



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

ГЛОБАЛЬНІ ДИСБАЛАНСИ У ПОСТКРИЗОВІЙ ПЕРСПЕКТИВІ: АНАЛІЗ ТЕОРЕТИЧНИХ ПІДХОДІВ

Ключові слова: глобальні фінансові дисбаланси, функціонування глобальної економіки, детермінанти кризи, системи резервних активів, валютні курси, глобальна ліквідність.

Спровокована глобальною фінансовою кризою ланцюгова реакція перегляду основ макроекономічної теорії та політики породжує асиметричні наслідки у розумінні перспектив розвитку світу з глобально-центричних позицій. Докризові дискусії про проблему глобальних фінансових дисбалансів поставили питання про фундаментальні ризики прогресу глобальної економіки. Перебування епіцентру потрясіння за межами прямої дотичності до платіжних диспозицій, валютних курсів та резервних активів призвело до того, що і наголос на посткризовому реформуванні економіки змістився у бік традиційного удосконалення інструментарію економічної політики (що у світлі становлення макрофінансової парадигми та макропруденційного регулювання є вкрай важливим). Достить швидке відновлення глобальної економіки, вартості активів та світових цін на тлі збереження тенденцій у сфері фінансових дисбалансів засвідчує, що антикризові заходи та подальші перспективи розвитку світу спираються на докризову систему глобальних монетарних взаємин, яка має потужні негативні зовнішні ефекти і загрожує переростанням політики із подолання наслідків фінансового обвалу в довгострокову гіпертрофію циклічних коливань глобального рівня.

Ключове значення проблеми глобальних фінансових дисбалансів у цьому контексті випливає з того, що вони віддзеркалюють функціонування глобальної монетарної системи, яка не містить внутрішніх умонтованих механізмів контролю за експансією ліквідності. Імпульси останньої, відштовхуючись від набору імперфекцій глобальних фінансових ринків та структурних змін у сфері фінансового посередництва, перетворюються на фактори макрофінансової нестабільності у світі. Природно,

що без теоретичних узагальнень з приводу проблеми глобальних фінансових дисбалансів буде неможливо побудувати макроекономічні засади функціонування глобальної економіки як цілісної системи, внаслідок чого заходи з реформування макрополітики у світі та на національному рівні залишатимуться обмежено ефективними в довгостроковій перспективі. У світлі цього є актуальним виявлення тенденцій у сфері посткризового теоретичного аналізу фінансових дисбалансів та дискусій з приводу їх глобальних макрофінансових наслідків.

Початок теоретичних дискусій довкола цієї проблеми датується 2001—2004 рр. Як показують дослідження Б. Ейченгріна та М. Ксафі¹, погляди на цю проблему можуть бути досить широкими і суперечливими, засвідчуючи, що більшість дослідників не мають спільної позиції з приводу практично усього кола питань. Проблема стійкості дисбалансів напередодні кризи так і не вийшла на передній план, підтверджуючи наявність протилежних думок щодо факту розширення диференціалів платіжних позицій, що засвідчують невдалі заходи з їх урегулювання та корекції². Наявність перерозподільчого конфлікту між США, зоною євро, Японією та Китаєм є ключем для розуміння цього³. Основні теоретичні підходи до проблеми дисбалансів та ступеня їх стійкості представлені у табл. 1.

Таблиця 1. Теоретичні підходи до глобальних фінансових дисбалансів*

Підхід	Зміст	Стійкість дисбалансів
Бреттон-Вудс 2	Дефіцитні та профіцитні країни перебувають у стані імпліцитної угоди щодо взаємних вигод від перебування в стані платіжної нерівноваги. Перші фінансують дефіцит поточного рахунку, а другі інвестують у перенесення виробництва у країни з низькими доходами. Перші отримують стимули для зростання шляхом запобігання ревальвації, а другі — внаслідок підтримання низьких процентних ставок	Дисбаланси є стійкими, оскільки відображають наявність вигоди для країн-партнерів
Глобальний надлишок заощаджень (<i>global saving glut</i>)	Країни з низькими та середніми доходами з огляду на різні структурні фактори перебувають у стані надмірних заощаджень, які інвестуються в активи розвинутих країн. У зв'язку	Дисбаланси є стійкими, оскільки структурно обумовлені. Країни з надлишком заощаджень інвестують в активи роз-

¹ Eichengreen B. *Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investors and the Standard Analysis* / B. Eichengreen // University of California, Berkeley, 2006. — March. — P. 1—15; Xafa M. *Global Imbalances and Financial Stability* / M. Xafa // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/111. — P. 1—20.

