

УДК 336.77.01



**Віктор Козюк**, завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету, доктор економічних наук, професор, академік Академії економічних наук України

## ФАКТОР ОЧІКУВАНЬ У ДЕТЕРМІНАЦІЇ ГЛОБАЛЬНОГО КРЕДИТНОГО ЦИКЛУ

*Доводиться онтологічне значення очікувань та системної складності в розгортанні кредитних циклів у глобальній економіці. Стверджується, що симетрія в очікуваннях у фінансовому секторі, реальному секторі та секторі домогосподарств визначає полярні фази кредитного циклу.*

**Ключові слова:** кредитний цикл, фактор очікувань, негативні очікування, позитивні очікування.

Актуалізована глобальною фінансовою кризою проблематика поведінки макрофінансових змінних містить досить нову системну складову — глобальні кредитний та фінансовий цикли, з якими також асоціюється цикл поведінки вартості активів та реальний бізнес-цикл глобального ріння. Попри те, що вивчення питання кредитних циклів має тривалу історію і датується серединою XIX ст., широкий набір питань, пов'язаних із їх факторною зумовленістю, залишається невивченим. Багато в чому цьому сприяло формування панівного тренду макроекономічної науки. Повоєнне кейнсіанство основний акцент робило на інструментах прямого впливу на сукупний попит. Нова класична теорія, пояснюючи циклічні коливання, сконцентрувалась на стохастичних шоках продуктивності та технологічних змінах, які, як вважають, пояснюють навіть короткострокові флуктуації реального випуску. У зв'язку з цим фінансовий сектор випав із ланцюга макропроцесів.

Відновлення інтересу до ролі фінансових факторів циклічних коливань пов'язується як зі становленням глобальної фінансової економіки з чітко артикульованими якісно новими паттернами фінансової інтеграції, так і з посиленням інтересу до пояснення макрофінансових феноменів, що виходять за гносеологічні межі і нової класичної теорії, і нового кейнсіанства. Формування глобальних мереж та структурні зміни у сфері глобального фінансового посередництва привертають увагу до суб'єктивізації та індивідуалізації моделей поведінки, які через підвищення рів-

© В. Козюк. 2012

ня інформаційного метаболізму не виключають, а, радше, інтегрують протилежні поведінкові модальності у вигляді “стадної поведінки”, “слідування за лідером” тощо. Фактор очікувань у складних системах починає відігравати таку саму онтологічну роль, як і традиційні макроекономічні змінні. Невипадково, що з поглибленням глобальної фінансової інтеграції кредитний бум і подальша фінансова дестабілізація супроводжуються ефектами, що не вписуються в традиційні моделі. Аналогічно детермінанти виникнення глобального кредитного буму залишаються не до кінця з’ясованими, особливо через те, що його інтенсивність нерідко визначається інституціональними особливостями фінансової системи та відмінностями в очікуваннях різних секторів економіки, а не виключно макрофінансовими змінними. Враховуючи сказане, дослідження фактору очікувань та системної складності, що є епіфеноменом глобальної фінансової інтеграції, в детермінації кредитного циклу глобального рівня, є актуальним.

Незважаючи на те, що кредитні цикли досліджували ще К. Віксель, М. Туган-Барановський, К. Менгер, Ф. Хаєк, зниження інтересу до них слід пов’язувати зі змінами базових засад теоретичної макроекономіки. Фінансова система як генератор циклічних коливань у категоріях сучасної макротерорії заново переосмислюється у працях неокейнсіанців<sup>1</sup>. Однак відновлення інтересу до проблеми експансії кредиту почало чітко простежуватися в дискусіях щодо глобальних фінансових дисбалансів, зокрема в контексті щільного зв’язку між такою експансією та інфляцією цін на активи. У цьому випадку наголос робиться на тому, що експансія ліквідності, низькі реальні процентні ставки та пошук дохідності є прямими детермінантами передкризового кредитного буму, що був підсилений ефектами проциклічності фінансової системи<sup>2</sup>. Емпірично передкризовий кредитний бум відрізнявся затяжним характером, відсутністю прямих інфляційних наслідків, охоплював значну кількість країн і супроводжувався посиленням зовнішньої нерівноваги платіжних позицій<sup>3</sup>.

На глобальний характер кредитного циклу також вказують багато дослідників, які підкреслюють досить щільний зв’язок між поведінкою кредитних агрегатів, наприклад, у США та інших регіонах світу. Більше того, більшість праць також вказує на реальні наслідки (динаміки ВВП та споживання) глобального кредитного буму та його проциклічний характер<sup>4</sup>. Те, що слідує за кредитним бумом, сьогодні сприймається вже

<sup>1</sup> Bernanke B. *Agency Costs, Collateral and Business Fluctuations* / B. Bernanke, M. Getler // *American Economic Review*. — 1989. — Vol. 79. — P. 14–31; Bernanke B. *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission* / B. Bernanke, M. Getler // *Journal of Economic Perspective*. — 1995. — Vol. 9. — P. 27–48; Bernanke B. *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework* / B. Bernanke, S. Gilchrist // *Handbook of Macroeconomics* / Ed. by J. Taylor and M. Woodford. — 1999. — Vol. 1C. — P. 1341–1393; Bernanke B. *The Financial Accelerator and the Flight to Quality* / B. Bernanke, M. Getler, S. Gilchrist // *The Review of Economics and Statistics*. — 1996. — Vol. 78. — P. 1–15; Stiglitz J. *Towards a New Paradigm in Monetary Economics* / J. Stiglitz, B. Greenwald. — Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

<sup>2</sup> Borio C. *Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness?* / C. Borio, Ph. Lowe // *BIS Working Paper*. — 2004. — № 157. — P. 1–51; Borio C. *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes* / C. Borio, W. White // *BIS Working Paper*. — 2004. — № 147. — P. 1–51.

<sup>3</sup> Mendoza E. *An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data* / E. Mendoza, M. Terrones // *IMF Working Paper*. — 2008. — WP/08/226. — P. 1–50; Hume M. *The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy* / M. Hume, A. Sentence // *Bank of England Discussion Paper*. — 2009. — № 27. — P. 1–60.

<sup>4</sup> Sarquis S. *Global Credit Shocks, Real Interest Rate and Business Cycles in Emerging Economies* / S. Sarquis. — 2007. — P. 1–62; Stolbov M. *International Credit Cycles: A Regional Perspective* / M. Stolbov // *MPRA*. — 2012. — March. — P. 1–23; Xu T.-T. *The Role of Credit in International Business Cycles* / T.-T. Xu // *University of Cambridge and Job Market Paper*. — 2010. — Nov.

досить конвенціонально: фінансова нестабільність, криза надзапозичень, проблема резолюцій щодо установ з високим леведжем, обвал ринку активів та економіки в цілому тощо<sup>5</sup>. При цьому, як глобальна кредитна експансія, так і наступне утворення жорсткого фінансового оточення пояснюються по-різному, засвідчуючи відсутність консенсусу щодо базових структурних характеристик глобальної економіки, що опосередковують прояви високої еластичності у трансмісії експансії кредиту в одних юрисдикціях на поведінку фінансових установ в інших.

Наприклад, зміна модальності глобальної ліквідності у напрямі спроможності банків акумулювати зовнішні зобов'язання сприймається як важливий елемент розриву зв'язку між внутрішнім кредитом в окремій країні і депозитною базою, що може бути мобілізована у ній<sup>6</sup>. Подібно розглядаються фінансові інновації: зниження глобальних процентних ставок та зміни у ставленні до ризику зумовлюються трансформацією моделей рефінансування зобов'язань (сек'юритизація) та значним попитом на складні структуровані продукти. Макропроцеси дедалі більше залежать від суб'єктивного сприйняття ризиків та підходів до їх ідентифікації. Нові моделі рефінансування пасивів фінансових установ посилюють поведінковий характер коливань обсягу кредиту та реальних змінних<sup>7</sup>. Проте успіхи у поширенні нових інструментів багато в чому обумовлюються наявністю достатньо сегментованого глобального фінансового ринку, в якому передкризовий попит на високоризикові інструменти здешевлював вартість формування пасивів, тим самим виступаючи фасилітатором кредитної експансії, як у США, так і в решті світу. Акумулювання банківськими установами з багатьох країн сумнівних активів, асоційованих з іпотечним ринком США, є важливим елементом передкризового кредитного буму та подальшого обвалу динаміки кредитування у світі<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> — P. 1–63; Helbling T. *Do Credit Shocks Matter? A Global Perspective* / T. Helbling, R. Huidrom, M. Ayhan Kose, C. Otrok // *IMF Working Paper*. — 2010. — WP/10/261. — P. 1–38; Borio C. *Global Credit and Domestic Credit Booms* / C. Borio, R. McCauley, P. McGuire // *BIS Quarterly Review*. — 2011. — Sept. — P. 43–57; Avdjiev S. *Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia* / S. Avdjiev, R. McCauley, P. McGuire // *BIS Working Paper*. — 2012. — № 377. — P. 1–28.

<sup>6</sup> Mendoza E. *An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data* / E. Mendoza, M. Terrones // *IMF Working Paper*. — 2008. — WP/08/226. — P. 1–50; Aykut D. *The Cost of Private Debt Over the Credit Cycle* / D. Aykut, J.L. Francis, E. Tereanu // *IMF Working Paper*. — 2010. — WP/10/283. — P. 1–30; Schularick M. *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008* / M. Schularick, A. Taylor // *NBER Working Paper*. — 2009. — № 15512. — P. 1–41; Jorda O. *Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances* / O. Jorda, M. Schularick, A. Taylor. — 2010. — Oct. — P. 1–43; Jorda O. *Leverage, Business Cycles, and Crises* / O. Jorda, M. Schularick, A. Taylor // *NBER Working Paper*. — 2011. — № 17621. — P. 1–37; Schularick M. *140 Years of Financial Crises: Old Dog, New Tricks* / M. Schularick // *Free University of Berlin*. — 2010. — Aug. — P. 1–26.

