

УДК 336.743

**Н.В. РЕЗНІКОВА,**  
кандидат економічних наук, доцент  
Інституту міжнародних відносин  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка

**М.М. ВІДЯКІНА,**  
кандидат економічних наук, асистент  
Інституту міжнародних відносин  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка

## РОЛЬ ЗОЛОТА В ПОДОЛАННІ ФУНДАМЕНТАЛЬНИХ ДИСБАЛАНСІВ СУЧАСНОЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ

*Аналізується потенційна посткризова функція золота на глобальних фінансових ринках. Стверджується, що в багатополярному світі єдина резервна валюта стає тягарем для країни-емітента і ризиком для світової фінансової системи. Дискутується роль золота як інструмента страхування від конкретних ризиків, таких як інфляція, фінансова волатильність та як міжнародної розрахункової одиниці й міжнародного резервного активу.*

**Ключові слова:** золото, міжнародна фінансова система, багатополярність, фінансова криза, резервна валюта, СПЗ.

**Актуальність.** Сучасна світова фінансова криза прискорила зміщення глобального економічного епіцентру від розвиненої економіки Північної Америки, Західної Європи і Японії в бік ринків, що розвиваються, передусім Китаю, Індії, Бразилії та країн Близького Сходу. Демографічні фактори та довгострокові вигоди від інституційних і структурних реформ започаткували цикл розвитку, що призвело до відмежування ринків, які формуються, від ринків з розвинутою економікою. Така динаміка веде до багатополярності, коли одна країна вже не в змозі підтримувати резервний статус національної валюти, оскільки її відносна вага у світовій економіці буде занадто низькою порівняно зі зростаючими обсягами глобальної торгівлі і фінансових операцій.

Крім того, криза підірвала довіру інвесторів до цінних паперів. Натомість привабливість золота як безпечного активу надзвичайно зросла і, відповідно, зросла його вартість, навіть при загальному падінні цін на сировину під час найгострішої фази кризи. Роль золота в новій фінансовій архітектурі суттєво залежить від емоційної, але значною мірою нестійкої реакції інвесторів на кризові потрясіння, що ще раз свідчить про фундаментальну його властивість як засобу страхування від надзвичайних явищ.

**Огляд літератури. Постановка загальної проблеми.** Попри певний науковий скептицизм щодо оновленої ролі золота у міжнародній валютній системі, багато індивідуальних та інституційних інвесторів розглядають золото як засіб заощадження, який забезпечує захист у періоди знецінення інших активів.

Вивчення проблем та перспектив функціонування міжнародної валютної системи, зокрема ролі золота у сучасній глобальній фінансовій архітектурі, пов'язане з іменами зарубіжних дослідників, серед яких Б. Айхенгрін, Д. Баур,

М. Вонг, Д. Еванс, С. Лоренс, М. Россі, Ш. Роуч, Н. Саїді, Н. Фергюссон, С. Хармстон, Й.Л. Чен та ін.

На думку прихильників провідної ролі золота як розрахункової одиниці, таких як Н. Фергюссон, останнє є єдиною формою грошей, що не емітується жодним центральним банком. Таким чином, золото не підпадає під категорію урядової заборгованості, а відтак є менш залежним від політичних ризиків. Така властивість є вирішальною у сучасних умовах посткризового розвитку, коли для вирішення проблем зростаючої урядової заборгованості центральні банки вдаються до додаткової емісії національної валюти.

**Мета і завдання.** Золото як фінансовий актив не забезпечує руху грошових коштів або ж грошових дивідендів, відтак його вартість залежить від факторів, які не можна визначити безпосередньо. Однак провідна властивість золота як засобу заощадження і «безпечної гавані», особливо в умовах підвищеної невизначеності і незбалансованості фінансової системи, передбачає, на нашу думку, посилення його ролі в новій посткризовій фінансовій архітектурі. Немає змоги повернутися до повноцінного золотого або золотовалютного стандарту, але золото могло б бути, принаймні, частковим якорем для грошових агрегатів у дедалі більш багатополлярному світі. Мета дослідження полягає у вивченні проблем функціонування міжнародної валютної системи та пропозиції альтернативних сценаріїв розвитку майбутньої глобальної фінансової архітектури.

