

5. *Перекрестова Л. В.* Сущность и содержание контроля деятельности экономических субъектов / Л. В. Перекрестова, Е. В. Черненко // Вестник АГТУ. — 2007. — № 2. — С. 208.

6. Основи єдиної системи державного фінансового контролю в Україні (макроекономічний аспект) / В.К. Симоненко, О.І. Барановський, П.С. Петренко. — К.: Знання України, 2006. — С.37.

7. *Рибачук В.Л.* Удосконалення організаційного забезпечення ефективності фінансового контролю діяльності органів державного управління [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/apdu/2009-1/doc/2/21.pdf>

8. *Карпов Э. С.* Понятие и содержание правового регулирования государственного финансового контроля / Э. С. Карпов // Вестник Владимирского юридического института — 2007. — № 2. — С. 280—281.

9. *Казаков В.В., Сотников А.С.* Управление развитием региональных комплексов и их финансовое обеспечение. — Томск: Изд-во НТЛ, 2006. — 204 с.

10. *Семиколенных А. Н.* Управление высшими органами финансового контроля [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.budgetrf.ru/Publications/Schpalata/2008/ACH20080617824/_p_001.htm

11. *Никодем А.* Верховные органы контроля в Центральной Европе: конституционное регулирование / А.Никодем // Сравнительное конституционное обозрение. — 2004. — № 3. — С. 118.

12. *Шахрай С.М.* Финансовый контроль в XXI веке / С.М. Шахрай // Налоги. — 2004. — № 12. — С.1—4.

13. *Степашин С.В.* Тезисы доклада Председателя Счетной палаты Российской Федерации на I заседании Рабочей группы Международной организации высших органов финансового контроля (ИНТОСАИ) по ключевым национальным показателям [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.budgetrf.ru/Publications/Schpalata/2008/ACH200807152043/ACH200807152043_p_001.htm

Статтю подано до редакції 10.10.2012 р.

УДК 339.738

Т.С. Шемет

ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЧНИХ ПРІОРИТЕТІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

АНОТАЦІЯ. У статті аналізується вплив фінансової глобалізації на вибір стратегічних пріоритетів монетарної політики держави. Особлива увага приділяється модифікації трилеми («неможливої трійці» Манделла-Флемінга) на квадрилему

КЛЮЧОВІ СЛОВА: монетарна політика, валютна інтеграція, трикутник трилеми, квадрилема

АННОТАЦИЯ. В статье анализируется влияние финансовой глобализации на выбор стратегических приоритетов монетарной политики державы. Особенное внимание уделяется модифицированию трилеммы («невозможной тройки» Манделла-Флеминга) в квадрилемму

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: монетарная политика, валютная интеграция, треугольник трилеммы, квадрилема

ANNOTATION. The article analyzes the impact of financial globalization on the choice of strategic priorities of state monetary policy. Special attention is paid to the modifying the trilemma framework (Mundell's «the impossible trinity») into policy Quadrilemma

KEY WORDS: monetary policy, monetary integration, the trilemma triangle, quadrilemma

Постановка проблеми. Останніми десятиріччями на тлі глобалізаційних перетворень світу та світових криз перед країнами постала проблема забезпечення фінансової стабільності. Ця проблема зумовила необхідність переосмислення теоретичних і методологічних основ підходів формування стратегічних пріоритетів монетарної політики держави та підходів до їх досягнення. В цьому контексті є актуальним аналіз особливостей застосування визнаного наукою і практикою інструменту монетарної політики — трилеми її цілей.

Аналіз останніх досліджень і публікацій та невирішені раніше частини проблеми. Фундаментальним внеском моделі Манделла—Флемінга є «неможлива трійця», або трилема. Трилема говорить, що країна може одночасно вибрати будь-які дві, але не всі з трьох цілей монетарної політики — грошову незалежність, стабільність обмінного курсу та фінансову інтеграцію. Графічна інтерпретація трилеми — трикутник, кожна з трьох сторін якого представляє потенційно бажані політичні цілі: грошову незалежність, стабільність валютного курсу та фінансову інтеграцію (рис. 1).