<sup>7</sup> Shin H.S. *Global Liquidity* / H.S. Shin // *Remarks at the IMF conference "Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis"*. IMF, Wash. (D.C.). — 2011. — March 7–8. — P. 1–9; Shin H.S. *Procyclicality and Monetary Aggregates* / H.S. Shin, K. Shin // *NBER Working Paper*. — 2011. — № 16836. — P. 1–27; *Global Liquidity — Concept, Measurement and Policy Implications* // *CGFS Papers*. — 2011. — № 45. — P. 1–39; *Funding Patterns and Liquidity Management of International Active Banks* // *CGFS Papers*. — 2010. — № 39. — P. 1–48; *The Functioning and Resilience of Cross-Border Funding Markets* // *CGFS Papers*. — 2010. — № 37. — P. 1–30.

<sup>8</sup> Faia E. *Credit Risk Transfers and the Macroeconomy* / E. Faia // *ECB Working Paper*. — 2010. — № 1256. — P. 1–46; Maddaloni A. *Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the US Lending Standards* / A. Maddaloni, J.-L. Peydro // *ECB Working Paper*. — 2010. — № 1248. — P. 1–53; Kara A. *Securitization and Lending Standards: Evidence from the Wholesale Loan Market* / A. Kara, D. Marques-Ibanez, S. Ongena // *ECB Working Papers*. — 2011. — № 1362. — P. 1–38; Durden T. *Vicious Cycles Persist As Global Lending Standards Tighten. 2012* / T. Durden [El. resource]. — URL: [www.zerohedge.com](http://www.zerohedge.com).

<sup>9</sup> Kamin S. *How Did a Domestic Housing Slump Turn into a Global Financial Crisis?* / S. Kamin, L.P. DeMarco // *Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*. — 2010. — № 994. — P. 1–62; Bernanke B. *International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the*

З іншого боку, зміна моделі глобального банківського бізнесу розглядається як фундаментальна складова підвищення вразливості фінансових установ до глобально-центричних шоків, які поширюються каналами багатосторонніх вимог та зобов'язань. Звідси глобальні банківські мережі на фазі експансії ліквідності, маючи значну економію на масштабі та володіючи перевагами у сфері формування пасивів, розігрують кредитний ринок у багатьох країнах, а на фазі стиснення ліквідності перетворюються на структури, що вивозять капітал для підтримки материнських компаній<sup>9</sup>. Так формуються передумови для щільності зв'язку між національними кредитними циклами і глобальним циклом кредиту.

Слід визнати, що поясненням кредитного буму і коливанню в обсягах кредиту загалом, що зосереджені виключно на структурних змінах у глобальному фінансовому середовищі, бракує такої важливої компоненти, як очікування. Причому очікування і у фінансовому, і у реальному секторі, а також у секторі домогосподарства однаково важливі для розуміння механізму, що запускає хвилі кредитної динаміки. Тобто макрочинники (ліквідність, процентні ставки) та структурні фактори (характер функціонування та інституціональні особливості сфери фінансового посередництва) є фундаментальними складовими цього механізму, але вони не можуть вважатися виключними детермінантами флуктуацій кредиту і тим більше їх перетворення на зatoryжні буми й обвали кредитування без очікувань економічних агентів, які перебувають по різні боки "кредитної угоди". Зокрема, фактор очікувань розглядається як важливий елемент міжчасової оптимізації поведінки економічного агента в рамках дослідження різних аспектів реальної конвергенції (встановлення цін, фіскальна політика, зростання вартості активів)<sup>10</sup>. Отже, метою статті є висвітлення онтологічного значення ролі очікувань у генеруванні кредитних циклів, роль яких тим більше зростає з посиленням системної складності (що вміщує процеси глобальної фінансової інтеграції), а також пояснення макрофінансових наслідків різниці в очікуваннях у фінансовому та реальному секторах.

Огляд емпіричних складових глобального докризового кредитного буму (рис. 1) показує чітку тенденцію до швидкого акумулювання банками активів саме тоді, коли акції із підтримки попиту після обвалу ринку нової економіки та подій у Нью-Йорку 2000—2001 рр. переросли у пози-

*United States, 2003—2007 / B. Bernanke, C. Bertraut, S. Kamin, L.P. DeMarco // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2011. — № 1014. — P. 1—38; Bertraut C. ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis / C. Bertraut, L.P. DeMarco, S. Kamin, R. Tryon // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2011. — № 1028. — P. 1—70.*

<sup>9</sup> McCauley R. *The Architecture of Global Banking: From International to Multinational* / R. McCauley, P. McGuire, G. von Peter // *BIS Quarterly Review*. — 2010. — March. — P. 25—37; De Haas R. *Multinational Banks and the Global Financial Crisis: Weathering the Perfect Storm?* / R. De Haas, I. Van Lelyveld // *EBRD Working Paper*. — 2011. — № 135. — P. 1—20; Cetorelli N. *Global Banks and International Shock Transmission: Evidence From the Crisis* / N. Cetorelli, L. Goldberg // *NBER Working Paper*. — 2010. — № 15974. — P. 1—41; Acharya V. *Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007—09* / V. Acharya, Ph. Schnabl // *IMF Economic Review*. — 2010. — P. 1—37.

<sup>10</sup> Роль очікувань у викривленні макрофінансових процесів на прикладі проблеми конвергенції ЄВС представлена у таких працях: Bini Smaghi L. *Addressing Imbalances in the Euro Area* / L. Bini Smaghi // *Central Banker's Speeches*. BIS. — 2011. — Feb. 14 [El. resource]. — URL: [www.bis.org](http://www.bis.org); Alberola E. *Boom, Imbalances and Bust in Europe. Lessons for Shaping a More Stable Monetary Union* / E. Alberola, L. Molina, P. del Rio // *Banco de España*. — 2011. — P. 1—19; Козюк В. *Теоретичний вимір макрофінансових ризиків дивергенції єврозони* / В. Козюк // *Економічна теорія*. — 2011. — № 3. — С. 59—72.

тивні сигнали про подолання проблеми невизначеності<sup>11</sup>. Незважаючи на те, що останню фазу зростання глобального кредитного буму пов'язують з більш тривалим періодом 1990—2000-х рр.<sup>12</sup>, чітко видно, що не зглажені дані вказують на наявність субциклу, з помітним зростаючим трендом накопичення банківських активів у глобальній економіці саме після 2002 р., коли нагромадження глобальних фінансових дисбалансів та експансія глобальної ліквідності стали доступними для верифікації.

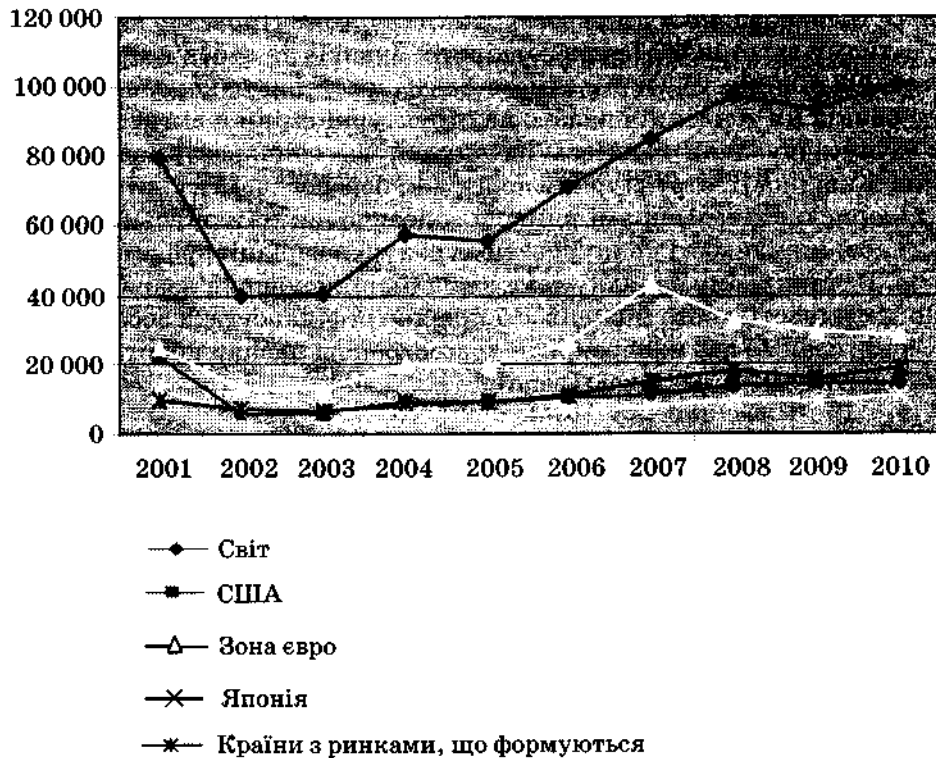


Рис. 1. Глобальні банківські активи (комерційні банки), млрд дол. США\*

\* Побудовано на основі даних IMF Global Financial Stability Report за відповідні роки ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Рис. 1. також вказує на те, що із глобальним кредитним бумом була пов'язана поведінка європейських банків, а також зростання значення банків країн з ринками, що формуються. Незважаючи на те, що фінансовий сектор США і до, і після кризи залишається найбільшим у світі, вклад американських банків у глобальне акумулювання банківських активів є скромним. Але це не применшує вагу внеску альтернативних інституцій-

<sup>11</sup> Так, Т. Адриан та Х.С. Шин констатують, що у фінансовій системі з домінування ринків, а не депозитних банків, одним з найбільш показових індикаторів фінансової експансії є зміна агрегованих показників балансу банківських структур. Вона повністю інкорпорує поведінку фінансових установ щодо кредиту, їх реакцію на зміни вартості активів (як у складі портфелів, так і у вигляді застави), можливості швидкого рефінансування у вигляді операцій repo, що в підсумку дає уявлення про поведінку ліквідності і наближення моменту фінансової крижкості. Див.: Adrian T. Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles / T. Adrian, H.S. Shin // Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance. — 2008. — Vol. 14. — № 1. — P. 1—7.