**Виклад основного матеріалу.** Доларо-орієнтована міжнародна фінансова система може вистояти в довгостроковій перспективі лише за умови, що США, як і раніше, лишатиметься країною з найрозвиненішою економікою у світі. Проте ця першість поступово слабшає через низку причин. По-перше, через зростання європейської і китайської економік. Досягнення КНР позиції лідера світової економіки, прогнозоване на 2040 р., відтепер очікується в 2027 р. [6]. По-друге, за останнє десятиліття суттєво змінився відносний розмір фінансових ринків через втрату Уолл-Стріт майже половини своєї частки світового ринку (табл. 1). Відбувається перехід фінансової системи від так званої «зіркової» моделі з центром у Нью-Йорку і Лондоні до моделі «мережевої», у якій декілька взаємопов'язаних фінансових центрів проводять великомасштабні операції, що до недавня було можливим лише в одному з центрів.

Таблиця 1

Капіталізація фондових ринків за групами країн, %

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
США	46,0	46,9	49,8	47,2	44,7	42,7	39,3	36,3	30,8	32,8	31,0	30,8
Інші розвинуті країни	45,7	45,0	41,2	42,1	43,8	44,2	44,3	44,0	40,9	41,3	40,7	39,5
Країни з ринками, що формуються:												
БРІК	8,3	8,1	9,3	10,6	11,9	12,8	16,4	19,7	28,3	25,9	28,3	29,8
Інші країни з ринками, що формуються	2,2	3,1	3,2	3,4	4,4	4,2	5,5	9,4	16,9	14,9	16,9	17,3
	6,1	5,0	6,1	6,8	7,2	8,6	11,1	10,1	11,3	11,0	11,5	12,4

Джерело: складено на основі [9].

По-третє, світова фінансова криза спричинила кризу бюджетну і призвела до зростання державного боргу в розвинених країнах унаслідок реалізації урядами та центральними банками програм порятунку банківського і фінансового секторів, безпрецедентних антициклічних заходів, скорочення податкових надходжень у результаті зростання безробіття і зниження рівня доходів. За прогнозами МВФ, середнє співвідношення сукупного державного боргу до ВВП для країн з розвинутою економікою зростає з майже 91% наприкінці 2009 р. до 110% в 2015 р. (на 37 процентних пунктів з докризових рівнів). У країнах Великої сім-

ки це співвідношення зростає до рівня, що перевищує показники періоду після Другої світової війни [7]. Натомість, країни, що розвиваються, пережили фінансову кризу з несуттєвим погіршенням фінансового становища і гарними макроекономічними показниками.

У цілому, фінансова криза прискорила розпочатий у 1980-х роках процес економічного ребалансування, що позначився відкриттям Китаю, реформами в Індії та «азійських тиграх». Якщо у 1973 р. вага країн Великої сімки складала майже 50% світового ВВП, на сьогодні вона скоротилася до 40% (за ПКС). При цьому різниця майже повністю припадає на загальну вагу Китаю та Індії. Так, попри іпотечну кризу, завдяки своєчасній антикризовій політиці в КНР і решті країн Південно-Східної Азії в поєднанні з високим рівнем міжнародних резервів і низькими показниками державного боргу країнам, що розвиваються, вдалося досягти швидких темпів відновлення.

Зрушення епіцентру світової економіки формуватиме багатополярне економічне середовище і поглибить зміни фінансової архітектури. Цілком логічно, що з часом нинішня велика рецесія інтерпретуватиметься як перша хвиля коригувань фінансової архітектури, викликаних тривалим процесом реконфігурації економічної влади.