² Genberg H. *Economic Policy Co-ordination is Needed to Re-align Global Imbalances* / H. Genberg, Y.-Ch. Park, A. Persaud // CEPR. — 2005. — Sept. [El. Resource]. — URL: www.cepr.org; *The Multilateral Consultation on Global Imbalances* // IMF Issues Brief. — 2007. — April. — P. 1—3; Lipsky J. *The Multilateral Approach to Global Imbalances* / J. Lipsky // Remarks at the Brussels Economic Forum, 2007, May 31 [El. Resource]. — URL: www.imf.org.

³ Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності / В.В. Козюк. — Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. — С. 434—446.

Продовження табл. 1

Підхід	Зміст	Стійкість дисбалансів
	з цим у глобальній економіці підтримуються занижені процентні ставки та зростає вартість активів	винутих країн, внаслідок чого останні опиняються у стані дефіциту поточного рахунку
Відмінності в ефективності фінансових систем	Країни з ринками, що виникають, генерують заощадження, але їхні фінансові системи мають серйозні імперфекції, внаслідок чого капітал рухається з "півдня" на "північ". Підтримка позитивного поточного рахунку є своєрідним способом знизити ризики впливу капіталів нерезидентів в умовах, коли країна стикається з ендегенним впливом капіталів (резидентів)	Дисбаланси скоріше є стійкими. Тільки подолання імперфекцій ринків капіталу в країнах з низькими та середніми доходами обмежить ендегенний вплив капіталу і покращить ситуацію у сфері платіжних контрпозицій
Брак активів (<i>assets shortage</i>)	Швидкий розвиток країн з ринками, що виникають, позначився на рівноважному підвищенні попиту на високоякісні активи, пропозиція яких на локальних ринках обмежена. Попит на високоякісні активи розвинутих країн призводить до відносно чіткого поділу на країни, попит на активи яких зростає (що робить їх дефіцитними), та країни, що експортують капітал (що робить їх профіцитними)	Дисбаланси скоріше стійкі, оскільки відображають рівноважні тенденції в глобальній економіці
Суверенний попит на активи та конкурентне нагромадження валютних резервів	Різні мотиви суверенного попиту на активи заохочують підтримання профіциту поточного рахунку та утримання від ревальвації. Розміщення ліквідних коштів в активах провідних країн гальмує будь-які процеси щодо вирівнювання платіжних балансів. Утримання від ревальвації хоча б одного потужного гравця (Китай) породжує конкурентну гру за створення монетарних стимулів глобальної конкурентоспроможності	Дисбаланси не є повністю стійкими, оскільки можлива криза довіри до резервної валюти. Тривала нерівновага великих економік може дати негативні зовнішні ефекти

Закінчення табл. 2

Підхід	Зміст	Стійкість дисбалансів
Стабільність дефіциту поточного рахунку США	Згідно з цим напрямом, основна причина глобальних дисбалансів — унікальна позиція США у сфері фінансів та монетарних процесів, а також лідерство у сфері інновацій та зростання факторної продуктивності. З одного боку, долар США зберігає статус провідної резервної валюти. З іншого, дефіцит поточного рахунку є наслідком структурних змін у глобальному функціонуванні ТНК та ТНБ	Дисбаланси є стабільними в підходах, що акцентують увагу на специфіці нової економіки та тому, що фінансова система США надає іншим країнам своєрідний сервіс у сфері підтримання ліквідних активів у доларах, або американських активах. Дисбаланси є нестабільними, оскільки затяжне покриття дефіциту попитом на американські активи призводитиме до завищення їх частки, порівняно з рівноважною. Дисбаланси скоріше консервуватимуться, оскільки долар США як резервна валюта є більш привабливим, ніж євро, на його користь грає ефект мережі та масштаби доларового блоку тощо
Структурні фактори заощаджень в Азії	Після Азійської кризи мікрорівнева поведінка корпорацій та домогосподарств змінилась у напрямку уникнення кредитування та підтримання заощаджень, що покликані убезпечувати від фінансових криз	Дисбаланси є відносно стабільними, оскільки зумовлені структурними факторами. Зміни в поведінці на мікрорівні стануть фактором їх корекції

* Джерело: згруповано автором на основі: Eichengreen B. *Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investors and the Standard Analysis* / B. Eichengreen // University of California, Berkeley, 2006. — March. — P. 1—15; Xafa M. *Global Imbalances and Financial Stability* / M. Xafa // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/111. — P. 1—20; Козюк В.В. *Монетарні засади глобальної фінансової стабільності* / В.В. Козюк. — Тернопіль: ТНЕУ: Економічна думка, 2009. — С. 434—446.

