



■ **Віктор Козюк**
Viktor Kozuyk

Доктор економічних наук, професор
PhD, Full Doctor (International Economics), Professor
E-mail: victorkozyuk@rambler.ru

Резервний статус валюти в глобальній економіці: проблема темпоральних конфліктів

Currency reserve status in the global
economy: problem of temporal conflicts

Масштаби нагромадження валютних резервів у глобальній економіці підвищують їх вразливість до шоків, що походять зі сфери конкуренції між резервними валютами. Фактори набуття та підтримання валютою резервного статусу різняться тим більше, чим більшою мірою економіка є "економікою активів". Функціонування резервних валют стикається з поглибленням темпорального конфлікту. У короткостроковому періоді факторами підтримання резервного статусу є глобальне кредитування останньої інстанції, глибина фінансового ринку, фінансовий простір та потенційні втрати від "виходу" з резервної валюти. У довгостроковому – фактори економічного домінування. Економічне домінування приховує ризик конфлікту між ціновою стабільністю і монетарними стимулами розширення транзакційної зони.

Volumes of exchange reserves accumulated in the global economy increase their vulnerability to shocks that are generated by the competition between reserve currencies. The more the economy get features of the "asset-based economy", the more the factor of acquisition of a reserve status by a currency differs from the factor of maintenance of this status. Reserve currencies functioning faces the temporal conflict. In the short-term period, factors maintaining currency's reserve status are as follows: global lending by a lender-of-last-resort, depth of the financial market, fiscal space, and potential losses in case of departure from the status of reserve currency. In the long-term period, factors of economic dominance are determinant. The economic dominance conceals the risk of conflict between price stability and monetary stimuli for the enhancement of the transaction area.

Ключові слова: темпоральний конфлікт, резервні активи, валютні резерви, ліквідність активів, економічне домінування.
Key words: temporal conflict, reserve assets, currency reserves, liquidity of assets, economic dominance.

Дискусії довкола перспектив трансформації глобальних монетарних процесів зосередили увагу на проблемі адекватного забезпечення світу ліквідними резервними активами в обсягах, які б відображали подальше зростання глобального ВВП та фінансових ринків. Боргова криза низки країн Європейської валютної системи (ЄВС) додала гостроти полеміці з приводу того, якими характеристиками мають володіти резервні активи/активи з огляду на посилення глобальної фінансової конкуренції.

Упродовж тривалого періоду під час аналізу резервних валют здебільшого апелювали до їх монетарної ролі в макроекономічних процесах, і тільки останнім часом з'являються дослідження, котрі вказують на недооцінку фінансових детермінант формування резервного статусу окремими націо-

нальними або наднаціональними грошовими одиницями. Масштабні заходи з підтримки ліквідності в глобальній економіці засвідчили, що збереження вже здобутого статусу резервної валюти за своїм функціональним та макрофінансовим змістом не є тотожним набуттю такого статусу. Саме в цій площині більшість традиційних підходів до аналізу резервних валют залишає чимало гносеологічних прогалин, які потребують заповнення. Відповідно в світлі того, що зміни в глобальних монетарних взаєминах, виражені у трансформації структури резервних валют/активів, протікатимуть у вигляді конкуренції між уже існуючими і потенційними новими монетарними лідерами, посилюється значення відмінностей у детермінації факторів, що забезпечують міжнародну роль окремих грошових одиниць.

Конкуренція між резервними валютами дедалі більше переходить у площину можливостей генерувати якісні активи, отримувати "додаткові сервіси" (ліквідність ринку, підтримку ліквідності активів тощо), задовольняти специфічні портфельні вимоги центробанків, котрі сегментують мотиви управління величезними валютними резервами. Все це вказує на те, що макрофінансові особливості функціонування ринку резервних активів не менш значущі, ніж суто монетарні властивості резервних валют. Беручи до уваги те, що підтримання резервного статусу також неможливе без збереження виключних позицій щодо величини транзакційної зони, в глобальній економіці генерується джерело темпоральних конфліктів у сфері резервних валют. Актуальність розриву детермінант підтримання і набуття резервно-

го статусу валюти у коротко- та довгостроковому періодах потребує детального теоретичного аналізу, однією зі спроб якого і є ця стаття.

ТЕОРЕТИЧНІ ДЕТЕРМІНАНТИ РЕЗЕРВНОГО СТАТУСУ ВАЛЮТ/АКТИВІВ

Критерії набуття ключовими валютами статусу резервних досить добре висвітлені в економічній літературі [1; 2; 3]. Аналогічно мотиви вибору країною валюти прив'язки також віддзеркалюють ті чи інші детермінанти резервного статусу. Торговельні зв'язки, що опосередковуються за допомогою тієї чи іншої валюти, зумовлюють мотиви вибору валютної структури резервних активів центробанків, таким чином визначаючи структуру глобальних валютних резервів на агрегованому рівні [4].

Утім, ціла низка досліджень доводить, що чинна система резервних активів уже не просто дає змогу асиметрично перерозподіляти переваги на користь країн – емітентів валют, які домінують у структурі глобальних валютних резервів, а й суттєво викривлює процеси формування глобальної ліквідності, роблячи їх украй чутливими до розкручування спіралі глобальних дисбалансів [5; 6; 7]. З огляду на збереження значного суверенного попиту на зовнішні активи, відсутність змін у структурі глобальних монетарних взаємин посилюватиме інтерес до диверсифікації валютних резервів за одночасного збереження конфлікту між тенденціями до мультивалютності і глобальної фінансової стабільності [8; 9].