<sup>12</sup> Hume M. The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy / M. Hume, A. Sentence // Bank of England Discussion Paper. — 2009. — № 27. — P. 1—60.

нальних форм фінансової діяльності (наприклад, інвестиційних компаній) у мультиплікації глобальної ліквідності. Трансформація моделі управління пасивами, з одного боку, розмиває інституціональні контури фінансової діяльності, а з іншого — спотворює традиційну систему кредитування. Мікроекономічний наголос на індивідуальній оцінці позичальників завдяки фінансовим інноваціям та сприятливому макрофінансовому оточенню підміняється орієнтацією на стан ринків у цілому.

Іншим важливим аспектом глобального кредитного буму є зростання обсягів транскордонної діяльності банківського сектору, що виразилось у швидкому зростанні обсягів зовнішніх активів та зобов'язань (також після 2002 р.) (рис. 2). Окрім самого факту зростання закордонної діяльності банків ця тенденція вказує на структурні зміни в активності банків: функціонування банківських мереж, внутрішньофірмові переміщення ліквідності, структурний арбітраж, перерозподіл валютних ризиків за юрисдикціями, прямі ринкові запозичення материнських структур та нові можливості конкурувати за рахунок варіації кредитних стандартів. В останньому випадку така варіація щільно прив'язана до доступу до ліквідності, тобто можливості швидко рефінансувати зобов'язання (сек'юритизація) або ж перекрити довгострокові пасиви короткостроковими операціями із заставою (репо).

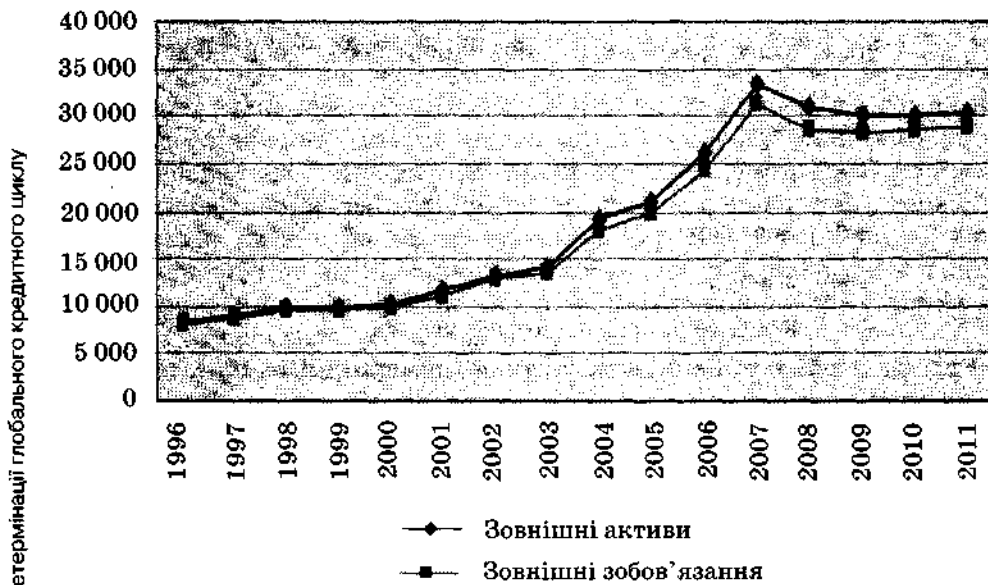


Рис. 2. Зовнішні активи та зобов'язання за міжнародними позиціями банків, що звітують Банку міжнародних розрахунків, млрд дол. США\*

\* Побудовано на основі даних BIS Quarterly Review за відповідні роки ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

Разом із лібералізацією потоків капіталу, модернізацією банківської діяльності та швидким розвитком нових інституціональних форм фінансового посередництва транскордонна експансія банків доповнила картину посилення системної складності глобальної економіки. Кидається у вічі, що зростання тренду глобальних банківських зовнішніх активів та зобов'язань (рис. 2) є більш монотонною функцією порівняно із функцією динаміки банківських активів у цілому (див. рис. 1). Транскордон-

на діяльність банків у глобальних масштабах створює більш потужні стимули для тривалого кредитного буму, ніж виключно національно орієнтована діяльність фінансових установ як у зв'язку з кращими можливостями перерозподіляти ризики, так і у зв'язку з доступністю перерозподілу активів та зобов'язань за юрисдикціями з різними фундаментальними макротенденціями та ступенем фінансової стабільності.

Як і передбачає теорія, наслідком кредитного буму є підвищення рівня, перш за все, заборгованості приватного сектору. Табл. 1 вказує, що підвищення рівня левереджу стає атрибутивною ознакою економіки розвинутих країн. При цьому нагромадження заборгованості у секторі домогосподарств та у реальному секторі можуть рухатись у протилежному напрямі.

**Таблиця 1. Заборгованість сектору домогосподарств та реального сектору, % ВВП\***

Країна	Сектор домогосподарств				Реальний сектор			
	1980	1990	2000	2010	1980	1990	2000	2010
США	52	64	74	95	53	65	66	76
Японія	60	82	87	82	176	215	178	161
Німеччина	59	61	73	64	46	35	91	100
Велика Британія	37	73	75	106	64	88	93	126
Франція	27	46	47	69	99	106	123	155
Італія	6	21	30	53	48	66	96	128
Канада	56	63	67	94	109	106	111	107
Австралія	42	46	74	113	44	82	74	80
Австрія	41	41	47	57	86	78	82	99
Бельгія	35	38	41	56	73	86	136	185
Данія	—	—	95	152	72	78	90	119
Фінляндія	29	48	35	67	101	102	121	145
Греція	8	9	20	65	59	47	51	65
Нідерланди	43	49	87	130	98	119	140	121
Норвегія	—	—	64	94	84	105	148	174
Португалія	15	23	75	106	93	50	114	153
Іспанія	24	41	54	91	120	97	133	193
Швеція	53	61	51	87	109	174	191	196
Медіанне значення	39	47	65	94	85	87	112	126
Зважене середнє	46	60	69	90	79	92	99	113
Середнє	37	48	61	93	85	94	113	128
G7	43	59	65	87	85	97	108	109
Інші розвинуті країни	32	39	58	97	85	93	116	138

\* Cecchetti S. *The Real Effects of Debt* / S. Cecchetti, M. Mohantry, F. Zampolli // *Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25–27 August 2011.* — P. 23–24.

Різностямований рух рівня заборгованості в секторі домогосподарств та реальному секторі виявляє досить серйозну теоретичну проблему. Є різні підходи до пояснення кредитного циклу та кредитного буму в тому розумінні, що останній хоч і є виразною складовою першого, але може мати самостійну етимологію, продиктовану масштабами позикової експансії та кількістю суб'єктів, охоплених нею. Табл. 2 узагальнює погляди основних течій в економічній науці на проблему кредитного циклу та кредитного буму.

Як видно з узагальнень, представлених у табл. 2, фактор очікувань далеко не завжди розглядається з онтологічного погляду, при тому, що в деяких концепціях нової класичної теорії очікування є перманентним механізмом, що робить неефективною економічну політику, в рамках якої простежується конфлікт цілей, навіть якщо він є суто теоретичний (динамічна інконсистентність)<sup>13</sup>. З іншого боку, очікування не можна ігнорувати у процедурі кредитування, оскільки воно за своєю природою передбачає поєднання поточного та майбутнього через позичання і повернення позиченого.

