics. – Wash. (D.C.). – P. 1–10.
15. Reform of the International Monetary and Financial System. Chapter IV. // Trade and Development Report. – UNCTAD: Geneva, 2009.
16. Ocampo J.-A. The Instability and Inequities of the Global Reserve System // UN Department of Economic and Social Affairs Working Paper. – 2007. – № 59. – P. 1–17.
17. Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. – 2008. – № 911. – P. 5–25.
18. The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law / Edited by S. Evenett . – CEPR: A VoxEU.org publication, 2010. – 231 p.
19. Cline W., Williamson J. Currency Wars? // Institute for International Economics Policy Brief. – 2010. – PB 10-26. – P. 1–12.
20. Blanchard O., Milesi-Ferretti G.-M. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/03. – P. 1–15.

21. Reform of the International Monetary and Financial System. Chapter IV. // Trade and Development Report. – UNCTAD: Geneva, 2009. – P. 121–126.
22. Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. – Wash. D. C.: Institute for International Economy, 1999. – 216 p.
23. Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/198. – P. 1–17.
24. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.
25. Aizenman J., Lee J. Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/280. – P. 1–22.
26. Козюк В. В. Суверенний попит на активи: індивідуальна раціональність та колективна неефективність // Економіка України. – 2010. – № 2. – С. 48–58.
27. Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis // ECB Working Paper. – 2009. - №1060. – P. 1-42.
28. Cecchetti C. Alternatives to Self-Insurance // BIS Speeches. – 2010. – P. 1–12.
29. IMF Annual Report. 2010. – IMF. – Wash. (D.C.): 2010. – App. Tabl. 1.2.
30. Global Prospects and Policies // IMF World Economic Outlook. Chapter 1. – 2011. – April 2011. – P. 1-65.
31. Hannoun H. The Expanding Role of Central Banks Since the Crisis: What Are the Limits? // BIS Speeches. – 2010. – P. 1-10.

Статья поступила в редакцию 12 сентября 2011 г.