Слід зазначити, що особливої пікантності посткризовим дискусіям про глобальні фінансові дисбаланси додає декілька обставин. По-перше, фактичний характер кризи явно не відповідає намальованій картині. Раптова корекція дисбалансів повинна була б мати загрозливі наслідки для глобальної економіки⁴. Зокрема, зростання курсу долара США, а не

⁴ Truman E. *Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances* / E. Truman // Institute for International Economics Working Paper. — 2005. —

падіння, як це впливає з логіки підходу “раптової корекції” дисбалансів, а також фінансовий обвал, викликаний надзапозиченнями та надкредитуванням, а не кризою довіри до платоспроможності Сполучених Штатів⁵, засвідчують, що очікувана криза явно не відповідає тій, яка фактично настала. По-друге, поведінка глобальних валютних резервів продемонструвала невідповідність докризовій апологетиці їх нагромадження з метою захисту від реверсів у потоках капіталу. Динаміка резервів незначною мірою уповільнилась. Країни з ринками, що виникають, продовжили докризову лінію, підсилену зниженням курсу та пристосуванням до посткризового припливу капіталів, індукованого м’якою макрополітикою розвинутих країн⁶. Це засвідчує, що ризики прогресування дисбалансів посилюватимуться в майбутньому⁷.

Сучасні дослідження проблеми глобальних фінансових дисбалансів також демонструють досить відчутну диференціацію⁸. Окремі автори констатують, що платіжна нерівновага може відображати позитивну сторону дисбалансів, стаючи свідченням того, якими формами може супроводжуватись алокація ресурсів у глобальній економіці, а також негативну — у випадку, коли вона зумовлена втручанням урядів та центробанків у процес гальмування корекції платіжного балансу та валютних курсів⁹. Дослідники, які були більш алармістськи налаштовані до кризи, і після неї наголошують, що збереження дисбалансів здебільшого перебуває у площині глобальних монетарних взаємин, а активні заходи зі стимулювання попиту тільки посилюють глобальну тенденцію до валютних воєн та прихованого протекціонізму¹⁰. Емпіричні розвідки щодо факторів розкручування спіралі глобальних дисбалансів також приходять до протилежних висновків. В одних констатується, що більшість макрофінансових процесів, асоційованих з кризою, мають “локальну” етимологію¹¹, в інших наголошується на підтвердженні базової макрокартини зв’язків між дисбалансами, валютними резервами та рівнем процентних ставок¹².

Deficits Matter: The International Dimension / F. Bergsten, E. Truman // IIE Speeches, Testimony, Paper. — 2007. Testimony Before the Budget Committee of the House of Representatives, Jan. 23, 2007. — P. 1–18.

⁵ *Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis / M. Fratzscher // ECB Working Paper. — 2009. — № 1060. — P. 1–42.*

⁶ *Козюк В.В. Валютні резерви в умовах глобальної фінансової кризи та у посткризовій перспективі / В.В. Козюк // Вісник НБУ. — 2010. — № 10. — С. 59–65.*

⁷ *Gagnon J. Current Account Imbalances Coming Back / J. Gagnon // Institute for International Economics Working Paper. — 2011. — WP 11–1. — P. 1–35.*

⁸ *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking / Edited by S. Claessens, S. Evers, B. Hoekman. — CEPR: A VoxEU.org publication, 2010. — 215 p.*

⁹ *Blanchard O. Global Imbalances: In Midstream? / O. Blanchard, G.-M. Milesi-Ferretti // IMF Staff Position Note. — 2009. — SPN/09/29. — P. 1–31.*

¹⁰ *Cline W. Currency Wars? / W. Cline, J. Williamson // Institute for International Economics Policy Brief. — 2010. — PB 10–26. — P. 1–12; Goldstein M. Confronting Asset Bubbles, Too Big to Fail, and Beggar-thy-Neighbor Exchange Rate Policies / M. Goldstein, D. Weatherstone // Institute for International Economics Policy Brief. — 2010. — PB 10–3. — P. 1–8; Goldstein M. Integrating Reforms of Financial Regulation with Reform of the International Monetary System / M. Goldstein // Institute for International Economics Policy Working Paper. — 2011. — WP 11–5. — P. 1–28.*