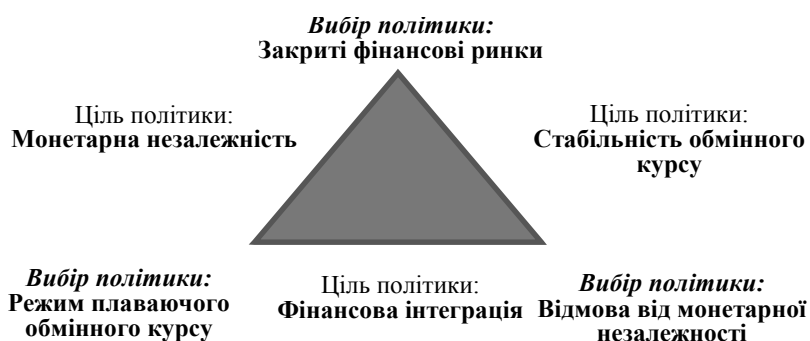


Рис. 1. «Неможлива трійця» монетарної політики [1, с. 15]

Зрозуміло, що перебувати на всіх трьох сторонах трикутника одночасно неможливо. Верхній кут з написом «закриті фінансові ринки» асоціюється з автономною грошово-кредитною політикою і режимом фіксованого обмінного курсу, тобто з фінансовою автаркією — кращим вибором для більшості країн, що розвиваються у середині-кінці 1980-х рр. Ліва вершина з написом «режим плаваючого обмінного курсу» асоціюється з монетарною автономією та фінансовою інтеграцією — кращим вибором США впродовж останніх десятиліть. Вершина праворуч з написом «відмова від грошової незалежності» асоціюється з курсовою стабільністю (режимом прив'язки) та фінансовою інтеграцією, але не з монетарною незалежністю — кращий вибір країн, що входять до єврозони (валютний союз) і Аргентини в 1990-ті (вибір режиму валютної ради).

«Неможлива трійця» Манделла—Флемінга стала самоочевидною для більшості вчених-економістів. Проте в реальному житті цілі політики багатьох країн перебувають поза трикутником трилеми. Наприклад, більшість країн працює у «сирому діапазоні» часткової фінансової інтеграції, де існують обмеження руху фінансових потоків. Крім того, найчастіше країни вибирають фінансову інтеграцію та гнучкий обмінний курс [1, с. 3]. Навіть у рідкісних випадках прийняття одного з найжорсткіших режимів фіксованого обмінного курсу (наприклад, режим валютної ради, вибраний Аргентиною на початку 1990-х рр.) довіра до фіксованого обмінного курсу з часом знижується, і центральний банк рідко суворо дотримується цього режиму. Аналогічним чином, уряди країн, які обирають гнучкий обмінний курс, час від часу починають активно втручатися у валютні ринки і, в кінцевому підсумку, запроваджують різні версії керованого плавання.

Застосування трикутника трилеми — предмет наукових досліджень у працях таких учених, як Дж. Айзенман, Г. Кальво, М. Обстфелд, С. Рейнхарт, А. Тейлор, Дж. Франкель та ін.

Дж. Айзенман обґрунтовує роль нагромадження валютних резервів країнами, що розвиваються та розвинутими країнами в забезпеченні фінансової стабільності та модифікації трилеми [1—3].

Г. Кальво та С. Рейнхарт присвятили дослідження виявленню сутності «острахау плавання» — явища, яке виявилось стримуючим чинником при переході країн, що розвиваються від фіксованого до плаваючого режиму обмінного курсу [4].

М. Обстфелд і А. Тейлор інтерпретували міжвоєнний період у світлі досягнення цілей монетарної незалежності, валютних паритетів і контролю за рухом капіталу [7].

Франкель обґрунтував відсутність причин для конвергенції полярного вибору чистого плавання або чистої фіксації валютних курсів [8].

Мета статті. Висвітлення впливу глобалізації на формування стратегічних пріоритетів монетарної політики держави за умов глобалізації на основі аналізу та узагальнення теоретико-методологічних підходів до визначення можливих і неможливих цілей монетарної політики в контексті трилеми.

Виклад основного матеріалу. Первісне формулювання неможливої трійці зосереджується на полярних конфігураціях (вершинах) трикутника трилеми. Тим не менш, намагання країн адаптуватися до нових викликів зміщує конфігурацію їх політики на проміжний рівень.

