

**Козюк В.В.,**

доктор економічних наук,  
завідувач кафедри маркетингу на виробництві  
Тернопільського державного технічного університету  
імені Івана Пулюя

## ВАЛЮТНІ РЕЗЕРВИ В ГЛОБАЛЬНИХ УМОВАХ

*У статті розроблено просту рівноважну модель, що пояснює залежність попиту на глобальні валютні резерви від якісного стану глобальних ринків капіталу, інтеграція яких істотно впливає на якісний стан таких ринків порівняно з експансією його фізичних обсягів.*

*The author elaborates a simple equilibrium model which describes the dependence of demand for global currency reserves on the qualitative state of global capital markets, compared with the expansion of its physical volumes.*

Процеси глобалізації радикально змінюють макроекономічні процеси, приносячи у них нове розуміння, потребують нових якостей економічної політики. Оптимізація останньої на рівні країни чи інтеграційного об'єднання вже не може не враховувати глобальних тенденцій, які визначаються глобальними макроекономічними залежностями. У цьому розумінні надзвичайно важливими стають тренди валютних резервів.

Це зумовлено низкою питань: по-перше, валютні резерви є важливим індикатором платоспроможності країни й оцінки макроекономічної стабільності в ній (особливо це стосується країн, що розвиваються, та трансформаційних економік і практично не стосується розвинених країн, де їхня роль у монетарній політиці на сьогодні зведена до мінімуму)<sup>1</sup>; по-друге, вони є змінною, яка узгоджує внутрішню й зовнішню рівновагу економіки, і є основним трансмісійним механізмом (разом із валютним курсом) у системному зв'язку між платіжним балансом і монетарною політикою (це актуально за будь-якої міжнародної валютної системи), а також одним із визначальних каналів пристосування до нових зовнішніх рівноважних умов (external adjustment)<sup>2</sup>; по-третє, у системі фінансових індикаторів макроекономічної стабільності й фінансових детермінант економічного зростання існує суперечливий зв'язок, зумовлений тим, що динаміка валютних резервів є детермінантою поведінки грошових агрегатів, їхня поведінка (особливо внут-

<sup>1</sup> Про використання валютних резервів як індикаторів платоспроможності й аналіз критеріїв забезпечення монетарної політики зовнішніми активами. Див.: *Фетисов Г.* Золотовалютные резервы России: объём, структура, управление // Вопросы экономики. — 2005. — № 1. — С. 51—56.

<sup>2</sup> *Obstfeld M.* External Adjustment // NBER Working Paper. — 2004. — №10843 // www.nber.org. У праці наголошується, що валютні резерви у контексті поточного рахунка платіжного балансу найбільшою мірою є каналом пристосування до зовнішніх рівноважних умов у країнах, що розвиваються, тоді як у розвинених країнах їхня роль мінімальна. В останніх суттєвого значення набуває «ефект оцінки вартості» (valuation effect), коли пристосування відбувається через зміну вартості зовнішніх активів і пасивів.

рішнього кредиту) є індикатором майбутніх кризових ситуацій щодо валютного курсу й роздування “фінансових бульбашок”, але структурний вимір грошової маси та внутрішній кредит відображають глибину фінансового ринку, що є фундаментально важливим елементом забезпечення економічного зростання у довгостроковій перспективі<sup>3</sup>; по-четверте, на сьогодні динаміка зовнішніх активів центральних банків набуває самостійного значення, перетворюючись на макроекономічну змінну глобального рівня.

Азійська криза, виникнення валютних криз другого покоління, підвищення глобальної фінансової нестабільності й платіжний дефіцит США в сукупності створили передумови для того, що динаміка валютних резервів набуває нового звучання в глобальних умовах і викликає значний аналітичний інтерес, що робить дослідження актуальним.