Перетворення долара на основну світову резервну валюту є логічним наслідком гео економічного лідерства США. Проте перехід від панування британського фунта до долара США був доволі повільним. За великим рахунком, долар США переміг фунт лише з відмовою Великої Британії від золотовалютного стандарту, у той час як США відновили прив'язування до золота (35 дол. за унцію). Тобто обсяг американської економіки був відправним моментом, однак забезпечена золотом стабільність стала визначальним фактором, що спричинив перехід до долароорієнтованої системи.

Відповідь на питання щодо значення відносного розміру економіки у зміцненні статусу резервної валюти можна віднайти у дослідженнях бельгійського економіста Р. Тріффіна, чий висновок зводиться до того, що для забезпечення глобальної ліквідності країна-емітент міжнародної резервної валюти повинна підтримувати дефіцит платіжного балансу. Інакше кажучи, будь-яка країна-емітент резервної валюти повинна бути готовою імпортувати більше, ніж експортувати, наражаючись на ризик того, що тягар зовнішньої заборгованості може підірвати її стабільність.

Ліквідність може бути забезпечена дефіцитом приватного капіталу (як у США в 1960-х рр.), або органами в інших країнах, що емітують зобов'язання в резервній валюті (як, наприклад, в 1970-х). Фактично ж суттєва частка міжнародної ліквідності впродовж останніх двох десятиліть забезпечується зростаючим дефіцитом платіжного балансу США. Відтак, одне з головних питань полягає у спроможності США надалі підтримувати на належному рівні обсяги ліквідних активів. Останнє викликає сумніви, з огляду на прагнення уряду країни ліквідувати дефіцит платіжного балансу. У той самий час, маючи профіцити платіжного балансу, країни, що розвиваються, продовжують накопичувати резерви. Зовнішні зобов'язання США зросли з майже нульової позначки на початку 1990-х до близько 4 трлн дол. у 2008 р., з подальшим скороченням нижче 3 трлн дол. США [3].

З іншого боку, глобальні валютні резерви центральних банків на кінець 2009 р. склали 8,1 млрд дол., з часткою КНР майже 2,4 трлн дол. [3], що достатньо для покриття короткострокової заборгованості дванадцяти найбільших країн, що розвиваються, які утримують свої золотовалютні резерви в доларах США, та одночасного збереження достатнього буферу ліквідності на випадок кризи. Рішення проблеми зростаючої неспроможності США підтримувати резервну валюту, на наш погляд, лежить у двох площинах: у появі однієї чи кількох інших

резервних валют або ж у створенні нової розрахункової одиниці (міжнародної валюти), що управляється наднаціональними органами.

У першому випадку прикладом може бути євро. Однак зоні євро бракує глибоких і широких фінансових ринків, достатньої кількості ліквідних і безпечних активів для задоволення попиту на резерви з боку центральних банків та банківської і фінансової систем. Домінуючу роль євро також обмежено ринком державних облігацій, фрагментованим за національними ознаками, несприятливими демографічними диспропорціями в Європі та анемічним зростанням. А враховуючи вразливість інституційної системи після перегляду Пакту стабільності і зростання, відсутність кредитора останньої інстанції (хоча нинішня криза змусила ЄЦБ діяти одностайно та наповнювати ліквідністю банківську систему шляхом викупу державного боргу країн єврозони), брак централізованої податково-бюджетної політики, можна зробити висновок, що євро самотужки не в змозі виконувати роль міжнародної резервної валюти на кшталт долара США. Крім того, валюти найбільших азійських країн з позитивним сальдо платіжного балансу прив'язані до долара США і ведуть торгівлю переважно в тій же валюті, тому віддають перевагу активам, деномінованим у доларах.

З іншого боку, КНР емітує валюту, яка не є вільно конвертованою повною мірою, а китайським фінансовим ринкам, у тому числі ринку державних боргових зобов'язань, все ще бракує ліквідності і виваженого регулювання. Разом із тим контроль за рухом капіталу та інші нормативні акти продовжують стимулювати стійке зростання валютних резервів КНР в середньому на 10 млрд дол. США щомісяця [1].