Теоретичний скепсис щодо панівних на сьогодні переконань про непохитність чинної системи резервних валют/активів спирається на історичний аналіз конкуренції між резервними валютами. Основний висновок “нового” підходу – резервний статус валюти не є постійним і допускає досить швидкі зміни світових монетарних лідерів, насамперед з огляду на виникнення нових комбінацій щодо величини трансакційної зони і генерування якісних та ліквідних активів [10; 11; 12]. З другого боку, не суперечачи “новому” підходу, в окремих дослідженнях наголошується на тому, що традиційне поняття величини трансакційної зони як критерію резервного статусу валюти має бути розширене до комплексного поняття економічного домінування. Обрахунки індексу економічного доміну-

вання засвідчують, що світ найближчим часом очікує швидке зростання значення китайського юаня, інтернаціоналізація якого стає дедалі більш ринковим процесом [13]. Утім, інші дослідження вказують, що швидка експансія китайської економіки створює передумови для інтернаціоналізації юаня, але сам Китай наразі залишається неготовим до зняття обмежень на мобільність капіталів, унаслідок чого його здатність підтримувати макрофінансову стабільність в умовах глобально-центричних переливань капіталів та спекуляції на ринках активів залишається невідомою. Це суттєво звужує спроможність юаня конкурувати з традиційними доларом США та євро, які втілюють “додаткові сервіси” [14; 15].

Із наведеного вище випливає, що вже на теоретичному рівні дискусій про визначальні фактори набуття і підтримання статусу резервних валют/активів досягти консенсусу тим важче, чим довше зберігається відносно стаціонарна актуальна модель глобальних монетарних взаємин. Серед найхарактерніших рис теоретичних ускладнень в інтерпретації ситуації є те, що:

- валюти – традиційні резервні й потенційні нові лідери перебувають на різних стадіях життєвого циклу;
- чим більшою мірою прогресує нагромадження валютних резервів, тим більш розтягують в часі мала би бути трансформація їхньої структурної композиції, оскільки будь-які раптові зміни активують ризики масштабних втрат, еквівалентних глобально-центричним шокам, тим самим поглиблюючи конфлікт між фактичним рівнем економічного домінування країн та окремими функціональними перевагами їхніх валют (ємністю ринку, ліквідністю, якістю активів, кредитуванням останньої інстанції тощо);
- з огляду на те, що підтримання резервного статусу спирається на низку чинників, серед яких – потенційні втрати від швидкого “виходу” з резервної валюти, а можливості “додаткових сервісів” є асиметричними в розрізі валют – конкурентів за резервний статус, проявляється чіткий

темпоральний конфлікт, який вказує на суттєві відмінності детермінант резервного статусу в коротко- та довгостроковому періодах. Отже, метою статті є показати наявність суттєвих відмінностей у факторах, що визначають резервний статус валюти на різних темпоральних горизонтах.

Попри очікування, що глобальна фінансова криза прискорить трансформацію монетарних взаємин у світі, структура валютних резервів (див. таблицю 1) не зазнала відчутних змін. При цьому найсуттєвішим є те, що США – країна, де зародилася криза – саме завдяки можливостям виступити глобальним кредитором останньої інстанції продемонстрували, як підтримка ринку активів може забезпечити поєднання полярних тенденцій щодо руху валютного курсу та грошової пропозиції. Це позначилось на збереженні доларом одноосібного лідерства в структурі глобальних валютних резервів. Подібну політику Європейського центрального банку (ЄЦБ) було запроваджено пізніше що вказує на те, як інтерпретований пріоритет цінової стабільності може уповільнювати відновлення ринку активів унаслідок браку мотивації до кредитування останньої інстанції. В результаті відбулося певне зниження частки євро в глобальних валютних резервах у проекції боргової кризи в ЄВС. Попри те, що зростання інтересу до альтернативних валютних композицій зовнішніх активів тільки намічає тенденцію до мультивалютності, загалом у структурі глобальних валютних резервів спостерігається значна ригідність.

ФАКТОРИ ПІДТРИМАННЯ РЕЗЕРВНОГО СТАТУСУ ВАЛЮТИ У КОРТОКСТРОКОВОМУ ПЕРІОДІ

В умовах, коли значні обсяги резервів уже нагромаджено, а збереження їх ліквідності і ринкової вартості є важливим критерієм управління зовнішніми активами центробанків і конкуренції між резервними валютами, традиційні ознаки резервної валюти не спрацьовують. Резервну валюту, що конкурує з іншими, слід

Таблиця 1. Валютна структура глобальних валютних резервів

Валюта	Відсотки									
	2001 р.	2003 р.	2005 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	
Долар США	71.5	65.9	66.9	64.1	64.1	62.0	61.8	62.2	61.9	
Японська єна	5.0	3.9	3.6	2.9	3.1	2.9	3.7	3.5	3.9	
Фунт стерлінгів	2.7	2.8	3.6	4.7	4.0	4.2	3.9	3.8	4.0	
Євро	19.2	25.2	24.1	26.3	26.4	27.7	26.0	25.0	23.9	
Інші валюти	1.3	2.0	1.7	1.8	2.2	3.0	4.4	5.3	6.1	

Джерело: IMF Annual Report. Appendix I. – IMF Wash. (D.C.), 2013. – P. 6.