Можна виокремити такі царини дискурсів, предметом яких є зовнішні активи монетарних органів. Зміну ролі валютних резервів у монетарній політиці, зокрема її падіння у розвинених країнах і зростання у країнах, які сповідують ідеологію “страху перед плаванням” (fear of floating), що йде урозріз з оголошеним переходом на плаваючі валютні курси, подано у дослідженнях Г. Кальво та К. Рейнхарта<sup>4</sup>. Актуальні питання поточного управління резервами з позиції оптимізації інструментів деномінації зовнішніх активів розглядаються Ф. Вулдріджем. Зокрема стверджується, що підвищилося значення ризикових інструментів у структурі валютних резервів, тобто зменшилась частина боргових паперів США, а також поступово зростає роль євро у процесі вибору валюти деномінації зовнішніх активів<sup>5</sup>.

Останнім часом найгостріше стоїть питання зростання валютних резервів азійських країн. Здебільшого такі дослідження звертають увагу на кореспонденцію між зростанням резервів у Азії і зовнішнім дефіцитом США, коли значні профіцити поточних рахунків таких країн ув’язуються із запобіганням ревальвації щодо долара США, а це, у свою чергу, погіршує платіжний баланс Сполучених Штатів, загрожуючи глобальною інфляцією<sup>6</sup>. Зокрема у авторських дослідженнях виявлено щільний лінійний (1965—2004 роки) та експоненціальний (1995—2004 роки) зв’язки між поведінкою глобальних резервів і станом поточ-

---

<sup>3</sup> Loayza N., Ranciere R. Financial Development, Financial Fragility, and Growth // IMF Working Papers. — 2005. — wp/05/170. — P. 1—31.

<sup>4</sup> Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. — 2000. — №7993 // www.nber.org.; Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. — 2000. — №8006 // www.nber.org. Також аналогічні дослідження виконані МВФ: Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — № 193. — P. 1—61.

<sup>5</sup> Wooldridge Ph. The Changing Composition of Official Reserves // BIS Quarterly Review. — 2006. — Sept. — P. 25—38.

<sup>6</sup> Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. — 2004. — P. 1—31; Truman E. Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances // Institute for International Economics Working Paper. — 2005. — WP 05-6. — P. 1—45.

ного рахунка США<sup>7</sup>. Те, що гіпертрофія валютних резервів у Азії загрожує глобальній фінансовій стабільності, стверджується й у інших дослідженнях<sup>8</sup>, а масштаби акумульованих резервів стають чинником соціальних втрат<sup>9</sup>.

Останнє актуалізувало аналіз внутрішніх наслідків гіпертрофії резервів, серед яких можна виокремити: зростання вартості стерилізації; посилення напруження між монетарними й фіскальними органами (зниження прибутків, які центробанки перераховують до бюджетів); розбухання грошових агрегатів та внутрішнього кредиту, що загрожує інфляції й появі “фінансових бульбашок” (зростання вартості фінансових активів та цін на житло); спотворення у фінансовому секторі (зростання на грошовому ринку частки інструментів вилучення ліквідності й зростання частки боргових паперів, що використовуються у стерилізаційних операціях); зростання процентних ставок (унаслідок продажу цінних паперів, які застосовуються зі стерилізаційною метою); надлишкова ліквідність банківської системи і її нечутливість до багатьох монетарних інструментів, що потребує підвищення норм обов’язкових резервів тощо<sup>10</sup>. Викладені проблеми можуть мати негативні як суто монетарні, так і структурні наслідки. Якщо спотворення у трансмісійному механізмі можна згладити за допомогою різного роду модифікацій обов’язкового резервування, то викривлення у фінансовому секторі можуть мати більш негативні довгострокові наслідки у вигляді підвищення схильності банків до ризикової поведінки (адже у них спостерігається надмірна ліквідність), що може погіршити алокаційну функцію фінансового посередництва, внаслідок чого економічне зростання скоріше перетвориться на екстенсивне, ніж інтенсивне.

Важливим інтерпретаційним напрямом цього плану є дослідження, у яких обґрунтовується виникнення нової моделі глобальних фінансових і монетарних процесів, — так звана модель Бреттон Вудс-2, у рамках якої зростання валютних резервів є відображенням імпліцитних домовленостей між США та більшістю азійських країн (передусім Китаєм) щодо прив’язки курсу до долара<sup>11</sup>.