Перехід до мультивалютного світу вимагає глибоких інституційних змін в існуючих міжнародних валютних домовленостях, за відсутності яких ризики переходу можуть бути руйнівними. Віднедавна китайська влада спільно з країнами Великої двадцятки поновили дискусії щодо ролі спеціальних прав запозичення (СПЗ). З метою підвищення глобальної ліквідності саміт Великої двадцятки у Торонто підтримав загальний розподіл спеціальних прав запозичення на суму 250 млрд дол. США. Майже 100 млрд дол. отримали країни, що розвиваються, з яких група країн з найнижчим рівнем доходу отримала понад 18 млрд дол. [4]. Для підтримки ліквідності СПЗ МВФ істотно розширив можливості їх добровільної купівлі/продажу в обмін на валюти з кошика СПЗ. Крім того, країни Великої двадцятки свого часу закликали до якнайшвидшої ратифікації Четвертої поправки до Статуту МВФ (чинна з серпня 2009 р.), що передбачає справедливий розподіл СПЗ.

Втім, СПЗ не є валютою у класичному розумінні і не є активами МВФ, однак мають потенціал виконувати роль конвертованої валюти країн-учасниць Фонду. У цьому сенсі СПЗ є формою паперових грошей (або ліквідності), чия пропозиція визначається Радою керуючих МВФ і розподіляється між країнами-членами пропорційно до їхніх квот. Загальний обсяг СПЗ становить 204 млрд (понад 300 млрд дол. США). Найбільший розподіл СПЗ 161,2 млрд відбувся 28 серпня 2009 р., реалізуючи рішення лідерів країн Великої двадцятки щодо провідної ролі МВФ у вирішенні нагальних питань, пов'язаних з глобальною фінансовою кризою [10].

Це збільшило пропозицію СПЗ, чого не достатньо для подолання фундаментальних дисбалансів і забезпечення альтернативи деномінованим у доларах активам у резервах центральних банків. Реформування міжнародної валютної системи шляхом запровадження нової валюти та підтримка інституційного механізму – завдання не прості, проте, збільшення обсягів випуску СПЗ не є достатньою умовою для їх вирішення. Адже питання полягає не лише у переведенні доларових резервів у СПЗ, які підтримуються економіками країн-членів МВФ. Так, для обміну казначейських облігацій США (2 трлн дол.), що містяться в резервах центральних банків, на облігації МВФ, потрібна формальна

підтримка всіх основних членів Фонду. Інакше кажучи, для перетворення СПЗ на альтернативну резервну валюту, потрібно не лише збільшити їх випуск, але й забезпечити додаткову підтримку і механізми регулювання. Тобто необхідно створити «твердий або жорсткий» варіант СПЗ. Крім того, доцільно було б створити новий кошик СПЗ, включивши в нього активи (як, наприклад, золото [2]), вартість яких не корелює суттєво з вартістю складових валют. Враховуючи, що МВФ все ще утримує значні запаси золота, доцільним видається існування кошику СПЗ, частка золота в якому складатиме 20–25%.

За оцінками фахівців Міжнародного фінансового центру Дубаї, до 2025 р. приблизно дві третини резервів центральних банків зберігатимуться в доларах США. При цьому половина цієї суми переведеться в «тверді» СПЗ, тобто СПЗ прив'язані до гібридних кошиків, у тому числі 20% золото, 20% євро, 8% ієна, 30% долар США, 15% юань, 7% інші валюти (індійська рупія, швейцарський франк, британський фунт) (рис. 1).