оцінювати за іншими якість, ніж ті, які висувуються як базові для ідентифікації передумов віднесення валют до резервних. З огляду на розвиток посткризової ситуації, умови утримання резервного статусу валюти у короткостроковому періоді найкраще визначатимуть такі чотири фактори¹:

- можливості центрального банку – емітента резервної валюти “надавати послуги” глобального кредитування останньої інстанції;

- глибина фінансового ринку / доступність і ліквідність резервних активів;

- фінансовий простір;

- потенційні втрати від “виходу” з резервної валюти.

Зважаючи на те, що вартість активів та їх ліквідність є ключовими факторами ефективної роботи фінансової системи, попит на інвестиційно привабливі фінансові інструменти визначається саме тим, чи відповідають вони зазначеним характеристикам. Оскільки фінансові шоки передусім погіршують ліквідність ринків та обвалюють ринок активів, то саме від того, наскільки центральний банк буде спроможним здійснювати **кредитування останньої інстанції**, залежатимуть конкурентні переваги ринку та валют, у яких номіновано такі активи. Для управління масштабними валютними резервами це має принципове значення, адже, як було показано вище, із граничним приростом обсягів резервів потреба у забезпеченні збереження їхньої вартості тільки підвищується. Звідси випливає, що привабливість резервної валюти, в якій номіновано активи, є тим більшою, чим більше щодо таких активів можна розраховувати на кредитування останньої інстанції. При цьому таке кредитування повинно мати глобальний характер. Завдяки значному закордонному обігу резервної валюти стиснення її ліквідності на окремому ринку автоматично тягне за собою реакцію решти ринків, на яких торгуються активи, деноміновані у цій валюті. Впевненість у спроможності центрального банку надавати екстрений доступ до ліквідності в усьому світі є опосередкованою гарантією того, що фінансові інструменти, які обертають-

ся на внутрішньому ринку країни-емітента резервної валюти, матимуть характеристики, що задовольняють прагнення монетарних органів забезпечити надійність і ліквідність нагромаджених зовнішніх активів. Контрастний приклад ФРС та ЄЦБ є яскравим свідченням цього.

Глибина фінансового ринку та доступність інвестиційно привабливих активів хоч і не належать до новітніх складових підтвердження резервного статусу, проте залишаються одними з найпринциповіших. Масштаби глобального попиту на резерви передбачають, що в разі, коли ринок резервних активів буде занадто мілким, попит на них просто не зможе бути задоволений фізично [2]. Криза суверенного боргу в ЄВС та дискусії з приводу запровадження централізованих схем емісії облігацій інтеграційного об'єднання чітко показали, що спроможність євро нарівні конкурувати з долларом підживляється саме фактором сегментації боргових ринків у Європі [17]. Чутливість інвесторів, а особливо переважної більшості центральних банків, до суверенних ризиків позначається на зовнішньому попиті на активи в євро, котрі ще до кризи розглядалися як резервні. Також розширення діапазону коливань спредів усередині ЄВС допускає, що окремі центробанки зі специфічними мотивами портфельного підходу до управління резервами можуть спонтанно входити і виходити із боргового ринку тих країн, інструменти яких у чистому вигляді не відповідають конвенціональним критеріям розміщення зовнішніх активів.

Фінансовий простір як важливий критерій підтримання резервного статусу валюти досі не розглядався в теорії міжнародної монетарної економіки. Абстрактного визначення макроекономічної стабільності було достатньо для пояснення того, чому велика країна зі здоровою макрополітикою може претендувати на роль емітента резервної валюти. Ситуація суттєво змінилася саме в світлі істотних структурних модифікацій фінансової політики, а також з огляду на те, що зростаючий попит на резервні активи в умовах нагромадження фінансових ризиків практично в усіх центрах емісії резервних валют засвідчує, що “дилема Триффіна” набуває фінансового виміру. Серед основних причин зростання значення фінансового простору в підтриманні глобального монетарного лідерства слід виділити таке:

- рівні державного боргу в біль-

шості економічно розвинутих країн вийшли далеко за межі довгострокових медіанних значень, наблизившись якщо не до історичних максимумів, то до діапазону 90–120% ВВП, в межах якого макрофіскальні закономірності істотно змінюються, підвищуючи вразливість країни до боргової кризи та пригнічуючи економічне зростання [18];

- масштаби фінансового сектору засвідчили, що в разі настання періоду нестабільності потенційні обсяги допомоги, а також фіскальні розриви справляють настільки потужний вплив на позицію нетто-позичальника, що країна повинна завжди мати певний запас боргової стабільності для можливого підвищення рівня боргового навантаження з метою подолання наслідків фінансових шоків. Зазвичай більшість фінансових, а особливо банківських криз закінчувалися різким підвищенням рівня державного боргу, що треба враховувати в рамках підтримання боргової позиції, пов'язаної з довірою до суверенної платоспроможності з боку центральних банків, котрі розміщують у боргових інструментах свої зовнішні активи;