**Таблиця 2. Теоретичні підходи до пояснення кредитного циклу та кредитного буму\***

Підхід	Кредитний цикл	Окремі застереження щодо кредитного буму
Класичний підхід	Кредитний цикл може мати ендегенне походження (розвивається під впливом реального сектору) або екзогенне (вплив монетарних шоків). Централізація грошової емісії через створення центробанку та система золотого стандарту розглядались як засіб запобігти кредитним циклам, що генерувались конкуренцією між банками, що мали право створювати знаки платіжної сили	Кредитний бум — це наслідок спекулятивних очікувань зростання вартості здебільшого активів у майбутньому. Спекуляція щодо одного класу активів може переростати у загальний кредитний бум
Підхід австрійської школи (К. Менгер, Л. фон Мізес, Ф. Хаяк)	Кредитний цикл має ендегенний характер. Причина: відмінна часова структура капіталу в різних секторах, внаслідок чого різні економічні агенти по-різному реагують на цінні сигнали та інтерпретують їх значення для здійснення капітальних витрат. Фаза зростання виникає тоді, коли значна частина економічних агентів збільшує попит на фінансування інвестицій з допомогою підвищення левереджу	Переростання звичайного кредитного циклу у бум можливе тільки завдяки монетарним передумовам, асоційованим із безконтрольною грошовою пропозицією

В. Козюк. Фактор очікувань у детермінації глобального кредитного циклу

<sup>13</sup> *Kydland F. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans / F. Kydland, E. Prescott // Journal of Political Economy. — 1977. — 85 (3). — P. 473—492.*



## Продовження табл. 2

Підхід	Кредитний цикл	Окремі застереження щодо кредитного буму
Теорія дефляції боргу І. Фішера	Кредитний цикл є наслідком коливань рівня інфляції/дефляції у межах ділового циклу, яка перерозподіляє вигоди між кредиторами і позичальниками	Основний акцент не на кредитному бумі, а на тому, що під час спаду дефляція зменшує платоспроможність, оскільки номінально борг залишається незмінним, а його відносна вартість, виражена у вартості товарів, зростає
Дж.М. Кейнс	Кредитний цикл є прямим наслідком того, що у фазах коливань ділової кон'юнктури економічні агенти підвищують рівень левериджу, а потім знижують його. Звідси рівень левериджу є проциклічним фактором	Перетворення фази зростання кредитного циклу на бум часто є вірогідним із психологічного погляду. У ринковій економіці економічним агентам властивий тваринний дух (animal spirit)
Пост-кейнсіанство (Х. Мінські, Ч. Кіндлбергер)	Кредитний цикл ендогенний і пов'язаний з появою нових позитивних сигналів на майбутнє. Зміни в характері фінансування бізнесу (від хеджованого фінансування до понзі-фінансування) можуть бути спонтанними або реакцією на зміни в умовах ліквідності. Періоди фінансової стабільності можуть припинитись навіть завдяки зміні спонукальних мотивів у фінансовому секторі, що прагне збільшити частку ринку	Кредитний бум здебільшого супроводжується спекуляцією, але в його основі — поєднання умов ліквідності з явною переоцінкою майбутнього. Переростання фази ейфорії у фазу манії репрезентує психологічний відбиток кредитного буму
Монетаризм (М. Фрідмен, Ч. Каган, А. Мельцер, К. Брюннер)	Кредитний цикл екзогенний. Спадна фаза та подальша криза зумовлюються зниженням рівня показника депозита до вільних резервів, що призводить до зменшення запасу грошей в економіці. Фаза зростання кредитного циклу асоційована із монетарним шоком: падіння процентних ставок заохочує попит на кредити і зростає вартість активів угору	Кредитний бум спеціально не розглядається, оскільки в монетаристській теорії портфеля гроші еквівалентні кредиту. Зростання попиту на гроші передається вартості активів навіть без істотного зростання обсягів кредиту. Таке зростання можливе тільки у короткостроковому періоді, доки вартість активів не зрівноважить новий попит на гроші

В. Козюк. Фактор очікувань у детермінації глобального кредитного циклу

Продовження табл. 2

Підхід	Кредитний цикл	Окремі застереження щодо кредитного буму
Нове кейнсіанство (Б. Бернанке, М. Джетлер, С. Гілчрист)	Діловий цикл є наслідком поєднання реального бізнес-циклу та негнучкості окремих цін. Проте циклічні зрушення можливі завдяки “фрікціям” у фінансовому секторі. Основою кредитного циклу є коливання величини “фінансового акселератора”. Тобто коливання вартості активів впливають на обсяги кредиту. Так само стан балансу економічних агентів реального та фінансового секторів, не збігаючись, може призводити до коливань обсягів кредиту в часі. Зміна кредитних стандартів пристосовується до зміни вартості активів, створюючи новий трансмісійний канал — канал вартості застави, що функціонує за межами коливань процентних ставок	Прямої застережень щодо кредитного буму немає, оскільки економічні агенти здебільшого розглядаються як раціональні. Імперфекції фінансової системи є такими самими факторами циклу, як і негнучкість цін та зарплат
Поведінкова економіка (Д. Канеман, Р. Шіллер, А. Тверські)	Кредитний цикл є скоріше похідним від циклу вартості активів. Але когнітивні проблеми (нездатність обробити весь масив інформації для раціонального вибору) поруч із стадною поведінкою та надмірною довірою породжують зміни в кредитній динаміці безвідносно до екзогенних шоків	Кредитний бум уможливлюється внаслідок поєднання різного набору психологічних факторів: переоцінка майбутнього через оптимізм, слідування за лідером чи авторитетом, когнітивні дисонанси, спекулятивний азарт тощо
Інституційно-інформаційні підходи (Дж. Стігліц, Р. Райан, Е. Мендоза, Дж. Сорос)	В основі кредитного циклу — інституційні фактори (структури управління, ієрархії, системи контролю, спонукальні мотиви) та інформаційні (асиметрія інформації, трансакційні витрати пошуку додаткової інформації тощо). Неявні гарантії та провали координації також сприяють коливанню обсягу кредиту. Інституційні імперфекції найперше позначаються на кредитних стандартах та трансакційних витратах моніторингу якості позичальника, які, не будучи гомогенними в часі, призводять до коливань в обсягах кредиту	Кредитний бум є яскравим вираженням найбільш радикальних інституційних спотворень та інформаційних провалів

Закінчення табл. 2

Підхід	Кредитний цикл	Окремі застереження щодо кредитного буму
Підхід “нового середовища” (К. Боріо, Е. Філардо, В. Вайт)	Кредитний цикл хоч і залежить від поведінки ліквідності і середовища процентних ставок, але може розвиватися за власною логікою. Він найбільше пов’язаний із циклом вартості активів, пошуком доходності та випадками дефляції, обумовленої позитивними шоками продуктивності. Зміни в регуляторних режимах та режимах політики також важливі. Однак експансія кредиту неодмінно пов’язана з експансією ліквідності та поведінкою ЦБ. Коливання вартості активів є похідною кредитного циклу, а не навпаки, як передбачає модель “фінансового акселератора”	Кредитний бум є наслідком поєднання експансії ліквідності, зтяжненого підтримання низьких процентних ставок, що породжують пошук доходності. З певного моменту вартість активів та експансія кредиту прискорюють одне одного, що особливо небезпечно в умовах поширення фінансових інновацій та неадекватної інтерпретації ризиків дефляції з боку ЦБ

\* Складено за: Hume M. *The global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy* / M. Hume, A. Sentence // *Bank of England Discussion Paper*. — 2009. — № 27. — P. 1–60; Mendoza E. *An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data* / E. Mendoza, M. Terrones // *IMF Working Paper*. — 2008. — WP/08/226. — P. 1–50; Borio C. *Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness?* / C. Borio, P. Lowe // *BIS Working Paper*. — 2004. — № 157. — P. 1–51; Knoop T. *Modern Financial Macroeconomics: Panics, Crashes, and Crises* / T. Knoop. — Blackwell Publishing, 2008. — 274 p.; Akerlof G. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* / G. Akerlof, R. Shiller. — Princeton: Princeton University Press, 2009. — 230 p.; Bernanke B. *The Financial Accelerator and the Flight to Quality* / B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist // *The Review of Economics and Statistics*. — 1996. — Vol. 78. — P. 1–15; Rajan R. *Has Financial Development Made the World Riskier?* / R. Rajan // *NBER Working Paper*. — 2005. — № 11728. — P. 1–45.

Однак наявність позичальника і кредитора як відокремлених економічних одиниць не виключає, що очікування кожного з них ґрунтуються на різних детермінуючих силах. Це тим більш очевидно, коли йдеться про складно диференційовану економічну структуру, у якій економічні агенти, що функціонально позичають, і економічні агенти, що функціонально пред’являють попит на позики, тим самим приймаючи зобов’язання з виплат у майбутньому, агрегуються в сектори. Процентні ставки не будуть сприйматися однаково такими функціонально відокремленими секторами, навіть попри те, що вони теоретично мають презентувати рівновагу на ринку. Наприклад, для фінансового сектору процентні ставки — це не тільки відсоток за активними операціями, а також вартість капіталу та фактор впливу на ринкову ліквідність і схильність до ризику. Для позичальників це не тільки вартість капіталу та величина майбутніх виплат, а також елемент аналізу альтернативних сценаріїв, або ціна втрачених можливостей. Це найбільш актуально, коли йдеться про вартість активів<sup>14</sup>. Тобто попри фундаментальну важливість процентних

<sup>14</sup> Приклад. Зниження ставок заохочує зростання вартості активів. Якщо економічні агенти усвідомлюють це, то попит на активи може реалізуватися за більш високих ставок, оскільки погоджені в теперішньому моменті майбутні виплати за вищими ставками меншої суми можуть виявитися вигіднішими, ніж відстрочені на невизначений термін через очікування більш вигідних ставок вірогідно нижчі виплати, але значно більшої суми. Іншими словами, попит на активи може зростати зі зростанням вартості активів. І якщо процентні ставки знижуються, то це не тільки підвищує попит на активи у зв’язку з дешевшими кредитами, а також через те, що зростання вартості активів у майбутньому зробить недоступною опера-

ставок для досягнення макроекономічної рівноваги обмін активами та зобов'язаннями як апріорі міжчасовий процес вбирає в себе значно ширший набір факторів<sup>15</sup>.