<sup>7</sup> Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. — Тернопіль: Астон, 2005. — С. 494—496.

<sup>8</sup> Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // www.bis.org.

<sup>9</sup> Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // NBER Working Paper. — 2006. — №11952 // www.nber.org.

<sup>10</sup> Turner Ph. Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications // BIS Quarterly Review. — 2006. — Sept. — P. 39—52.

<sup>11</sup> Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System // NBER Working Paper. — 2003. — № 9971 // www.nber.org.; Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries // NBER Working Paper. — 2004. — №10332 // www.nber.org. Така прив’язка до долара дає змогу стимулювати експортоорієнтоване зростання, що особливо актуально в світлі девальваційного тренду поведінки самого долара. Див.: Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // www.bis.org; Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // NBER Working

З одного боку, проаналізовані вище підходи концентруються або на проблемі ролі управління валютними резервами в системі курсової політики чи загального менеджменту зовнішніх активів, або ж яскраво виражено акцентують увагу тільки на випадку азійських країн. З другого боку, простежується тенденція інтерпретувати сучасний процес формування валютних резервів у категоріях попиту, оскільки його розуміють як кінцевий вимір прояву їхньої функціональної ролі у монетарній політиці.

Водночас тут слід розрізнити попит на валютні резерви як функцію забезпечення цілей монетарної політики щодо режиму валютного курсу і конвертованості валюти. Саме з цього погляду застосовує модель попиту і пропозиції щодо валютних резервів Р. Карбау<sup>12</sup>. При цьому тенденції динаміки валютних резервів, обсяг яких уже є вищим за будь-які критерії достатності<sup>13</sup>, демонструє ситуацію, коли попит на них виходить за межі тільки забезпечення стабільності валютного курсу за даного режиму конвертованості. Саме під таким кутом зору знаходиться емпіричне підтвердження виконання резервами страхової ролі на випадок валютних дестабілізацій<sup>14</sup>. Указане відображає, що категорія попиту на валютні резерви заслуговує на додатковий аналіз із позиції виявлення тенденцій накопичення зовнішніх активів центробанків у глобальній економіці й потребує якісно нової теоретичної інтерпретації, що є завданням цієї статті.

Так, у довгостроковому періоді динаміка глобальних валютних резервів описується експоненціальним трендом (див. рис. 1).

Така закономірність становить суттєву теоретичну і практичну проблему. З одного боку, процеси, які описуються експоненціальним трендом, не можуть вважатися стабільними, отже, слід чекати зламу цього тренду. В екстраполяції на глобальну економіку такий “злам” може означати загострення цілого комплексу проблем: фінансування платіжного дефіциту США; девальвація долара і зменшення вартості значної частини активів, деномінованих в американську валюту; глибокі зрушення у глобальних інвестиційних портфелях; як результат підвищення глобальної фінансової нестабільності й волатильності валютних курсів. З другого боку, найістотніший приріст глобальних валютних резервів (як видно з рис. 1) відбувається когерентно із своєрідними хвилями загального підвищення гнучкості курсових режимів у світі, що особливо яскраво простежується з кінця 1990-х років.

---

Paper. — 2004. — №10497 // [www.nber.org](http://www.nber.org). Критику такої моделі див.: *Goldstein M., Lardy N.* China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity // Institute for International Economics Working Paper. — 2005. — WP 05-2. — P. 1—20.

<sup>12</sup> *Карбау Р.* Міжнародна економіка / Пер. з англ. — Суми: Козацький вал, 2004. — С. 611—617.

<sup>13</sup> *Knight M.* Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>14</sup> *Aizenman J., Lee J.* International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. — 2005. — wp/05/198. — P. 1—17.