- фінансовий простір повинен бути достатнім також для того, щоб кредитування останньої інстанції не здавалося примітивною монетизацією бюджетного дефіциту, необхідною в умовах неспроможності залучити ресурси на ринку капіталів за існуючих процентних ставок та надбавок за ризик;

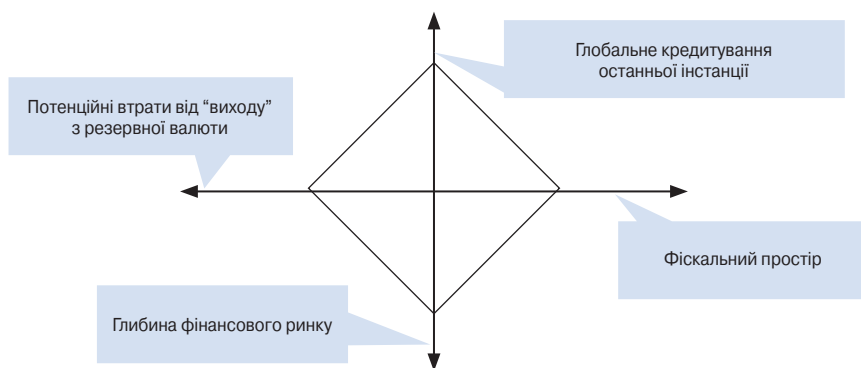
- фінансовий сектор зі значною валовою зовнішньою платіжною позицією є вразливим до зміни платоспроможності за кордоном, унаслідок чого незбалансованість валютної структури активів і пасивів не завжди можна компенсувати кредитуванням останньої інстанції, яке в чистому вигляді не заливе тільки в національній валюті [19] (за винятком випадків, коли центральний банк володіє значними зовнішніми активами, які може спрямувати на рефінансування зобов'язань резидентів в іноземній валюті);

- агресивні операції центрального банку з підтримання ринку активів (наприклад, унаслідок реалізації неконвенціональних монетарних режимів) можуть спричинити суттєве погіршення його фінансового стану, компенсація чого прямо впливає на стан публічних фінансів.

Зі сказаного вище випливає, що в світі, де приватна ліквідність є більш значущим фактором визначення глобальних фінансових кондицій, бор-

¹ Запропонований нами підхід до аналізу позицій резервних валют спирається на припущення, що резервний статус підтримується двома факторами: вигоди резервної валюти, пов'язані з ефектом масштабу, ефектом мережі; втрати від “виходу” з резервної валюти. Таким чином показано, що за умов уже нагромаджених значних зовнішніх активів підтримання резервного статусу не пов'язано виключно з характеристиками економіки країни-емітента [16].

Схема. Діаграма підтримання резервного статусу валюти в короткостроковому періоді



гова стабільність також залишається не менш важливою умовою ефективного функціонування системи резервних валют. Без достатнього фіскального простору емітентів резервних валют глобальна ліквідність стає вкрай вразливою до раптових стиснень у шоківі періоди.

Потенційні втрати від “виходу” з резервної валюти також не розглядалися як фактор підтримання її поточного статусу. Втім, чим більше зростає попит на валютні резерви, а самі вони концентруються, тим глибші зміни в політиці управління такими резервами матимуть зовнішні наслідки. Раптовий обвал попиту на резервні активи чи їх гарячковий розпродаж, окрім погіршення фіскальної стабільності їх емітентів, швидше за все, погіршить загальний результат. Стрибок ставок та колапс ліквідності в країні емісії резервної валюти передаватиметься глобальній економіці цілою низкою каналів. Зменшення споживання та інвестицій через мультиплікатор імпорту звужить випуск у решті країн світу. Труднощі у фінансовій системі обмежать приплив капіталу на інші ринки і спровокують його вплив. Втрата добробуту (ефект вартості активів) погіршить очікування та виступить стримуючим фактором витрат на середньострокову перспективу. Звідси можна зробити висновок, що в умовах гіпертрофії валютних резервів резервні валюти одержують додатковий захисний механізм. Він не гарантує імунітету від зміни попиту на них у довгостроковому періоді, але в короткостроковому взаємозалежність центробанків — власників масштабних резервів та центробанків — емітентів резервних валют включно з урядами — емітентами резервних активів суттєво звужуватиме односторонній вииграш від некооперативних ігор.

Графічна модель підтримання резервного статусу валюти ґрунтується

на визначенні масштабу площини, розширення якого означатиме посилення даного статусу, а звуження — його послаблення (див. схему).

Рух від центру діаграми, тобто зростання кількісного виміру того чи іншого фактора вказує на підвищення стабільності статусу резервної валюти. Звуження площини — навпаки. Розміщення на діаграмі позицій кількох валют дає змогу побачити конкурентні

переваги кожної з них у розумінні імпліцитного вміщення у таких перевагах “додаткових сервісів”, іншими словами — додаткових гарантій можливості задоволення попиту на резерви і збереження їх ліквідності та ринкової вартості. Також наведена діаграма дає можливість ідентифікувати зони ризику підтримання резервного статусу та оцінити варіанти економічної політики, зорієнтованої на підтримку такого статусу (в разі, якщо це є складовою доктрини участі країни в глобальних монетарних взаєминах), або ж визначити вразливість країни — емітента резервної валюти до потенційних змін у політиці нагромадження резервів іншими центробанками. У таблиці 2 узагальнено позиції окремих валют.