Вихід за межі процентних ставок в поясненні рівноваги на кредитно-му ринку, зроблений в рамках моделей “фінансового акселератора” та “раціонування кредиту”, чітко засвідчує наявність інституціонально зумовленої інтерпретації макро- та мікронаслідків спроможності позичати і брати позику (стан балансів у банківському та реальному секторі, вартість застави тощо)<sup>16</sup>. Утім така інтерпретація занадто сильно прив'язана до поточного моменту і, принаймні експліцитно, не є такою, що спирається на очікування майбутнього (*forward looking*) та вірогідність їх асиметрії в реальному та фінансовому секторах. Так само це стосується кредитних стандартів, які, окрім процентних ставок, впливають на кредитний цикл через зміни в оцінках та моніторингу якості позичальника, його кредитоспроможності. Але в указаних теоретичних конструкціях також немає експліцитних застережень, чи вони змінюються під впливом сил на боці позичальників, чи на боці кредиторів.

Поза цим, інституціональні теорії фінансового посередництва заклали шлях для розуміння відмінностей у поведінці кредиторів і позичальників, а також того, що у кожному із секторів діють специфічні обмежувачі, спонукальні мотиви і регулятори поведінки, внаслідок чого рівноважні процеси, виражені процентними ставками, втрачають свою виключність з позиції динамічної міжчасової взаємодії. Це чітко засвідчує проблема низьких процентних ставок на різних фазах циклу. Наприклад, в умовах експансії ліквідності зниження процентних ставок заохочує кредит також через послаблення кредитних стандартів. Але за співмірних ставок в умовах фінансової нестабільності після кризи навіть створення ліквідності центробанком не гарантує реанімацію кредиту через жорсткіші кредитні стандарти.

Однак, такий підхід не до кінця пояснює, чому навіть за збереження тих самих формальних і неформальних обмежень у поведінці економічних агентів у реальному та фінансовому секторах обсяги кредиту можуть суттєво флуктувати. Це означає, що кредитний цикл визначається не тільки коливанням процентних ставок та кредитними стандартами разом із вартістю застави і станом балансів позичальників та позикодавців, а також тим, наскільки збігається в кожен конкретний момент готовність до міжчасового обміну активами й зобов'язаннями, які через конкуренцію підштовхуватимуть не тільки процентні ставки, але й кредитні стандарти до певного рівноважного значення.

цію взагалі, якими б вигідними не були умови кредиту. Тобто попит на активи може бути спекуляцією щодо майбутньої неспроможності його задовольнити.

<sup>15</sup> Важливість процентних ставок, але не тільки їх для пояснення економічної динаміки, стабільності цін та зайнятості досить ґрунтовно пояснив ще К. Віксель. Догматичне сприйняття рівня ставок як панівного фактора попиту в економіці, вираженого через обернений зв'язок між ними та інвестиціями, чітко продемонстрували дискусії між Ф. Хаєком та Дж. Кейнсом, а пізніше — між М. Фрідменом та кейнсіанцями. Твердження Фрідмена, що економіка може зростати за будь-якого рівня процентних ставок, багато в чому надихнуло представників теорії реального бізнес-циклу, в основу поведінки якого покладені стохастичні шоки продуктивності й очікувана віддача від інновацій. Іншими словами, у випадку позитивного шоку продуктивності економіка може зростати зі значними інвестиціями за високих ставок (США впродовж 1990-х рр.), а у разі негативного економіка не буде зростати навіть за мізерних ставок (Японія у цей самий період).

<sup>16</sup> Огляд цих теорій див.: Knoop T. *Modern Financial Macroeconomics: Panics, Crashes, and Crises* / T. Knoop. — Blackwell Publishing, 2008. — 274 p.

Поведінкова теорія пропонує в цьому випадку застосовувати поняття довіри як психологічного ерзацу господарської практики, що має далекосяжні наслідки у вигляді рівня ліквідності ринку, трансакційних витрат, швидкості укладання угод<sup>17</sup>. Утім, якщо такий підхід і спроможний пояснити маргінальні випадки відвертого спекулятивного буму та глибокого депресивного спаду в категоріях ірраціоналізму, то поєднання їх із ординарними процесами розгортання кредитних циклів у їх повноті й різноманітності не виглядає переконливим. Наприклад, довіра між партнерами може існувати, а макроекономічних передумов для кредитної експансії може не бути, що навряд чи залишиться непоміченим і позичальником, і кредитором.

Звідси очікування як раціональна реакція на доступний інформаційний контент інкорпорує довіру (виражену через ставлення та оцінку), евристику сприйняття макрофінансових процесів та готовність приймати релевантні прогнози майбутнього. Іншими словами, очікування є більш інтегральними, порівняно з іншими схемами реакцій економічного агента і впливовішими щодо визначення параметрів кредитного циклу, оскільки спираються на раціональну обробку доступної макроекономічної інформації, коректуються інституціональними рестрикціями, прийнятими фінансовими практиками та стимулами, які можна віднести до поведінкових. Оскільки сектор позичальників та сектор кредиторів функціонально та інституціонально відокремлені, то циклічні зміни в агрегованій динаміці кредиту мають також спиратись і на очікування в кожному із цих секторів. Протікання кредитного циклу та зміна його фаз мають суттєво обумовлюватися тим, наскільки очікування у реальному секторі (включно із сектором домогосподарств) та у фінансовому мають збігатися або не збігатися.

Попри те, що модель раціональних очікувань в чистому вигляді не допускає їх неоднорідності за різними групами економічних агентів<sup>18</sup>, слід визнати, що, навіть зберігаючи фундаментальні ознаки раціональності, вони можуть суттєво відрізнитися за секторами (наприклад, австрійська школа не заперечує, а, навпаки, підкреслює значення таких розбіжностей у поясненні циклів). Варто зазначити, що ця проблема безпосередньо стосується відомого економічній науці феномену розбіжності реальних та фінансових циклів (експлікація якого дає змогу виявляти кредитний цикл, цикл вартості активів, цикл левереджу тощо). Однак найбільш суттєвим є те, що наявність розбіжності у таких циклах також спирається на асиметрії в очікуваннях, а коінтеграція таких циклів не можлива без того, щоб очікування в секторах позичальників та кредиторів не збігалися. Слід виділити такі причини розбіжностей в очікуваннях цих секторів.

Вплив монетарної політики на вказані сектори різниться. Наприклад, з емпіричних робіт щодо аналізу впливу монетарної політики на поведінку фінансових посередників відомо, що обмежувальні заходи від-

<sup>17</sup> Досить повний виклад ролі довіри в аналізі взаємозв'язків між фінансовим сектором та іншими секторами та того, як вона спроможна вплинути на кредитний бум див.: Akerlof G. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* / G. Akerlof, R. Shiller. — Princeton: Princeton University Press, 2009. — 230 p.

<sup>18</sup> Слід відзначити, що в новій класичній моделі кривої Філіпса, запропонованій Р. Лукасом, допускається, що раціональні економічні агенти у короткостроковому періоді можуть не розрізняти підвищення попиту на товар власного виробництва, обумовлений секторними факторами, та агреговане зростання цін.

чутніше впливають на пропозицію кредитів, аніж на попит<sup>19</sup>. Причому пристосування фінансового сектору до нових рівноважних умов на грошовому ринку відбувається не тільки за рахунок процентних ставок, а також і з допомогою кредитних вимог. Звідси позитивні очікування у реальному секторі, наприклад, пов'язані із позитивним шоком продуктивності, можуть не збігатися з очікуваннями у фінансовому секторі, якщо останній сприймає обмежувальну політику центробанку як сигнал нагромаджувати макроекономічні ризики чи попередження про вірогідність і подальшу рестрикцію ліквідності з антиінфляційних міркувань.

Збіг очікувань як реакція на монетарну політику може засвідчувати протилежну ситуацію. Ставлення до ризику як реакція на тривалий період підтримання того чи іншого режиму політики є прикладом цього<sup>20</sup>. Вірогідність симетрії в цих очікуваннях є високою, коли економічні агенти однаково інтерпретують поведінку центробанку і не стикаються із періодом структурних змін, впродовж яких така поведінка може змінюватись. Докризова епоха Great Moderation (затухання ділового циклу, цінова стабільність, відсутність різких рухів у векторі макрополітики, передбачуваність та довіра до центробанків) продемонструвала, як затяжний період підтримання низьких процентних ставок сформував посилення ризикової поведінки<sup>21</sup>. Втім така інтерпретація є наслідком ретроспекції, коли якісна характеристика минулих подій дається з позиції вже набутого досвіду, зокрема, на основі цих самих подій. Звуження spreadів за інструментами з різним рівнем ризику є індикатором підвищення схильності до ризику. Однак це не більше, ніж наслідок того, що учасники обміну вимог на зобов'язання однаково трактували майбутнє з позиції своїх тогочасних очікувань. Збереження помірних дисперсій spreadів вказуватиме на те, що очікування будуть асиметричними, а поява значних дисперсій — що очікування симетричні, але негативні.

Іншим фактором, що породжує асиметрії в очікуваннях, є наявність неоднорідного інституціонального середовища і серед позичальників, і серед кредиторів, що особливо наглядно демонструють випадки, коли економічне зростання має яскраво виражений секторний характер (здебільшого експортний). Раціональною реакцією буде чітке ранжування секторів як позичальників. Чим менш вираженим буде ефект Баласи — Самуельсона, тим більш адекватною буде оцінка перспектив секторів, що мають відмінний рівень залученості у міжнародну торгівлю. В цьому

<sup>19</sup> Огляд таких емпіричних праць див.: *The Policy Implications of Transmission Channels between the Financial System and the Real Economy* // *Basel Committee on Banking Supervision*. — 2012. — № 20. — P. 1–29.