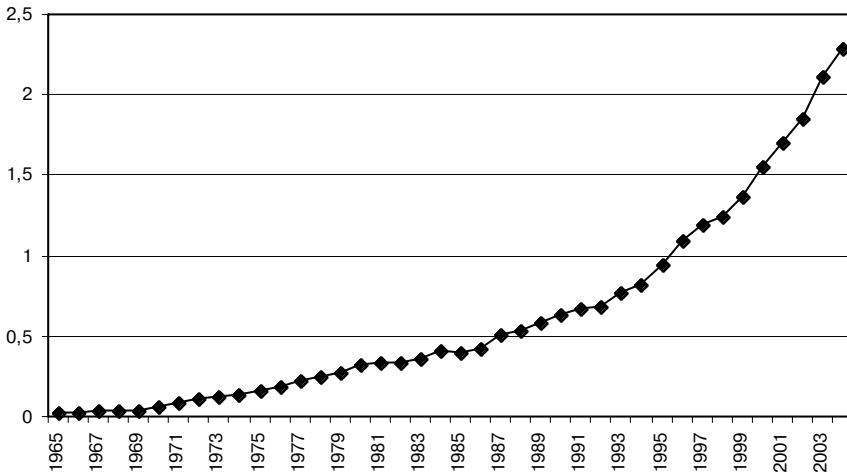


Рис. 1. Динаміка валютних резервів світу (без золота), 1965—2004 роки, трлн СДР

З евентуальної точки зору, перша хвиля підвищення курсової гнучкості пов'язується з валютно-фінансовою дерегуляцією у розвинених країнах на початку 1980-х років і наприкінці 1980-х у найрозвиненіших країнах із ринками, що виникають, і саме на цей момент спостерігається перший суттєвий злам у накопиченні глобальних резервів. Наступний підвищувальний злам датується серединою 1990-х років, коли хвиля підвищення гнучкості курсових режимів захопила більшість країн третього світу, найінтегрованіших із глобальною економікою. А істотний підвищувальний злам в акумуляції глобальних резервів припадає на кінець 1990-х, коли після азійської кризи образ деструктивної місії фіксованих курсів і курсів з обмеженими коливаннями закріпився у свідомості економістів та фінансових ринків, унаслідок чого відбувся подальший рух у бік підвищення гнучкості курсів<sup>15</sup>. У свою чергу, експоненціальне зростання резервних активів центробанків здається досить нелогічним, адже курсова гнучкість має зменшувати роль валютних резервів, завдяки чому попит на них має знижуватися, а не зростати. При цьому зростання валютних резервів за останнє десятиліття характерне практично для всіх регіонів світу (за винятком розвинених країн), що демонструють дані табл. 1.

Із позиції аналізу платіжного балансу чинниками зростання резервів є або профіцит поточного рахунка, або приплив капіталу, або те й те (як правило, це неможливо через значні інфляційні ризики і потужний тиск у бік ревальвації, внаслідок чого або поточний (реальна ревальвація погіршує становище експорту, а розігрітий внутрішній попит заохочує імпорт), або капітальний рахунок (ризик дефолту чи девальвації) не буде профіцитний). Дані табл. 2 демонструють, що в розрізі регіонів поточний рахунок найбільшою мірою зумовлює експансію

<sup>15</sup> Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — № 7418. — P. 1—54.

Таблиця 1. Абсолютний приріст валютних резервів за регіонами і групами країн, млрд дол США

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Країни, що розвиваються	-4,4	44,4	84,2	99,6	151,1	279,9	434,4	525,4	533,3
Африка	-3,6	0,4	12,8	9,8	5,7	11,4	33,0	42,1	46,3
Трансформаційні економіки Європи	9,3	11,9	6,6	4,4	20,3	12,4	14,3	41,0	25,5
Азія	21,1	32,	10,6	61,5	104,4	155,8	259,5	229,0	253,7
Близький Схід	-10,2	1,5	31,2	12,8	2,2	33,0	47,4	106,6	70,5
Латинська Америка	-8,4	-7,9	2,8	-1,9	2,2	35,5	24,3	31,6	49,2
Експортери нафти	-28,8	0,8	67,6	28,3	16,1	70,1	121,5	207,8	197,5
Неекспортери нафти	24,4	43,6	16,7	71,4	135,0	209,7	313,	317,6	336,3

Джерело: World Economic Outlook. — IMF: Washington D.C., 2006. — P. 228—231.