ОСОБЛИВОСТІ ДОВГОСТРОКОВОГО ПІДТРИМАННЯ РЕЗЕРВНОГО СТАТУСУ ВАЛЮТ

У довгостроковому періоді підтримання статусу резервних валют

Таблиця 2. Фактори підтримання резервного статусу та вірогідність його набуття у розрізі валют

Фактори Валюти	Глобальне кредитування останньої інстанції	Глибина фінансового ринку	Фіскальний простір	Потенційні втрати від “виходу” з резервної валюти
Долар США	Теоретично необмежені можливості	Найглибший та найліквідніший ринок	Попри поступове звуження, можливості для його розширення випливають із кредитування останньої інстанції	Дуже значні, які загрожують обвалом ринку активів в усій глобальній економіці
Євро	Теоретично необмежені можливості в регіональних масштабах, а глобальна роль лімітується стриманою позицією ЄЦБ щодо стимулювання інтернаціоналізації євро	Ринок фрагментований та сегментований відповідно до індивідуальної боргової позиції країн-учасниць	Висока фрагментація з огляду на значні асиметрії в індивідуальній борговій стійкості членів ЄВС, що звужує простір унаслідок ризиків спекуляцій та поширення фінансової інфекції	Відчутні, можуть породити значний регіональний шок на ринку активів. Обвал курсу посилить конфлікт між доступністю фінансування та відновленням конкурентоспроможності
Англійський фунт стерлінгів	Обмежене, але порівнянне з рівнем інтернаціоналізації фунта	Глибокий та ліквідний ринок, однак його ємність не відповідає потребам у забезпеченні глобально-центричного попиту на активи	Поступово звужується, але підтримується завдяки можливостям кредитування останньої інстанції. Висока ймовірність швидкого звуження внаслідок неспроможності бюджету гарантувати підтримку банківському сектору із величезними валовими зовнішніми активами та зобов'язаннями	Незначні
Японська єна	Обмежене, але порівнянне з рівнем інтернаціоналізації єни	Глибокий та ліквідний фінансовий ринок, але не завжди еластичний щодо нерезидентського капіталу на ринку активів	Швидко звужується внаслідок величезного державного боргу	Незначні
Швейцарський франк	Обмежене, але порівнянне з рівнем інтернаціоналізації франка	Ліквідний, але недостатньо ємний ринок	Широкий	Незначні
Шведська крона	Обмежене	Ліквідний, але недостатньо ємний ринок	Широкий	Мізерні
Китайський юань	На сьогодні практично неможливе у юанях, але завдяки значним зовнішнім активам можливе в інших резервних валютах	Закритий для прямої участі нерезидентів, що робить потенційну внутрішню ємність дуже відносною	Широкий	З огляду на відсутність повної конвертованості юаня втрати від “виходу”, швидше, еквівалентні неліквідності активів

найвірогідніше залежить від зовсім інших закономірностей. Як зазначає А.Субраманіан, причини вибору валюти на роль резервної можна звести виключно до економічного домінування. Під цим терміном розуміється розмір відносної частки тієї чи іншої країни в глобальному ВВП, торгівлі та зовнішньому фінансуванні. Формально це подається у вигляді індексу економічного домінування (від англ. – *economic dominance index*), при обчисленні якого враховують частки ВВП країни, торгівлі та її роль у потоках капіталу у відповідних глобальних показниках (див. таблицю 3).

На відміну від більшості подібних досліджень, автори яких звертали увагу на період плаваючих курсів, підхід А.Субраманіана враховує так званий “новий” погляд на резервні валюти й охоплює проміжок часу 1900–2011 рр. [13]. Екстраполюючи “новий” підхід на перспективи юаня, А.Субраманіан робить висновок, що досягнення співмірності в економічному домінуванні США і Китаю означатиме близьке в часі переформатування монетарної моделі світу. Причому, з огляду на динамічніший сучасний розвиток порівняно з міжвоєнним періодом, лаг між досягненням країною економічного домінування та набуттям номінованою нею резервною валютою статусу лідера буде коротшим, ніж у випадку США та Великобританії.

Незважаючи на те, що в довгостроковому періоді виняткове значення мають критерії економічного домінування (розширена інтерпретація поняття величини трансакційної зони), як це показують розвідки А.Субраманіана, М.Чінна і Дж. Франкеля [20], конфлікт між цими критеріями та чинниками, котрі діють у короткостроковому періоді, посилюватиметься. Також слід зазначити, що ступінь

конфліктності суттєво визначатиметься траєкторією попиту на резерви. Іншими словами, якщо якийсь окремих учасник конкурентної гіпертрофії резервів змінює стратегію поведінки, наприклад, шляхом просування власної валюти як резервної, то це неминуче призведе до послаблення критеріїв підтримання резервного статусу у короткостроковому періоді на користь нового лідера у довгостроковому періоді. Але при цьому конкурентне поглиблення фінансових систем у інших частинах світу допускати змінює умов функціонування ринку резервних валют у довгостроковому періоді.

Наявність темпорального конфлікту і залежність його інтенсивності від цілої низки структурних рис лідерів і сублідерів глобальних монетарних взаємин потребує уточнення будь-яких підходів, що апелюють виключно до критеріїв економічного домінування.