Так, за часів класичного золотого стандарту у період фіксованого обмінного курсу шок процентних ставок був вираженим і швидким. Це повністю відповідає трилемі: поєднання фіксованого обмінного курсу та мобільності капіталу зводить нанівець монетарну незалежність (права вершина трикутника трилеми). На противагу цьому, за часів Бреттон-Вуду фіксація обмінних курсів не надто впливала на внутрішні процентні ставки, що пояснюється поширенням контролю над капіталом (верхня вершина трикутника трилеми). У пост-бреттонвудську епоху швидкість трансмісії процентної ставки між країнами з фіксованими обмінними курсами підвищилася. Неприв'язані країни, як до 1914 р., так і в пост-бреттонвудський період, користувалися значно більшою монетарною незалежністю, ніж країни з прив'язкою обмінних курсів [7, р. 75—108].

Після розпаду Бреттон-Вудської системи падіння середнього індексу курсової стабільності групи індустріальних країн було статистично значимим, тоді як середній індекс фінансової відкритості країн, що розвиваються знизився несуттєво. У тому самому періоді країни, що розвиваються істотно не зменшили рівень фіксації курсів валют. Проте зменшився ступінь їх монетарної незалежності та збільшився ступінь фінансової відкритості.

Дослідження досвіду 50 країн (32 з яких є країнами, що розвиваються) впродовж 1970—2006 рр. здійснив Айзенман [1]. У період після розпаду Бреттон-Вудської системи впритул до початку 1980-х років стабільність обмінних курсів промислових країн значно знизилася. Криза зовнішньої заборгованості 1980-х рр. стала чинником підвищення гнучкості обмінного курсу, оскільки країни, що постраждали від кризи, не витримали фіксованих валютних курсів. Крім того, ці країни досягли підвищення ступеня монетарної незалежності, хоча на початку 1980-х рр. внаслідок боргової кризи вдалися до посилення контролю за рухом капіталу.

Рівень монетарної незалежності індустріальних країн суттєво знизився впродовж 1990-х рр., курси їх валют стали стабільнішими, продовжились їх зусилля щодо лібералізації руху капіталу. Ці тенденції відображають рух європейських країн до Економічного і валютного союзу. Щодо країн, які розвиваються, то 1990 р. ототожнюється з початком хвилі їх фінансової інтеграції. Для країн, що розвиваються та з ринками, що формуються, боргова криза, поряд з азіатською валютною кризою 1997—1998 рр., виявилася одним з основних структурних чинників погіршення стабільності обмінного курсу.

Аналіз досвіду країн, що розвиваються, впродовж 1970—2006 р. показує, що фактичний вибір конфігурації політики в рамках трилеми залежить від завдань і пріоритетів, що стоять перед економікою. Вищий ступінь монетарної незалежності пов'язується зі зменшенням нестабільності обсягу виробництва, тоді як більша стабільність обмінного курсу пов'язується з більшою мінливістю обсягу виробництва, яка може бути зменшена шляхом нагромадження міжнародних резервів. Монетарна автономія пов'язується з більш високою інфляцією, тоді як більша курсова стійкість і більша фінансова відкритість пов'язані з більш низькою інфляцією. Прагнення до стабільності обмінного курсу може збільшити нестабільність виробництва, якщо рівень фінансового розвитку є проміжним. Більша фінансова відкритість у поєднанні з високим рівнем фінансового розвитку знижує нестабільність виробництва.

Фінансова глобалізація, яка охопила майже всі країни впродовж 1990—2000 рр., позначила собою зміни контексту трилеми. В першу чергу це пов'язано з країнами, що розвиваються. Економічний підйом найбільш густонаселених країн (Китаю та Індії) поступово призвів до структурних зрушень у світовій економіці. Так, до 2010 р. вже понад половина світового ВВП вироблялася ринками, що розвиваються. Наслідком фінансової глобалізації для країн, що розвиваються стала їх зростаюча уразливість до фінансових шоків, пов'язаних з раптовими зупинками припливу капіталу, втечею капіталу, скороченням запозичень тощо. Отже, наслідки фінансової кризи додали до трьох цілей політики, визначених трилемою, ще й фінансову стабільність, змінивши тим самим політику трилеми на політику квадри леми.

Політика, спрямована на збереження фінансової стабільності країн, що розвиваються, при одночасному розвитку фінансової інтеграції пояснює той факт, що впродовж трьох десятиліть, з 1980 р., незважаючи на посилення волатильності валютних курсів, суттєво збільшився обсяг міжнародних резервів цих країн, вимірюваний співвідношенням резервів до ВВП. Зростання цього показника є найбільшим у країнах Східної Азії.