Таблиця 2. Поточний рахунок, чистий приплив капіталу та валютні резерви країн із ринками, що виникають, кумулятивні суми за період, млрд дол США

	Поточний рахунок			Чистий приплив капіталів			Валютні резерви		
	1990–1993	1995–1996	2000–2005	1990–1993	1995–1996	2000–2005	1990–1993	1995–1996	2000–2005
Азія	6	-64	899	160	230	211	119	110	1178
Китай	20	9	347	35	79	291	4	53	664
Індія	-17	-12	-5	20	16	95	7	0	99
Корея	-14	-32	82	20	41	51	5	8	136
Тайвань	39	16	117	-29	-21	30	10	-4	147
Інші країни Азії	-22	-45	358	114	115	-239	93	53	132
Латинська Америка	-85	-68	-26	138	105	106	71	49	83
Центрально-Східна Європа	-2	-11	-102	6	34	134	16	21	39
Росія	1	18	290	9	-26	-31	10	7	167
Близький Схід	-90	6	383	111	9	-302	-3	8	50
Разом	-170	-119	1445	423	351	117	214	196	1517

Джерело: Turner Ph. Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications // BIS Quarterly Review. — 2006. — Sept. — P. 41.

резервів до Азії, Росії на Близькому Сході, а приплив капіталів — у Латинській Америці й Центрально-Східній Європі. Зокрема це суперечить твердженню окремих дослідників про те, що захмарне зростання зовнішніх активів у Азії зумовлене припливом капіталів, а не поточним рахунком<sup>16</sup>, профіцит якого підтримується після азійської кризи за рахунок прив'язки до долара.

Попри те, що аналіз динаміки резервів із позиції платіжного балансу дає змогу побачити суттєвий спільний момент у розрізі регіонів і груп країн, — про-

<sup>16</sup> Genberg H., McCauley R., Park Y.-Ch., Persaud A. Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, Reality and the Future // www.cepr.org.

фіцит балансу платежів — слід звернути увагу на монетарні фактори цієї тенденції. Якщо накопичення резервів, як зазначалося вище, вже призводить до спотворень у фінансовому секторі й має інші негативні внутрішні та глобальні наслідки, то виникає питання, чому країни йдуть на продовження акселерації резервів. У цьому разі аргументи стосовно того, що це дає змогу підтримувати експортоорієнтоване зростання, не можуть вважатися цілком слушними, адже стимули для експорту у вигляді небажання ревальвувати валютний курс можуть бути наслідком мотивації щодо накопичення резервів. Саме таку точку зору обстоюють Дж. Айзенман та Дж. Лі, які стверджують, що мотив обережності є головним чинником гіпертрофії резервів у Азії. Зв'язок параметра зростання резервів із торговельною відкритістю й індикаторами запобігання кризам є статистично значимий навіть для Китаю, який не зазнав валютної кризи<sup>17</sup>. Така точка зору у цілому допомагає зрозуміти загальну тенденцію до акселерації резервів та їхнє експоненціальне зростання у глобальній економіці, а не тільки в Азії. Водночас вона не конкретизує, що спонукає країни до активізації мотиву обережності.

Зростаюча страхова місія валютних резервів у глобальній економіці відображає не просто так званий азійський синдром (коли накопичення валютних резервів розглядається як засіб уникнення чи послаблення валютних криз навіть тоді, коли загальні макроекономічні індикатори не віщують про настання кризи, адже азійські країни зазнали її, маючи в цілому позитивні макропоказники), а глибші трансформаційні процеси у сфері фінансів та монетарної політики. Це зумовлено тим, що глобалізація привносить нові закономірності у динаміці фінансових ринків. Підвищення загальної волатильності капіталів і валютних курсів тут є похідним явищем, пов'язаним зі змінами у сфері глобального фінансового посередництва. З огляду на це треба виокремити кілька підходів до аналізу структурних змін у глобальних ринках капіталу, які мають принципове значення для монетарної політики й ролі валютних резервів у ній.