<sup>20</sup> Сьогодні ставлення до ризику вже сприймається як окремий канал в трансмісійному механізмі монетарної політики. Про схильність до ризику у зв'язку із затяжним періодом процентних ставок див.: *Maddaloni A. Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the US Lending Standards* / A. Maddaloni, J.-L. Peydro // *ECB Working Paper*. — 2010. — № 1248. — P. 1–53; *Gambacorta L. Monetary Policy and the Risk-taking Channel* / L. Gambacorta // *BIS Quarterly Review*. — 2009. — Dec. — P. 43–53; *Nicolo De G. Monetary Policy and Risk Taking* / G. Dell'Ariccia, L. Laeven, F. Valencia // *IMF Staff Position Note*. — 2010. — SPN/10/09. — P. 1–21; *Altundas Y. Does Monetary Policy Affect Banking Risk-taking?* / Y. Altundas, L. Gambacorta, D. Marques-Ibanez // *BIS Working Paper*. — 2010. — № 298. — P. 1–35.

<sup>21</sup> Приклад того, як макромоделі нового кейнсіанства сформували інтелектуальну ілюзію довкола цієї епохи, що охопила понад 10 років (з середини 1990-х), і те, які це мало наслідки для викривлень в теоретичній інтерпретації зв'язків між монетарною політикою, фінансовим сектором та реальним бізнес-циклом див.: *Borio C. Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters?* / C. Borio // *BIS Working Paper*. — 2011. — № 353. — P. 1–17; *Borio C. Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward* / C. Borio // *BIS Working Paper*. — 2011. — № 354. — P. 1–37.

випадку сильний ефект Баласи — Самуельсона, підштовхуючи до послаблення такого ранжування, може призводити до переоцінки перспектив сектору, що не продукує блага для міжнародної торгівлі, заохочуючи надкредитування в економіці в цілому. Брак інституціональної дисципліни серед фінансових установ заохочуватиме розширення кредитування секторів із завищеними очікуваннями. Здебільшого кредитний бум, що виникає у зв'язку з невиправданим доступом до позик сектору, не пов'язаного з початковим імпульсом щодо зростання, завершується подвійною кризою (фінансово-банківська криза і валютна). З іншого боку, якщо структура економіки така, що у зв'язку з характером виробничих та сервісних ланцюгів імпульс секторного зростання мультиплікує зростання в суміжних галузях, очікування також можуть швидко ставати однорідними. Однак, якщо така мультиплікація залишатиметься слабкою, то і очікування можуть зберігати асиметричний характер.

**Шоки продуктивності.** В разі, коли економіка стикається із позитивним шоком продуктивності підвищення попиту на нові інвестиції є закономірним явищем. Утім далеко не завжди реальний та фінансовий сектори симетрично реагують на технологічні зрушення. Якщо позитивний шок продуктивності однаково сприймається секторами, виникає висхідна траєкторія здорового кредитного циклу, ознаками якого буде щільний зв'язок між підвищенням левереджу у секторі виробників та інвестиціями в основний капітал. Однак, якщо з різних причин фінансовий сектор неспроможний відреагувати позитивно на такий шок, то оновлення основного капіталу відбуватиметься без підвищення левереджу, або навіть за зниження<sup>22</sup>. Аналогічно буде ситуація, коли фінансовий та реальний сектори матимуть відмінні уявлення про те, чи шок продуктивності є перманентний, чи транзитивний.

Деяко іншою є ситуація, коли поруч із позитивним шоком продуктивності з'являється підвищувальний тренд реальної зарплати. Оскільки рівноважність такого тренду може по-різному оцінюватись у фінансовому та реальному секторах, підвищення платоспроможності і, відповідно, попит на кредити навряд чи сприйматимуться однаково кредиторами та позичальниками. Аналогічно, підвищувальний тренд реальної заробітної плати у випадку, коли шок продуктивності є транзитивний, може швидко закінчитись рецесією. Якщо б фінансовий сектор активно кредитував домогосподарства, рецесія б супроводжувалась фінансовими стресами, і навпаки. Якщо ж шок є перманентний, підвищення зарплати рівноважне, а фінансовий сектор стає активним кредитором, то можна спостерігати формування траєкторії досить здорового кредитного буму. Як вказують Е. Мендоза та М. Терронез, поєднання підвищення продуктивності факторів із кредитним бумом тільки іноді закінчується кризою<sup>23</sup>.

**Фінансові інновації та загальний стан фінансового ринку.** Це специфічний випадок, коли через структурні та інституціональні зміни у фі-

<sup>22</sup> Після Азійської кризи більшість компаній Азійського регіону, що здійснювали технологічну модернізацію у відповідь на нові можливості у сфері підвищення факторної віддачі, уникали збільшення заборгованості. Японські корпорації продовжували знижувати співвідношення між запозиченими коштами та власним капіталом упродовж майже 20 років (Coulibaly B. *The Asian Financial Crisis, Uphill of Capital, and Global Imbalances: Evidence from a Micro Study* / B. Coulibaly, J. Millar // *The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*. — 2008. — № 942. — P. 1—26).

<sup>23</sup> Mendoza E. *An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data* / E. Mendoza, M. Terrones // *IMF Working Paper*. — 2008. — WP/08/226. — P. 1—50.

нансовому секторі у нього з'являються можливості знижувати процентні ставки та змінювати моделі оцінки ризиків<sup>24</sup>. Нові можливості у сфері ре-фінансування пасивів, підвищення ліквідності активів, що торгуються на ринку, інновації у підходах до розподілу і трансферу ризиків означають, що позитивні очікування майбутнього більше стосуватимуться фінансового сектору. Якщо у реальному секторі такі самі очікування і вони пов'язані з рівноважними процесами, ситуація нагадуватиме здоровий кредитний бум. Але якщо у реальному секторі інша картина (зростання цін на первинні ресурси, посилення конкуренції, невизначеність щодо майбутнього вектора технологічного розвитку тощо), то фінансові інновації скоріше спонукатимуть до пошуку дохідності та ризикової поведінки. Невипадково, що саме із фінансовими інноваціями пов'язують докризовий бум на ринку приватної нерухомості. Зростання її вартості посилює зміщення у бік споживання та підвищення левереджу у секторі домогосподарств. Аналогічно, як видно з табл. 1, динаміка заборгованості у реальному секторі та секторі домогосподарств мала протилежний вектор (найбільшою мірою це властиве Нідерландам). Зміни на ринках нерухомості також суттєво можуть впливати на перерозподіл кредиту з реальних інвестицій у напрямку придбання некомерційних активів. Імпліцитні та експліцитні гарантії уряду нерідко формують профіль циклу вартості нерухомих активів, який не збігається з реальним бізнес-циклом<sup>25</sup>.

Зміна моделі фінансового посередництва аналогічно впливає на очікування у фінансовому секторі. Так, підвищення значення банківського та пара-банківського сектору в системі грошової пропозиції трансформує природу ліквідності, підвищує значення грошового мультиплікатора і послаблює залежність спроможності надавати позики від політики центробанку. Утвердженню позитивних очікувань сприяє те, що за змінами в грошовій пропозиції слідує зростання вартості активів, що швидко передається кредитній експансії через ефекти доходу та ліквідності<sup>26</sup>. За зростанням вартості активів та експансією ліквідності, як правило, слідує реальні наслідки — поява позитивного ВВП-розриву<sup>27</sup>, який тільки посилює очікування у фінансовому секторі і з певним лагом перетворюється на каталізатор позитивних очікувань в реальному секторі. У випадку, коли фінансова експансія не має інфляційних наслідків, кредитний бум та зростання вартості активів підсилюють одне одного<sup>28</sup>. Це най-

<sup>24</sup> Bordo C. *The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations* / C. Bordo // *BIS Working Paper*. — 2008. — № 251. — P. 1–28; Black L. *The Bank Lending Channel of Monetary Policy and Its Effect on Mortgage Lending* / L. Black, D. Hancock, W. Passmore // *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*. — 2010. — № 39. — P. 1–38; Faia E. *Credit Risk Transfers and the Macroeconomy* / E. Faia // *ECB Working Paper*. — 2010. — № 1256. — P. 1–46.

<sup>25</sup> *The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy. Chapter 3* // *IMF World Economic Outlook*. Wash. (D.C.): IMF. — 2008. — Oct. — P. 1–30.

<sup>26</sup> Adrian T. *Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles* / T. Adrian, H.S. Shin // *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*. — 2008. — Vol. 14. — № 1. — P. 1–7; Amisano G. *Enhancing Monetary Analysis* / G. Amisano, A. Beyer, M. Lenza // *ECB Research Bulletin*. — 2010. — Nov. — P. 1–8; *The Supply of Money — Bank Behavior and the Implications for Monetary Analysis* // *ECB Monthly Bulletin*. — 2011. — Oct. — P. 63–79.

<sup>27</sup> Nicolò De G. *Global Liquidity, Risk Premiums and Growth Opportunities* / De G. Nicolò, I. Ivaschenko // *IMF 9<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF Wash. (D.C.)*. — 2008. — Nov. 13–14. — P. 1–41. Огляд емпіричних підходів щодо передбачуваності поведінки реального випуску на основі індикаторів стану фінансового сектора див.: *The Predictive Content of Financial Cycle Measures for Output Fluctuations* // *BIS Quarterly Review*. — 2011. — June. — P. 53–65.