Зростання значення вартості активів у портфельному менеджменті і визначенні базових макроекономічних траєкторій мало би підвищувати важливість кредитування останньої інстанції як критерію підтримання статусу резервної валюти. Орієнтація центробанку – емітента резервної валюти на агресивне згладжування шоків ринку активів виконує подвійну місію. Активи, номіновані в резервній валюті, торгуються з імпліцитними монетарними гарантіями, і якщо вони не мають прямого конфлікту з інфляційною нестабільністю, то їх відносна конкурентна перевага є очевидною. Вона тим очевидніша, чим більше саме на якості фінансових інструментів сфокусований інтерес у країнах, котрі нагромаджують зовнішні активи каналами і суверенного, і приватного попиту. Також згладжування шоків ринку активів

виконує стабілізаційну функцію щодо ВВП. Оскільки між фінансовими стресами та економічними спадами існує переконливий зв'язок [21], то монетарна політика розширення ліквідності у постстресові періоди опосередковано є політикою підтримання масштабів трансакційної зони, особливо якщо кредитування останньої інстанції починає поширюватися на інші юрисдикції.

Водночас політика згладжування фінансових шоків – не найкращий монетарний спосіб підтримання макроекономічної стабільності. Тривалі дебати з приводу того, що краще – гальмувати роздування бульбашки на ринку активів чи запобігати макроекономічним наслідкам колапсу ліквідності після того, як бульбашка лопає – вкотре вказують на те, що політика нехтування фінансовими дисбалансами може призводити до суттєвих алокаційних спотворень [22; 23].

Іншою важливою проблемою є те, що центробанк – емітент резервної валюти, здійснюючи монетарну експансію з метою реанімації ринку активів і стимулювання таким чином економіки, перебуває в структурних обмеженнях глобальних фінансових дисбалансів. А) підтримка ринку активів перш за все згладжує споживання. Б) брак курсової корекції та зовнішній попит на резерви, як це вже було показано, одразу призводять до перерозподілу ліквідності, створюваної емітентом резервної валюти, на користь країн, котрі нагромаджують у цій валюті свої зовнішні активи. Звідси асиметрична монетарна реакція на фінансові шоки, швидше, призводитиме до підтримання платіжної нерівноваги, стиснення частки ВВП країни – емітента резервної валюти в глобальному виробництві. Надмірна експансія емітента резервної валюти хоч і підтримує ринок активів, але не гарантує макроекономічної стабільності. Національно-центричне стимулювання приросту ВВП країною емісії резервної валюти швидко обертається зниженням її частки в глобальному виробництві. Конфлікт між економічним домінуванням і можливостями підтримки ринку активів, номінованих у резервній валюті, ймовірно посилюватиметься.

РЕЗЕРВНІ ВАЛЮТИ Й ІНФЛЯЦІЙНІ РИЗИКИ

Порівняння підходів М.Чінна і Дж. Франкеля [20], А.Субрама-

Таблиця 3. Індекс економічного домінування, розрахований для трьох країн-лідерів за період 1870–2010 рр.

Роки	Країни та значення індексу		
1870	Великобританія	Німеччина	Франція
	20.5	11.5	8.5
1913	Великобританія	Німеччина	США
	16.5	14.75	12.5
1929	США	Великобританія	Німеччина
	16.5	12.5	11
1950	США	Великобританія	СРСР
	20	7.5	4.9
1973	США	Німеччина	Японія
	16	9.5	7.5
2000	США	Японія	Німеччина
	16	9.5	6
2010	Китай	США	Німеччина
	11.5	10.5	6

Примітка. Індекс (змінюється від 0 до 100) враховує частку країни у глобальному ВВП (вагове значення 0.35), торгівлі (відповідно 0.6), чистому експорті капіталу (0.05).

Джерело: складено на основі [13, с. 32].

ніана [13] та Б.Ейченгріна [10; 11] висвітлює проблему ролі інфляції та контролю над нею. Тобто для довгострокового періоду реальні та макрофінансові фактори видаються більш значущими, ніж спроможність національної валюти окремої великої економіки забезпечувати збереження монетарної вартості в глобальних масштабах. Постановка питання в такий спосіб дає змогу продовжити спекулятивну дискусію про взаємозв'язок між монетарною та фінансовою стабільністю і, зрештою, дійти висновку, що спроможність центрального банку підтримувати цінову стабільність є найпростішим способом гарантувати не просто фінансову стабільність, а глобалізацію всіх функцій грошей: засобу обміну, одиниці рахунку, засобу збереження вартості. Тобто валюта стає резервною не тільки тому, що велика економіка генерує якісні активи і породжує велику трансакційну зону, а тому, що вона створює номінальний якір для інших країн. Внутрішня цінова стабільність стає не просто механічною підтримкою такого номінального якоря.

Проте парадокс полягає в тому, що монетарні якості резервної валюти, виражені внутрішньою ціною стабільністю, в довгостроковому періоді або відходять на другий план, поступаючись у значущості реальним та макрофінансовим факторам, або просто стають імпліцитними. Більше того, відсутність альтернативних номінальних якорів може спричинити попит на резервну валюту навіть тоді, коли її емітент явно не проводить політику цінової стабільності. Наприклад, період розвалу Бреттон-Вудської системи і макроекономічна нестабільність у розвинутих країнах 1970-х років супроводжувались зростанням попиту на валютні резерви, номіновані в доларах, при тому, що в самих США рівень інфляції перевищував 10–15%. Повернення до цінової стабільності в розвинутих країнах у подальшому не супроводжувалося зростанням резервів у 1980-х, а майже нульова інфляція після глобальної фінансової кризи, навпаки, спонукає до пошуку альтернатив чинним резервним валютам.