По-перше, інтеграція глобальних ринків капіталу змінює реакцію інвесторів на відхилення процентних ставок на окремому ринку від глобальної середньої процентної ставки<sup>18</sup>. Оскільки інтеграція ринків приводить до того, що дохідності стають корельованішими (послаблюються вигоди від диверсифікації), то внаслідок цього загострюється проблема процентного арбітражу на окремому ринку. Окремий ринок розглядається у контексті того, як ситуація на ньому співвідноситься із певною усередненою глобальною ситуацією. Якщо відбувається відхилення ставок на окремому ринку від глобальної середньої, це приводить у дію значний обсяг потоків капіталу, адже “вікно можливостей” із процентного ар-

---

<sup>17</sup> *Aizenman J., Lee J.* International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. — 2005. — wp/05/198. — P. 1—17.

<sup>18</sup> *Wagner H., Berger W.* Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers. — 2002. — Oct. — P. 1—4.

бітразу дуже вузьке. Звідси випливає, що незначні коливання ставок запускають рух значних потоків капіталу.

По-друге, глобальні ринки капіталу породжують специфічні імперфекції. Останні пов'язані з тим, що інтеграція ринків приводить до збільшення кількості фінансових інструментів (зокрема з широким набором валют, у яких вони деномінуються), доступних для глобальних інвесторів. Завдяки цьому створюються можливості для так званих мультирівноважних станів глобального інвестора й рівноважних портфельів на один день (*day-preferred portfolio*). Відповідно оптимальний портфель стає відносним поняттям; з'являється тенденція до спонтанного переходу від одного рівноважного портфеля до іншого, незалежно від об'єктивних обставин. Усе залежить від настрою інвестора. Окрім того, зміст імперфекцій також зводиться до того, що розширення доступних інструментів завдяки інтеграції ринків призводить до ситуації, коли затрати на фундаментальний і технічний аналіз окремого інструменту стають занадто великими порівняно з витратами на здобуття інформації з таких джерел, як сигнали, чи порівняно з вигодами від тримання таких інструментів упродовж короткострокового періоду. Через це потоки капіталу відриваються від фундаментальних тенденцій, тяжіючи до реакції на сигнали, які можуть бути спотвореними, неповними або взагалі некоректними, що призводить до “стадної поведінки”<sup>19</sup>. За рахунок цього волатильність капіталів і валютних курсів перестає бути функцією фізичних обсягів глобального ринку. Така волатильність визначається ефектом мережі, тобто ступенем інтеграції окремих ринків.

По-третє, вищеописаний стан речей дуже часто призводить до раптових впливів капіталу, які не пов'язані із жодними об'єктивними передумовами, а відображають тільки настрої інвесторів. Такий вплив капіталів призвів до розуміння нових характеристик валютних криз, які описуються моделлю “раптової зупинки” (*sudden stop*)<sup>20</sup>, що демонструє руйнівний вплив на фінансовий сектор економіки країни та її валютний курс спонтанних реверсів у потоках капіталів.

По-четверте, поточна ситуація, що характеризується стабільно низькою інфляцією і низькими процентними ставками, може описуватися як важливий структурний зсув у сфері глобальних макрофінансових процесів. Такий підхід дістав назву “ньюенвайронменталізм” (від англ. *new-environment approach*)<sup>21</sup>, згідно

---

<sup>19</sup> *Mendoza E.* Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. — 2002. — № 8950. — P. 1–37; *Calvo G., Mendoza E.* Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // *American Economic Review: Papers and Proceedings*. — 2000. — May. — P. 54–72.

<sup>20</sup> *Calvo G., Reinhart C.* When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options // *Reforming the International Monetary and Financial System* / Ed. By *P. Kenen* and *A. Swoboda*. — Washington D.C.: IMF, 1999. — P. 175–201.

<sup>21</sup> *Borio C., English W., Filardo A.* A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy // *BIS Papers*. — 2003. — № 19. — P. 1–59; *White W.* Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // *BIS Working Papers*. — 2006. — № 193. — P. 2–20.