Слід зазначити, що різке зростання обсягу міжнародних резервів було однобічним. Зокрема, частка міжнародних резервів у ВВП промислово розвинутих країн була відносно стабільною і коливалася навколо 4 %, проте в країнах, що розвиваються цей показник різко збільшився з приблизно 5 % до майже 27 %. Загалом до 2007 р. країни, що розвиваються утримували близько двох третин світових міжнародних резервів. Найбільший внесок до цієї динаміки зробили азійські країни, де показник резерви/ВВП збільшився з 5 % у 1980 р. до 37 % у 2006 р. (32 % за винятком Китаю) [1, с. 7]. Зростання показника резерви / ВВП у Китаї становило від приблизно 1 % в 1980 р. до 41 % у 2006 р.

У резервах країн, що розвиваються відбулися певні структурні зміни. Помітна зміна відбулася в 1990-і рр., десятиліття, коли показники міжнародні резерви / ВВП сягнули вгору. Інша структурна зміна, зумовлена безпрецедентним зростанням міжнародних резервів у Китаї, відбулася на початку 2000-х рр., коли показник резерви / ВВП Китаю зріс майже в три рази впродовж шести років, з близько 14 % протягом 1997—2000 років до 41 % у 2006 р.

Безпрецедентне нагромадження міжнародних резервів можна інтерпретувати у контексті непередбачених наслідків фінансової глобалізації. Як зазначає Айзенман, від початку 1990-х рр. для країн, що розвиваються і розвинутих країн зліт у нагромадженні резервів та у валютній інтеграції збігається. Нагромадження міжнародних резервів країн, що розвиваються різко зросли у зв'язку з наслідками кризи в Східній Азії. Це відповідає припущенню щодо серйозних змін попиту на міжнародні резерви внаслідок валютної інтеграції країн, що розвиваються. До активізації інтеграційних процесів чинником формування попиту на резерви була потреба у самострахуванні від нестабільності зовнішньоторговельних потоків. Розвиток валютної інтеграції спричинив необхідність самострахування від нестабільності фінансових потоків. Швидкість зростання попиту на іноземну валюту за умов фінансової нестабільності є набагато вищою порівняно з нестабільністю торговельних потоків. Отже, фінансове самострахування, пов'язане із зростаючим впливом раптової зупинки або скорочення зовнішніх запозичень, є чинником бурхливого зльоту обсягу міжнародних резервів у 1990-х рр. [3, р. 191—214]. Східно-азійська криза стала переламною подією, оскільки вплинула і на країни з високою нормою заощаджень та збалансованим фінансовим сектором. До кризи ці країни розглядалися як менш уразливі до раптових подій порівняно з іншими країнами, що розвиваються. З відставанням постраждалі країни відреагували значним збільшенням своїх резервів [2, р. 370—400].

Зв'язок між нагромадженням резервів і валютною інтеграцією припускає четвертий вимір на додаток до трилеми. У короткостроковій перспективі нагромадження міжнародних резервів та управління ними дають змогу зміцнити фінансову стійкість і реалізувати незалежну макроекономічну політику. Такий

розвиток подій видається важливим для ринків, що розвиваються, по-перше, через те, що вони лише частково інтегровані в глобальну фінансову систему, по-друге, через те, що вони активно використовують стерилізаційні операції для управління потенційними інфляційними наслідками нагромадження резервів (Китай та Індія є яскравими прикладами).

На відміну від країн, що розвиваються, більшість промислово розвинутих країн зберегли низький рівень показника міжнародні резерви / ВВП. На нашу думку, це відображає можливість промислово розвинутих країн забезпечити простий доступ до двосторонніх своп-ліній у разі термінової потреби в іноземних валютах, а також їх здатність до зовнішніх позик у власних валютах.

Тенденцію нагромадження резервів з 1990 р. пов'язують з трьома ключовими чинниками зміни позиції в рамках трилеми. Перший чинник — це «острах плавання», який виявляється в реалізації режиму жорсткого керування обмінним курсом або збереженні його фіксації. Бажання стабілізувати обмінний курс віддзеркалює суміш важливих завдань макроекономічного регулювання: розвиток торгівлі, пом'якшення дестабілізуючих шоків, спричинених доларизацією пасивів, забезпечення прозорого номінального якоря для стабілізації інфляційних очікувань і т.п. [4, р. 379—408]. Другим чинником є реалізація політики, спрямованої на розвиток і поглиблення фінансового посередництва на внутрішньому ринку на основі розвитку внутрішніх банківської та фінансової систем. Третім чинником є поєднання поглиблення внутрішнього фінансового посередництва країни, що розвивається, з її міжнародною фінансовою інтеграцією.