<sup>28</sup> Слід відзначити, що в економічній літературі немає єдності щодо того, що є первинним — зміни в обсягах кредитування чи зростання вартості активів. Серед останніх до-



більше стосується будівництва, із збільшенням обсягів якого пов'язується відчутна частка зростання банківських активів<sup>29</sup>. Взаємозв'язок між моделлю банківського бізнесу (який стає дедалі більш чутливим до загальних ринкових тенденцій, а не до пропозиції депозитів, внаслідок глобальних запозичень на відкритих ринках), з одного боку, і ставленням до оцінки кредитних ризиків, процедурами оцінки позичальників і, в підсумку, пропозицією кредитів, з іншого боку, також добре задокументований<sup>30</sup>. Він засвідчує, що поява нових можливостей у секторі фінансового посередництва може швидко змінити поведінку та очікування щодо зростання попиту на спекулятивні операції з нерухомістю та підвищення споживання, граничний приріст якого щодо перманентного доходу засвідчує готовність приймати ризики пересічною приватною особою.

Накладання очікувань вказаних секторів даватиме уявлення про те, якими будуть фази кредитного циклу і їх макрофінансові наслідки (табл. 3).

Незважаючи на те, що вказані причини потенційних розбіжностей в очікуваннях у реальному та фінансовому секторі розглядалися в контексті глобальних зрушень, методологічно вони інтерпретувалися в координатах закритої економіки. В економіці з глобальними зв'язками ситуація буде суттєво ускладнюватись, оскільки додаються потоки капіталу, зміна валютних курсів, платіжні дисбаланси та глобальні ланцюжки створення вартості. Поєднання очікувань секторів із рухом капіталу дозволяє побачити, що переведення моделі, представленої у табл. 3, у координати відкритої економіки, означає появу відмінних статусів фінансової системи з позицій підтримання тієї чи іншої платіжної позиції (табл. 4).

З табл. 4 видно, що глобальна інтеграція суттєво розширює зони фінансової взаємодії, у межах яких формуються кредитні вимоги та зобов'язання. Завдяки транскордонному характеру фінансової діяльності та новим можливостям приватного інвестування за кордон глобальний кредитний цикл відрізнятиметься від національного.

#### Особливості кредитного циклу в глобальній економіці:

1. Компенсація асиметричного щодо очікувань майбутнього балансу заощаджень та інвестицій на рівні окремої країни буде залежати від того, наскільки еластично фінансові установи та корпорації-позичальники зможуть збільшувати свої зовнішні зобов'язання, а фінансові установи закордону — зовнішні вимоги. Така еластичність детермінується як ступенем глобальної фінансової інтеграції, падінням трансакційних витрат

сліджень зростання вартості активів як тригер експансії кредиту (як в моделі "фінансового акселератора") емпірично підтверджують: Pouvelle C. *Bank Credit, Asset Prices and Financial Stability: Evidence from French Banks* / C. Pouvelle // *IMF Working Paper*. — 2012. — WP/12/103. — P. 1—40. Протилежна позиція: Bayoumi T. *Reversing the Financial Accelerator: Credit Conditions and Macro-Financial Linkages* / T. Bayoumi, R. Dartus // *IMF Working Paper*. — 2011. — WP/11/26. — P. 1—36.

<sup>29</sup> Aizenman J. *Financial Sector Ups and Downs and the Real Sector: Big Hindrance, Little Help* / J. Aizenman, B. Pinto, V. Sushko // *NBER Working Paper*. — 2011. — № 17530. — P. 139.

<sup>30</sup> Cetorelli N. *Banking Globalization, Monetary Transmission, and the Lending Channel* / N. Cetorelli, L. Goldberg // *IMF 9<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF Wash. (D.C.), Nov. 13-14, 2008*. — P. 1—39.; Ibanez D.M. *Banks, Credit and the Transmission Mechanism of Monetary Policy* / D.M. Ibanez // *ECB Research Bulletin*. — 2009. — № 8. — P. 2—5; Black L. *The Bank Lending Channel of Monetary Policy and Its Effect on Mortgage Lending* / L. Black, D. Hancock, W. Passmore // *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*. — 2010. — № 39. — P. 1—38; Gambacorta L. *The Bank Lending Channel: Lessons from the Crisis* / L. Gambacorta, D. Marquez-Ibanez // *BIS Working Paper*. — 2011. — № 345. — P. 1—36.

**Таблиця 3. Наслідки симетрії/асиметрії очікувань у фінансовому секторі, реальному секторі та секторі домогосподарств щодо кредитного циклу**

Сектор	Очікування у фінансовому секторі	Позитивні (оптимістичні)
Фінансовий	<p>Негативні (стримані)</p> <p>Падіння обсягів кредитування, уповільнення інвестицій та споживання.</p> <p>Підвищення ставок, зростання надбавки за ризик та ліквідність, посилення кредитних стандартів.</p> <p>Розширення негативної зони ВВП-розриву та відхилення обсягу кредиту від тренду вниз</p>	<p>Підвищення частки ризикового кредитування завдяки пошуку дохідності. Збільшення обсягів кредитування може супроводжуватись погіршенням фінансової стабільності.</p> <p>Стимули для кредитування діють через пом'якшення кредитних стандартів, а не через процентні ставки</p>
Реальний	<p>Обмеження кредиту здебільшого діє не через процентні ставки, а через посилення кредитних вимог.</p> <p>Економічні агенти збільшують фінансування інвестицій за рахунок внутрішніх джерел</p>	<p>Експансія кредиту може перерости у кредитний бум. Падіння ставок, надбавок за ризик та послаблення кредитних стандартів, підвищення схильності до ризику та пошук доходності.</p> <p>Поруч із поживленням ВВП та інвестицій, спостерігається прискорення споживання, погіршення поточного рахунку та зростання вартості фінансових активів та комерційної нерухомості.</p>
Домогосподарств	<p>Падіння обсягів споживчого та іпотечного кредитування через високі надбавки за ризик та жорсткі кредитні вимоги.</p> <p>Підвищення норми завбачливих заощаджень та уповільнення споживання</p> <p>Обмеження кредиту здебільшого діє не через процентні ставки, а через посилення кредитних вимог.</p> <p>Певне підвищення поточного споживання також може супроводжуватись збільшенням заощаджень з мотивів відкладання</p>	<p>Аналогічно як у випадку реального сектору.</p> <p>Накопичення поганих іпотечних боргів у зв'язку з моральним ризиком та зворотним відбором</p> <p>Експансія кредиту легко перетворюється на іпотечний бум, підвищення споживання та падіння норми заощаджень. Зростання вартості нерухомості та послаблення кредитних вимог взаємопосилюються.</p> <p>Будівельний бум. Формування спекулятивних настроїв. Погіршення поточного рахунку</p>

**Таблиця 4. Наслідки симетрії/асиметрії очікувань у фінансовому секторі, реальному секторі та секторі домогосподарств для потоків капіталу та платіжної позиції країни**

Сектор	Очікування у фінансовому секторі	
	Негативні (стримані)	Позитивні (оптимістичні)
Фінансовий	Відплив капіталу. Фінансова система схильна нагромаджувати зовнішні активи у випадку, коли очікування за кордоном більш оптимістичні. Підвищення норми заощаджень робить вірогідним утворення профіциту поточного рахунку	Відплив капіталу в значних обсягах. Фінансова система швидко нагромаджує зовнішні активи. Підвищення схильності до ризикового закордонного інвестування. Платіжний баланс має схильність до профіциту
Реальний	Реальний сектор підвищує попит на зовнішнє фінансування. У випадку сприятливого глобального фінансового оточення він швидко нагромаджує зовнішні зобов'язання. Зростання зовнішніх пасивів має ко-респондувати із фінансуванням інвестицій. У випадку значного інвестиційного попиту на імпорт та значної частки імпорту у проміжному споживанні зростання зовнішніх зобов'язань погіршує платіжний баланс	Підвищення попиту на кредит та фінансування в обох секторах. У випадку сприятливого глобального фінансового оточення зростатимуть зовнішні приватні запозичення і країна швидко акумулюватиме зовнішні зобов'язання. Перегрів внутрішньої кон'юнктури робить платіжний баланс дефіцитним. Країна нагромаджує макрофінансові ризики. Бум на ринку активів призводить до значного припливу капіталу
Домогосподарств	Домогосподарства обмежують попит на кредит та підвищують норму заощаджень. Падіння вартості нерухомості обмежує споживання через негативний ефект доходу. Фінансові установи переорієнтовуються на інші сфери діяльності. Схильність до профіциту платіжного балансу	Брак попиту на кредит супроводжується автономним підвищенням цін на нерухомість. Зростає схильність до ризику, посилюється вірогідність зворотного відбору. Фінансовий сектор переорієнтовується на інші сфери діяльності та підвищує попит на закордонні активи. За сприятливого глобального середовища країна нагромаджує зовнішні активи та тягнє до платіжного профіциту

Закінчення табл. 4

Сектор	Очікування у фінансовому секторі	
	Негативні (стримані)	Позитивні (оптимістичні)
	<p>Домогосподарства підвищують попит на кредит, однак можливість його залучення всередині обмежені. Ускладнені прями зовнішні запозичення призводять до появи спеціфічних інституціональних одиниць, що є посередниками між внутрішнім попитом та зовнішнім фінансуванням. Підвищується попит на закордонну нерухомість. Зростають обсяги вивезеного капіталу та непродуктивного споживання</p>	<p>Зростання обсягів споживчого та іпотечного кредитування. Нагромадження фінансовим сектором зовнішніх зобов'язань та швидке перетворення сектору домогосподарств у нетто-боржників. Спекуляції на ринку нерухомості. Експансія споживання, зокрема, внаслідок ефекту доходу. Падіння норми заощаджень. Дефіцит поточного рахунку. У випадку сприятливого співвідношення цін між внутрішніми та закордонними активами сектор підвищує попит на зовнішнє володіння майном. Зовнішні активи сектору можуть фінансуватися за рахунок підвищення левереджу щодо внутрішніх фінансових установ, левереджу яких щодо закордонного також підвищується. Різко зростає вразливість сектору до коливання цін на активи всередині країни та за кордоном</p>

на глобальних фінансових ринках, зниженням дисперсії спредів, так і наявністю відповідних режимів політики глобального та національного рівня. Наприклад, політика обмеження потоків капіталу, або ж значні глобальні асиметрії в моделях та базових принципах реалізації макрофінансової політики суттєво послаблюватимуть еластичність утворення зовнішніх зобов'язань у відповідь на підвищення внутрішнього попиту на кредит. Підвищення ефективності фінансових ринків та поглиблення фінансових систем разом зі зменшенням розбіжностей у принципових засадах регулювання у різних країнах створюватиме потужні стимули для виокремлення самостійної складової глобального кредитного циклу з достатньо високою кореляцією національних циклів із ним.