Цей парадокс неможливо пояснити, залишаючись у рамках виключно монетарного аналізу проблеми. Сам факт перманентного розширення попиту на резервні активи за межі золота підказує, що закономірності функціонування монетарної та фінансової економік відрізняються. А коли обсяги нагромаджених резервів сягають відсо-

тків ВВП і при цьому між їх динамікою та інфляцією руйнуються монетарні зв'язки, проблема стає, швидше, макрофінансовою. Це означає, що якість активів, у яких розміщуються резерви, стає вагомішим критерієм, ніж рівень інфляції в країні – емітенті резервної валюти. Більше того, в умовах, коли інфляційні диференціали між країною-емітентом і країнами, що нагромаджують резерви, зменшуються, а суттєвих різниць між середніми значеннями інфляції в групі країн, валюти яких є резервними, не спостерігається, саме якість активів починає відігравати провідну роль. Довіра до монетарної політики робить інфляцію імпліцитним критерієм конкуренції за статус резервної валюти.

Така змінена модальність критеріальних ознак набуття і підтримання резервного статусу може сприяти як виникнення нових горизонтів у сфері глобальних монетарних взаємин. З боку країни-емітента це можна виразити таким чином. “Тягар” підтримання цінової стабільності можливо перекласти на інших, особливо тоді, коли стиснення національної економіки внаслідок кризи означає також і відносне зниження частки ВВП країни в глобальному ВВП, а підтримка ринку активів може сприйматись як більш пріоритетна місія центрального банку, ніж довгострокові інфляційні наслідки кредитування останньої інстанції. З боку країни, що нагромаджує резерви, – аналогічно. Якщо емітент резервної валюти підтримує ринок активів і при цьому не простежується яскраво виражених інфляційних ризиків усередині країни емітента, які б загрожували підризом номінального якоря, вираженого колективними інфляційними диференціалами, то монетарна експансія центробанку-емітента, ймовірно, створює додаткові можливості з управління резервами, оскільки їхня ліквідність не перебуває під загрозою. Звичайно, може виникнути проблема дохідності та збереження вартості резервів, але це не так важливо порівняно з ліквідністю. Тобто якщо не існує прямих інфляційних ризиків знецінення вартості активів, то в процесі нагромадження резервів вибір падатиме на найліквідніші з них.

Однак така логіка виявляє очевидний конфлікт між національною інфляцією, колективними інфляційними диференціалами, глобальною інфляцією та макроструктурними передумовами підтримання вартості активів. Тобто якщо немає реальних підстав

для підтримання вартості і, зрештою, ліквідності активів, то забезпечення цього виключно шляхом кредитування останньої інстанції рано чи пізно призведе до конфлікту між очікуваннями щодо факторів впливу на якість активів, які кваліфікуються резервними, та очікуваннями щодо їх знецінення порівняно з альтернативними варіантами вкладення коштів. Конфлікт між такими очікуваннями є природним наслідком того, що чиста дискреційна грошова пропозиція центрального банку нічим не обмежується, тоді як кількість активів, вартість яких вимірюється грошима, обмежена.

Причиною вказаного конфлікту є не лише природа альтернативності між якістю активів у короткостроковому періоді і ціною стабільністю – в довгостроковому. В умовах відносного монополізму на ринку резервних валют така альтернативність не може спонукати до виходу за його межі шляхом зростання інтересу до іншої валюти. Але в умовах виникнення нової потенційної валюти-лідера, за якою стоїть посилення економічного домінування країни-емітента, темпоральний конфлікт щодо якостей чинної резервної валюти може швидко перерости у конкурентний конфлікт між валютами, що перебувають на різних стадіях життєвого циклу. Центробанки рано чи пізно усвідомлюватимуть ризики невідповідності факторів підтримання резервного статусу певної валюти у коротко- та довгостроковому періодах, прагнучи до альтернативної структури зовнішніх активів. Однак у найневідгіднішому становищі перебуватимуть ті центробанки, ключовим мотивом управління валютними резервами яких залишається ліквідність. Формування резервів із використанням інструментів з обмеженою ліквідністю, особливо коли це відбувається з політико-економічних міркувань, фізично збільшує валові зовнішні активи. Поліпшення індикаторів макрофінансової стійкості країни з використанням резервів, сформованих на основі низьколіквідних активів, захоплюватиме приплив капіталів та підвищуватиме ризикову поведінку фінансового сектору, що може різко похитнути спроможність такого центробанку адекватно реагувати на масштабні шоки. Це особливо даватиметься знаки у випадку шоків типу “подвійного впливу” (від англ. – double drain) – впливу капіталів та впливу доларових депозитів, – коли неадекватна структура валютних резервів швидко

проявиться неспроможністю центробанку відреагувати на масштабне стиснення внутрішньої доларизованої ліквідності. Подібні ризики мають прямий стосунок до Національного банку України, політика якого щодо збільшення частки російського рубля та китайського юаня в структурі валютних резервів не може бути виправданою з огляду на величину резервів. Пристосування до конкуренції між резервними валютами, що перебувають на різних стадіях життєвого циклу, не повинно відбуватися шляхом антиципації у поточній структурі резервів майбутнього монетарного лідерства третьої країни, а спиратися на пріоритети ліквідності самих резервів сукупно з підвищенням курсової гнучкості, без якої фінансовий сектор залишатиметься вразливим до глобально-центричних шоків вартості активів та зміни курсів провідних валют.