з яким низькі ставки процента й жорстка монетарна політика призводять до зміни поведінки інвесторів у бік підвищення схильності до ризиків. Це позначається на тому, що намагання максимізувати віддачу від інвестицій супроводжується пошуком найризикованіших варіантів, які “випадають” із загального середовища низьких процентних ставок і стабільної макроекономічної ситуації. Остання, у свою чергу, дедалі більше залежить від ситуації у фінансовому секторі й процесів на фінансових ринках, динаміка яких, в умовах підвищення схильності до ризиків, стає дедалі більше непередбачуваною.

Названі підходи в сукупності демонструють ситуацію, коли глобальна фінансова інтеграція викликає вагоміші якісніші зміни порівняно з кількісними. Це приводить до того, що кожен наступний крок розвитку глобальних ринків у кількісному розумінні примножує якісні зміни. А останні, як це видно із структурних змін у поведінці глобальних інвесторів, спричиняють більшу невизначеність і волатильність щодо переміщень потоків капіталу та коливань валютних курсів. Тобто кількісне збільшення глобального фінансового ринку треба розуміти як розширення мережі, а не просто як зростання фізичного обсягу ринку, і таке збільшення на одиницю приводить до збільшення імперфекцій більше, ніж на одиницю. Оскільки валютні резерви розглядаються не стільки як похідна тої чи іншої стратегії зростання чи стану платіжного балансу, скільки як інструмент страхування від ризиків глобальної макрофінансової дестабілізації чи індивідуальної вразливості країни до спонтанних і непередбачуваних змін у потоках капіталу, то, відповідно, зростання попиту на них є результатом накопичення імперфекцій на глобальних ринках капіталу і структурних змін у поведінці глобальних інвесторів.

Можна зробити теоретичне узагальнення, що рівноважний рівень глобальних валютних резервів кореспондується з певним якісним виміром рівня мобільності капіталів, інтеграції фінансових ринків та їхніми імперфекціями. Це означає, що зміни у рівноважних обсягах глобальних валютних резервів є наслідками змін у якісному стані глобальних ринків капіталу, який є похідною не так від їхнього фізичного обсягу, як від доступності інструментів і, власне, мобільності самих капіталів. Те, що обсяг зовнішніх активів примножується практично в усіх регіонах світу, окрім розвинених країн, незалежно від того, чи це є експортери нафти чи ні, від того, який статус має поточний рахунок і рахунок капіталу тощо (як це видно з рис. 1 і табл. 1—2), якраз є відображенням не просто завищення такого обсягу порівняно з конвенціональними критеріями (тижні покриття імпорту, покриття короткострокового припливу капіталу, покриття частини зовнішнього боргу тощо), а переходу на новий рівноважний рівень попиту на них, що зумовлено ситуацією у сфері глобальних фінансів: накопичення резервів є дзеркальним відображенням рівня ризиків, які зумовлюються глобальною фінансовою інтеграцією і мобільністю капіталів. Це можна описати за допомогою простої рівноважної моделі (рис. 2).

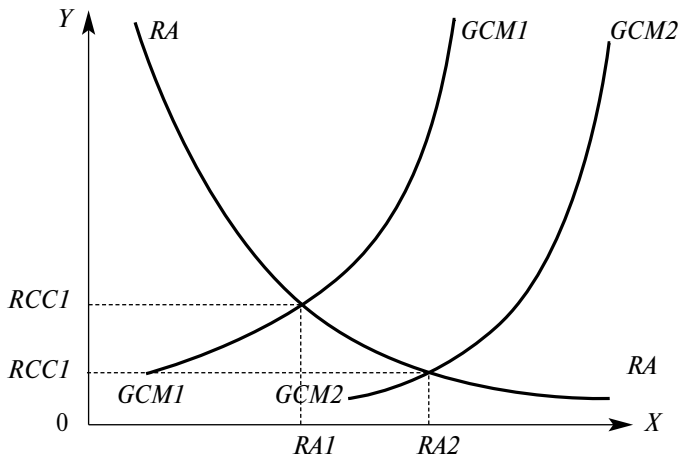


Рис. 2. Модель GCM-RA. Залежність між станом глобальних ринків капіталу та валютними резервами