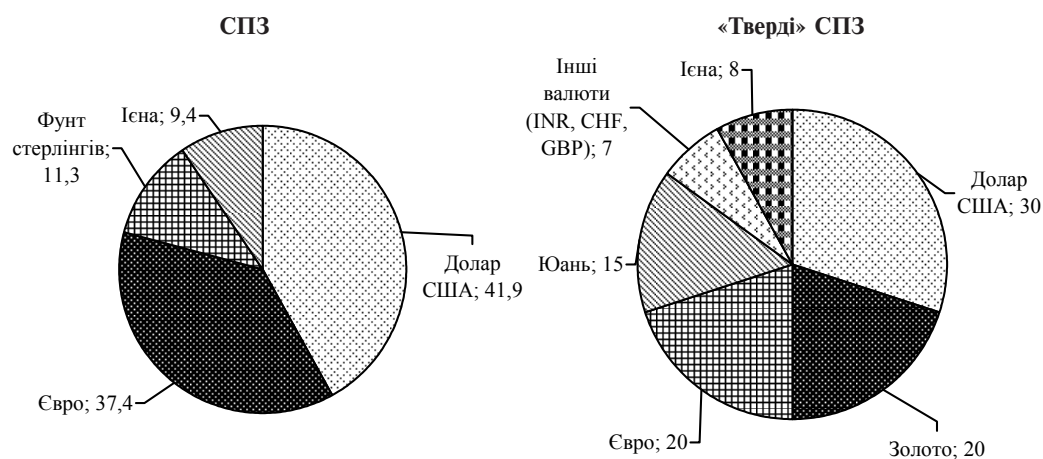


Рис. 1. Склад СПЗ у валютах

Джерело: [8, с. 14].

Вартість золота, необхідного МВФ для підтримки таких зобов'язань, складе приблизно 27 000 метричних тонн золота, якщо ціна залишатиметься фіксованою на рівні майже 1300 доларів США за тройську унцію (приблизно в десять разів більше поточних авуарів і майже рівне загальним золотим резервам центральних банків). Аналогічно, за умови, що половина прогнозованих загальних резервів центральних банків у 2025 р. утримуватимуться в «жорстких» СПЗ, «золотий вміст» останніх дорівнюватиме 42 000 метричних тонн [8, с. 13].

Проте МВФ потрібно лише утримувати частковий золотий запас достатній для обміну золота на вимогу центральних банків за ринковою ціною. Перехід же до такої системи можна прискорити, якщо центральні банки країн з великими доларовими активами візьмуть до уваги репо-характеристики СПЗ і приймуть як гарантію деноміновані в СПЗ цінні папери. Таким чином, їх економіка та банківські системи могли б адаптуватися до багатопольного міжнародного середовища.

**Висновки.** Роль золота як якоря в новій фінансовій архітектурі не можна недооцінювати з таких причин: по-перше, посилення багатопольності сучасного світового господарства; по-друге, статус американського долара як ре-



зервної валюти зумовлює суттєві диспропорції між внутрішньою стабільністю в країні та потребами ліквідності дедалі більш інтегрованого світу; по-третє, в посткризовий період країни з розвинутою економікою стикаються з проблемою державного боргу, а їх уряди, прагнучи ліквідувати заборгованість, не завжди вдаються до непопулярних заходів.

У цілому, міжнародна валютна система як найважливіша складова глобальної фінансової архітектури може базуватися на системі фіксованого (напівфіксованого) обмінного курсу основних валют або ж ринкового плаваючого обмінного курсу (що не виключає втручання центральних банків та навіть «брудних» плаваючих курсів).

Розповсюдженість долара США в цей час можна пояснити потужністю і диверсифікованістю американської економіки, наявністю в країні фінансових ринків відповідних масштабів і ступеня ліквідності. Однак у багатополлярному світі зі зростанням ваги економіки КНР і Єврозони не виключене послаблення його міжнародної ролі. Крім того, посилення ролі інших країн, наприклад, Бразилії, Південної Кореї, ПАР, призведе до ще більш децентралізованої мережі фінансових центрів, що навряд чи залежатимуть виключно від долара США. Втім, навіть у багатополлярному фінансовому світі доцільно було б мати глобальну розрахункову одиницю як якір для міжнародних транзакцій. Таку роль у довгостроковій перспективі могло б відіграти золото як засіб страхування від фінансових потрясінь.