ВИСНОВКИ

Масштаб нагромадження валютних резервів посилює тенденцію до функціонування глобальної економіки на принципах економіки активів, у якій ліквідність останніх перетворюється на ключову детермінанту добробуту. Для сфери функціонування резервних валют це має принципове значення, тим паче, що фактори підтримання такого статусу та його набуття різняться. Наявність конкуренції між резервними валютами, котрі перебувають на різних стадіях життєвого циклу, загострює проблему темпорального конфлікту в сфері їх функціонування. У коротко- та довгостроковому періодах детермінанти резервного статусу валюти не однакові. В першому випадку на передній план виходять “додаткові сервіси”, які значно зближують фактори підтримання резервного статусу валюти з якістю резервних активів. Можливості глобального кредитування останньої інстанції, глибина та ліквідність ринку, фіскальний простір та потенційні втрати від “виходу” з резервної валюти визначають її конкурентні переваги у короткостроковому періоді. У довгостроковому періоді фактори економічного домінування, складовою якого є масштаб транзакційної зони, стають важливою детермінантою набуття валютою резервного статусу. Проблема економічного домінування затьмарює важливу роль цінової стабільності у такій транзакційній зоні, оскільки створення монетарних стимулів для її

експансії сукупно з підтримкою ліквідності ринку активів може генерувати інфляційні ризики, розміри яких зменшуватимуться зі збільшенням складності і глибини фінансових ринків. Конкуренція між резервними валютами, котрі перебувають на різних стадіях життєвого циклу, може генерувати глобально-центричні шоки вартості активів. Адаптація до таких шоків центробанків, обсяги резервів яких незначні, має здійснюватися шляхом орієнтації на ліквідність під час управління зовнішніми активами та розширення діапазону курсових коливань. □

Література

1. Манделл Р. *Евро и стабильность мировой валютной системы* // *Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон.* / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002. – С. 293–328.
2. Cooper R. *The Future of the Dollar* // *Institute for International Economics Policy Brief.* – 2009. – PB 09–21. – P. 1–6.
3. Eichengreen B. *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect* // *IMF Working Paper.* – 2000. – WP/00/131. – P. 1–38.
4. Meissner Ch., Oomes N. *Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice* // *IMF Working Paper.* – 2008. – WP/08/132. – P. 1–45.
5. *Reform of the International Monetary and Financial System. Trade and Development Report. Chapter IV.* – UN: Geneva, 2009. – P. 113–132.
6. *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System.* – NY: UN, 2009. – 140 p.
7. *Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century.* – Paris, 2011. – 23 p.
8. Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. *Reforming the International Monetary System.* – London: CEPR, 2011. – 78 p.
9. *Reserve Accumulation and International Monetary Stability.* – IMF. – 2010. – P. 1–35.
10. Eichengreen B., Flandreau M. *The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency?* // *NBER Working Paper.* – 2008. – № 14154. – P. 1–48
11. Chitu L., Eichengreen B., Mehl A. *When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets* // *ECB Working Paper.* – 2012. – № 1433. – P. 1–43.
12. *When Did the Dollar Overtake the Pound Sterling as the Leading International Currency? The “Old View” Versus the “New View”* // *International Role of the Euro.* – ECB: Frankfurt-on-Main, 2012 Jul. – P. 39–45.
13. Subramanian A. *Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition* // *Institute for International Economics Working paper.* – 2011. – WP 11–14. – P. 1–33.
14. *Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards* // *IMF Staff Discussion Note.* – 2011. – SDN/11/17. – P. 1–25.
15. *Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific* // *BIS Papers.* – 2011. – № 61. – P. 1–236.
16. Козюк В. В. *Позиції резервних валют: теоретичний вимір та посткризові зрушення* // *Економіка України.* – 2012. – № 7. – С. 55–69.
17. Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. *Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective* // *EC Economic Papers.* – 2011. – № 444. – P. 1–75.
18. *The Good, The Bad, And the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Chapter 3.* // *IMF World Economic Outlook.* – Wash. (D.C.): IMF, 2012. – Oct. – P. 1–29.
19. Buiter W., Sibert A. *New Theories of Optimum Currency Areas and Their Application to Poland's Adoption the Euro: the Asymmetric-shocks-on-its-head and the Lender-of-last-resort Theories of Optimal Currency Areas* // *London School of Economics and Political Science Brief.* – 2008. – Oct. – P. 1–16.
20. Chinn M., Frankel J. *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?* // *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment.* – Chicago: University of Chicago Press, 2007.
21. Schularick M., Taylor A. *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008* // *NBER Working Paper.* – 2009. – № 15512. – P. 1–41.
22. Borio C. *Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters?* // *BIS Working Paper.* – 2011. – № 353. – P. 1–17.
23. Borio C. *Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward* // *BIS Working Paper.* – 2011. – № 354. – P. 1–37.