2. "Глобалізація заощаджень" суттєво розширює спроможність фінансової системи мобілізувати значні ресурси і забезпечувати їх транскордонний трансфер. Спроможність центробанків протиставити обмежувальну політику фінансовій системі, що генерує приватну ліквідність і забезпечує її переливи за юрисдикціями, суттєво знижується, особливо якщо взяти до уваги позитивні наслідки для реального випуску щодо розширення ліквідності.

3. З огляду на те, що глобалізація створює передумови для рівноважної дезінфляції та позитивних шоків продуктивності, експансія попиту, індуквана поведінкою кредиту, набагато менше загрожуватиме ціновим дестабілізаціям. Центробанки, зорієнтовані виключно на підтримання цінової стабільності в межах незначного позитивного рівня індексу споживчих цін, завжди будуть запізнюватись із обмежувальними кроками або провокуватимуть надмірні ін'єкції ліквідності в умовах появи ознак дефляційного тренду. Експансія кредиту та вартості активів за таких обставин будуть неминучими наслідками реалізації монетарних режимів, специфікованих під боротьбу з інфляційними очікуваннями. Особливістю глобального кредитного циклу в цьому випадку буде те, що його тривалість суттєво підвищуватиметься. Відсутність швидких інфляційних наслідків не є виключною передумовою подовження кредитного циклу в глобальній економіці. Переливи капіталів та панівне ставлення до ризиків дозволяють подовжити перебування країни в стані зовнішньої нерівноваги. Завдяки цьому відсутність швидкої корекції платіжного балансу (яка є бажаною реакцією з позицій ринкового обмеження кредитної експансії, прискорення споживання та інфляції) уможливорює нагромадження значних фінансових вимог та зобов'язань.

3. Трансформація глобального фінансового сектору та інтеграція фінансових ринків підвищують рівень системної складності. Внаслідок цього ланцюжок перекладання ризиків може бути нескінченний. Фінансові установи з різним рейтингом, рівнем надійності та стратегії управління активами та пасивами можуть забезпечувати багаторазовий трансфер одного й того самого ризику у вигляді торгівлі різними інструментами. Фінансові інновації дозволяють суттєво викривити сприйняття ризику у первинній операції і перетворити його на абстрактний об'єкт торгівлі. Природно, що із підвищенням рівня системної складності можливості суттєвого подовження кредитного циклу зростають.

4. У складній глобальній фінансовій системі процес грошової мультиплікації набуває кумулятивного характеру. Він посилюється через те, що кількість стадій, суб'єктів та ітерацій зростає. З іншого боку, грошо-

ва пропозиція може набувати нелінійного характеру, тим самим суттєво ускладнюючи уявлення про ключові центри глобальної грошової мультиплікації. Це очевидно з огляду на те, що для розвинутих країн з гнучкими валютними курсами і країн із середніми доходами, що здійснюють політику обмеження курсових коливань та нагромадження валютних резервів, алгоритми грошової мультиплікації і, як наслідок, взаємодія ліквідності, що створюється національними центробанками, та ліквідності, що генерується глобальною фінансовою системою, відрізняються. Аналогічно доларизація, асиметрична курсова негнучкість та ставлення до ризику в глобальних масштабах і посилюють грошову мультиплікацію, і роблять її нелінійною водночас.

5. Реальна інтеграція також подовжує кредитний цикл у глобальній економіці. Зростання значення проміжного споживання товарів, що є предметами міжнародної торгівлі, формування глобальних ланцюжків створення вартості та аутсорсинг підвищують взаємозалежність національних виробництв. Первинні позитивні реальні наслідки пожвавлення у фінансовому секторі досить швидко передаються глобальній економіці (прямий канал торгівлі, канал ПІІ тощо) в цілому. Однак, беручи до уваги поведінку вартості активів, примноження фінансових вимог та зобов'язань буде випереджати глобально мультиплікований реальний випуск.

6. Напрями спрямування глобального кредиту стають дедалі більш взаємозамінними. Переключення з кредитування реальних інвестицій на кредитування спекуляцій на ринку нерухомості є досить швидким<sup>31</sup>. Включення сектору домогосподарств з очікуваннями, формування яких може не збігатися з очікуваннями у реальному секторі, в систему глобальних фінансових взаємодій розширює варіанти формування глобальних кредитних портфелів.

7. Подовження глобального кредитного циклу (за рахунок підвищення системної складності) не означає появу передумов для однозначного трактування його амплітуди. Теоретично у глобально інтегрованій економіці (яка по суті є закритою, на відміну від окремих національних економік) амплітуда кредитного циклу має бути високою. Фаза стрімкого зростання має зумовлюватись глобальною симетрією оптимістичних очікувань, експансією ліквідності (перш за все приватної), системною складністю тощо, а фаза обвалу — дією протилежних сил. Однак глобальна економіка зберігає ознаки фрагментарності, асиметричної інтегрованості та функціональної ваги окремих частин (наприклад, ті чи інші гео економічні центри можуть генерувати відмінні за макроекономічним змістом стимули для національного та глобального зростання ВВП: Китай — зростання із високою нормою заощаджень та значними інвестиціями в наздоганяючий розвиток; США — зростання на основі споживання в сукупності із поглибленням технологічних інновацій тощо). Фінансова система світу досить сегментована. Це стосується поділу за критерієм якості активів, що генерується, спроможності виконувати нішеву функцію “надійних гаваней”, готовності до операцій з ризику-

В. Козюк. Фактор очікувань у детермінації глобального кредитного циклу

<sup>31</sup> Наприклад, до кризи економіка Німеччини зростала повільно, ціни на нерухомість знижувались. Економіка Іспанії була у протилежній позиції. Після кризи з певним лагом економіка першої поживилась, а другої перейшла в рецесію. Однак відсутність буму на ринку активів за межами Німеччини призвела до появи підвищувального тренду вартості активів у ній.

вими активами, ефективності управління глобальними портфелями, включно зі спроможністю чітко сегментувати їх інвестиційні якості та просувати у транскордонному режимі можливості членства у різних фондах. Природно, що в таких умовах на величину амплітуди будуть впливати відмінності у пристосуванні окремих країн та регіонів до глобально-центричного шоку та відмінності в асиміляції глобальною системою в цілому національно-центричного (ідіосинкратичного, специфічно-секторного) шоку в окремій країні. Завдяки цьому мобільність капіталів та плинність очікувань підсилюють одне одного, забезпечуючи міграцію платіжної спроможності, вираженої виникненням вимог та зобов'язань у транскордонному режимі за юрисдикціями.

**Висновки.** Очікування у фінансовому, реальному секторах та секторі домогосподарств мають принципове значення для формування фазового профілю кредитного циклу. Кредитний спад слід пов'язувати із симетричними негативними (стриманими) очікуваннями вказаних секторів, а кредитну експансію, яка може перейти у кредитний бум, — із симетричними позитивними (оптимістичними) очікуваннями. Розбіжності в очікуваннях цих секторів впливають: з різного впливу монетарної політики на позичальників та кредиторів; відмінностей інституціональних моделей формальних та неформальних обмежень; розбіжностей в інтерпретації шоків продуктивності; фінансових інновацій; різної чутливості до змін у глобальному фінансовому середовищі. У глобально інтегрованій економіці протікання кредитних циклів відрізняється від тих, що спостерігаються в окремій закритій економіці. Асиметрії очікувань за аналізованими секторами на рівні окремої країни підштовхують до нагромадження нею або зовнішніх активів, або зовнішніх зобов'язань з відповідними наслідками для платіжного балансу. Швидкість накопичення зовнішніх активів та зобов'язань визначається ступенем сприятливості глобального фінансового середовища. Системна складність, індукована глобальною фінансовою інтеграцією, зумовлює подовження глобального кредитного циклу та нелінійну поведінку його амплітуди внаслідок збереження неоднорідності глобальної економіки та фрагментарної інтеграції її складових.

*Надійшла до редакції 26.06.2012*

**Viktor Koziuk.** *The Factor of Expectation in the Determination of the Global Credit Cycle*

*The ontological significance of expectations and the system complexity in developing credit cycles in global economy is being shown. The author proves that the symmetry in expectations in the financial sector, the real sector and the sector of householdings determines diametrically opposed phases of credit cycle.*