Золото як засіб заощадження для багатьох інвесторів являє альтернативу офіційній валюті. Золото в багатополлярному фінансовому середовищі здатне виконувати якщо не провідну (як у часи золотого стандарту або Бреттон-Вудської системи), то суттєву роль. Одним із варіантів було б включення золота до кошика, що лежать в основі «жорстких» СПЗ. За умови ж посилення ролі валюти МВФ у забезпеченні міжнародної ліквідності чи навіть випуску цінних паперів, виражених в СДР, видається доцільним додати до кошику валют актив, який міг би забезпечити стабільність його вартості. Альтернативою, яка не виключає попередні, було б надання членам МВФ можливості брати кредити, виражені в золоті чи в СПЗ (або поєднання того й іншого).

### Список використаної літератури

1. Резнікова Н.В. Валюта vs золота: що вразливіше під час глобальної кризи? / Н.В. Резнікова // Євроатлантика. – 2011. – № 4. – С. 62–74.
2. Резнікова Н.В. Ринок золота у контурах глобальної валютної нестабільності / Н.В. Резнікова, М.М. Відякіна // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. Науковий журнал. – 2011. – № 6. – С. 33–37.
3. Beyond the Dollar: Rethinking the International Monetary System. Chatham House Report [Electronic resource] / [P. Sabucchi, J. Driffill eds]. – Royal Institute of International Affairs, London, 2010. – Mode of access: <http://personal.lse.ac.uk/chwierot/Images/IMFSurveillance.pdf>
4. Caballero R. Global Imbalances and Financial Fragility / R. Caballero, A. Krishnamurthy // American Economic Review Papers and Proceedings. – 2009. – Vol. 99 (No. 2). – P. 584–588.
5. Evans D. Why Invest in Gold Now? [Electronic resource] / D. Evans. – Mode of access: <http://www.ctgold.com.au/downloadablefiles/why%20Invest%20In%20gold%20now.pdf>
6. IMF Fiscal Monitor Series: Navigating the Fiscal Challenges Ahead [Electronic resource] / International Monetary Fund. – May 14, 2010. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2010/fm1001.pdf>
7. Mold A. Maddison's forecasts revisited: What will the world look like in 2030? [Electronic resource] / A. Mold. – Mode of access: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5708>

8. Saidi N. The Role of Gold in the New Financial Architecture / N. Saidi, F. Scacciavillani // Dubai International Financial Centre (DIFC). – 2010. – Economic Note No. 13. – 19 p.

9. Standard & Poors Indices: [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.standardandpoors.com/indices/main/ru/ru>

10. Truman E.M. The International Monetary System and Global Imbalances [Electronic resource] / E.M. Truman // Peterson Institute for International Economics. – January 2010. – Mode of access: <http://www.iie.com/publications/papers/truman0110.pdf>

*Анализируется потенциальная посткризисная функция золота на глобальных финансовых рынках. Утверждается, что в многополярном мире единственная резервная валюта превращается в бремя для страны-эмитента и риск для мировой финансовой системы. Дискутируется роль золота как инструмента страхования от конкретных рисков, таких как инфляция, финансовая волатильность, а также в качестве международной расчетной единицы и международного резервного актива.*

**Ключевые слова:** золото, международная финансовая система, многополярность, финансовый кризис, резервная валюта, СПЗ.

*The article provides the analysis of prospective post-crisis function of gold in global financial markets. It is argued that in a multipolar world a single reserve currency transforms into a burden for the issuing country and a risk for the global financial system. It examines the role of gold as a hedge instrument against specific risks, such as inflation or financial volatility, and an international unit of account and therefore as an international reserve asset.*

**Key words:** gold, international financial system, multipolarity, financial crisis, reserve currency, the SDR.

*Одержано 15.02.2013.*