На рис. 2 вжиті позначення означають:

$OX$  — глобальний ринок і валютні резерви у млрд дол США (або в іншій валюті);

$OY$  — імперфекції глобального ринку і ризик валютних дестабілізацій, пов'язаних із ними;

$GCM$  (Global Capital Market) — лінія глобального ринку, що відображає залежність між зростанням обсягів ринку (фізичний вимір ринку) і приростом його імперфекцій;

$RA$  (Reserve Assets) — лінія валютних резервів.  $RA1$  — обсяг валютних резервів за рівноважного стану 1.  $RA2$  — обсяг валютних резервів за рівноважного стану 2;

$RCC$  (Risk of Currency Crises).  $RCC1$  — ризик валютної кризи за рівноважної ситуації 1.  $RCC2$  — ризик валютної кризи за рівноважної ситуації 2.

Лінія  $GCM$  є зростаючою, оскільки передбачається, що зростання ринку супроводжується накопиченням його імперфекцій. У цьому разі, хоч і використовується фізичний вимір ринку, але мається на увазі, що в основі такого фізичного зростання є розширення його мережі, кількості учасників і фінансових інструментів. Йдеться не просто про зростання ринку капіталів як приріст інтернаціоналізації міжнародного фінансового бізнесу, а про зростання ринку за глобальною моделлю, тобто шляхом збільшення учасників та інструментів. Останнє є передумовою розширення меж і можливостей диверсифікації. Такі можливості й неспроможність зупинитися на одному з рівноважних станів, оскільки ринок пропонує їх кілька, призводять до хаотичного переміщення потоків капіталів, що тягне за собою флуктуації процентних ставок і валютних курсів (див. вище).

Лінія  $RA$  є спадною, оскільки передбачається, що накопичення валютних резервів зменшує ризик валютно-фінансових дестабілізацій, викликаних імперфекціями сучасних ринків капіталу.

Згідно з цієї моделлю ( $GCM-RA$ ) зміщення кривої  $GCM1$  до кривої  $GCM2$  відображає зміну як фізичного, так і якісного стану глобального ринку капіталів. Тобто розширення ринку (яке передбачає збільшення його фізичного обсягу, але цим не обмежується) супроводжується зростанням його обороту і накопиченням додаткових імперфекцій, що впливають із зростання кількості учасників ринку. Водночас це приводить до переміщення рівноважного обсягу глобальних валютних резервів (або ж валютних резервів окремої країни) вправо, тобто відбувається зміщення рівноважного обсягу з точки  $RA1$  до точки  $RA2$ , що віддзеркалює виникнення нового рівноважного стану за вищого обсягу валютних резервів. Крім того, збільшення валютних резервів приводить до зменшення ризику валютно-фінансових дестабілізацій, що відображається зсувом із точки  $RCC1$  до точки  $RCC2$ .

Ця модель дає змогу в цілому у глобальній економіці пояснити тенденцію до збільшення обсягів зовнішніх активів центробанків. Попри те, що окремі випадки, зокрема це стосується азійських країн, мають специфічні детермінанти і потребують спеціального аналізу (наприклад, щодо того, як таке зростання резервів зумовлене монетарними наслідками експортної експансії у контексті платіжного дефіциту США), репрезентативність описаної моделі визначається емпіричними параметрами глобальної економіки.

Отже, можна зробити висновок про те, що сучасний стан розвитку глобальних фінансів характеризується експоненціальним зростанням валютних резервів у світі, що суперечить тенденції до підвищення гнучкості валютних курсів. Аналіз агрегованої динаміки таких резервів можна проводити у категоріях попиту. Як видно з розробленої рівноважної моделі, попит на глобальні валютні резерви визначається рівнем ризиковості й імперфекцій у сфері глобальних ринків капіталу — внаслідок їхньої інтеграції. А це підштовхує центральні банки практично в усьому світі до накопичення значних зовнішніх активів із страховою метою.