Поєднання цих трьох чинників збільшує вразливість економіки до фінансових шоків, а у гіршому випадку призводить до фінансових криз, як наприклад, мексиканська криза 1994—1995 рр., криза в Східній Азії 1997—1998 рр., аргентинська криза 2001—2002 рр. Новітня історія розвитку країн, що розвиваються доводить, що макроекономічне регулювання цих ринків, ймовірно, є набагато складнішим, ніж навігація у межах трикутника трилеми. На відміну від розвинутих країн ОЕСР, які мають швидкий доступ до інституційної лінії свопів, країни, що розвиваються змушені самотійно страхувати ризики фінансової нестабільності, пов'язані з їх зростаючою інтеграцією до світової фінансової системи. Недавні дослідження підтверджують зростання ролі фінансових чинників у тандемі зі зростаючою валютною інтеграцією для оцінки динаміки міжнародних резервів країни [1, с. 9].

Висновки. Трилема Маделла є одним з небагатьох макроекономічних підходів, який пройшов випробування часом і залишається корисним до цих пір. Основними подіями, які змінили контекст трилеми, є фінансова глобалізація майже в усіх країнах світу та швидке поглиблення внутрішніх і міжнародних фінансових ринків.

За умов глобалізації вибір цілей монетарної політики найчастіше здійснюється не у вершинах трилеми, а на рівні обмежено гнучкого обмінного курсу, часткової інтеграції фінансових ринків та обмеженої монетарної автономії.

Розширення трилеми до квадрилеми через уведення мети фінансової стабільності є одним з наслідків глобальної кризи ліквідності 2008—2009 рр. і віддзеркалює компромісний шлях формування стратегічних пріоритетів макроекономічної політики країни в умовах глобалізації.

Література

1. *Aizenman J.* The Impossible Trinity — from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma / J. Aizenman. — University of California, Stan Cruz and the NBER. — 2011. — March. — 20 p.
2. *Aizenman J.* The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On? / J. Aizenman J. and N. Marion // Journal of the Japanese and International Economies. — 2003. — № 17. — P. 370—400.
3. *Aizenman J.* International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence / J. Aizenman and J. Lee // Open Economies Review. — 2007. — № 18. — P. 191—214.
4. *Calvo G.A.* Fear of Floating / G. A. Calvo and C. M. Reinhart // Quarterly Journal of Economics. — 2002. — № 117. — P. 379—408.
5. *Calvo G.A.* Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort / G.A. Calvo // NBER Working Papers. — 2006. — № 12788.
6. *Lin J.Y.* Reform of the International Monetary System. A Jagged History and Uncertain Prospects / J.Y. Lin, Sh. Fardoust, D. Rosenblatt [Електронний ресурс] // World Bank Working Papers. Policy Research Working Paper. — 2012. — № 6070. — Режим доступу: <http://www-wds.worldbank.org/external/default>
7. *Obstfeld M.* Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period / M. Obstfeld, J.C. Shambaugh, and A.M. Taylor // IMF Staff Papers. — 2004. — № 51. — P. 75—108.
8. *Frankel, J.A.* No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times / J.A. Frankel // Essays in International Finance. — 1999. — № 215. — 34 p.

Статтю подано до редакції 12.10.2012 р.

УДК 336:330.322

О. М. Юркевич, канд. екон. наук,
доцент кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ОЦІНКА РІВНЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ БЕЗПЕКИ В УКРАЇНІ

АННОТАЦІЯ. У статті розглянуто питання визначення економічного змісту поняття інвестиційна безпека та проаналізовано рівень інвестиційної безпеки України.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: інвестиційна безпека, рівень інвестиційної безпеки, прямі іноземні інвестиції, національні інтереси.

АННОТАЦИЯ. В статье рассмотрено вопросы определения экономического содержания понятия инвестиционная безопасность и проанализировано уровень инвестиционной безопасности.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: инвестиционная безопасность, уровень инвестиционной безопасности, прямые иностранные инвестиции, национальные интересы.

Постановка проблеми. Важливість і необхідність визначення та забезпечення належного рівня інвестиційної безпеки країни полягають у можливості запобігання зовнішнім та внутрішнім загрозам національним інтересам, які ви-