¹¹ *До таких праць, наприклад, належать ті, які наголошують, що хоч глобальні монетарні фактори і вплинули на ринок активів, але “бульбашка” на ньому роздувалася здебільшого під дією локальних чинників. Див.: Darius R. Can Global Liquidity Forecast Asset Prices? / R. Darius, S. Radde // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/196. — P. 1–24. Фундаментальні фактори зростання вартості нерухомості, зокрема в зоні євро, підкреслюються і в іншій праці. Див.: Gattini L. Forecasting and Assessing Euro Area House Prices Through the Lens of Key Fundamentals / L. Gattini, P. Hiebert // ECB Working Paper. — 2010. — № 1249. — P. 1–40.*

¹² *Наприклад, окремі вчені констатують, що приплив капіталів до США (з позицій прояву дисбалансів) вплинув істотніше на динаміку ринку активів, ніж монетарні фактори глобального та національного порядку. Див.: Sa F. Monetary Policy, Capital Inflows and the Housing Boom / F. Sa, T. Wieladek // Bank of England Working Paper. — 2010. — № 405. — P. 1–39;*

Якщо взяти до уваги, що низькі ставки заохочують ризикову поведінку¹³, а зміни у ставленні до ризику обумовлені характером монетарної політики¹⁴, то слід говорити про наявність більш складних зв'язків між дисбалансами та кризовими процесами.

Це у свою чергу загострює питання про те, наскільки дисбаланси співвідносяться з глобальною фінансовою кризою по суті. Поляризація думок щодо цієї проблеми триває, що передбачає глибший аналіз теоретичних та емпіричних посткризових досліджень і того, як вони співвідносяться із докризовими позиціями. В економічній літературі не проведено систематизацію та аналіз поглядів на дисбаланси у посткризовій перспективі, що є завданням цієї статті.

Так, аналіз досліджень проблеми глобальних фінансових дисбалансів дає змогу виділити такі ключові напрями, які залишаються об'єктом дискусій: співвідношення між дисбалансами та факторами кризи; посткризова стійкість дисбалансів та проблеми оптимальної політики.

Відповіді на питання про роль дисбалансів як генераторів кризи дуже різні й багато в чому обумовлені тим, якої позиції дотримувались ті чи інші дослідники до кризи. Можна виділити три генеральні лінії, які віддзеркалюють актуальне розуміння фактора дисбалансів у структурі детермінант глобальної фінансової кризи.

По-перше, найбільш послідовно теза про пряму обумовленість кризи дисбалансами підтримується дослідниками, які наголошують на тому, що платіжна нерівновага в глобальній економіці породжує масштабні потоки капіталів, які занижують процентні ставки, розігрівають фінансову кон'юнктуру, чим стимулюють виникнення "бульбашок". Відмінності характеру фінансових систем, а також питання "надлишку заощаджень" є імпліцитними складовими цього підходу, хоча і не очевидними. Монетарний фактор кризи розглядається у контексті того, як експансія глобальних валютних резервів впливає на глобальні процентні ставки, посилюючи проциклічність фінансової системи з позицій поведінки ліквідності. Фінансовий вимір більшою мірою розглядається з погляду того, як надлишок заощаджень та потоки капіталів позначаються на погіршенні системної стійкості глобального фінансового посередництва у зв'язку з інноваціями та імперфекціями на ринку капіталів. Поєднання монетарних та фінансових факторів, однак, виглядає більш вірогідною причиною кризи з тієї позиції, що експансія ліквідності в умовах відсутності інфляційної корекції очікувань зростання реального добробуту забезпечує лагове прирощення імперфекцій, які і позначаються на погіршенні стійкості фінансового сектору та його вразливості до "бульбашок" на ринках активів.

Слабким місцем цього підходу є його етимологічна зорієнтованість на проблемі кризи, обумовлена швидкою та раптовою корекцією дисбалан-

Schnabl G. *Reverse Causality in Global Current Accounts* / G. Schnabl, S. Freitag // *ECB Working Paper*. — 2010. — № 1208. — P. 1—34.

¹³ 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.

¹⁴ 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. De Nicolo, 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.

сів, чого насправді не відбулося¹⁵. Також його вадою є те, що попри системне уявлення про складні зв'язки між глобальною фінансовою системою та монетарним режимом глобального й національного рівня¹⁶, залишається не до кінця з'ясованим, що має стати первісним поштовхом до зрушень у глобальних процесах: зміна поведінки фінансової системи чи зміни монетарних процесів глобального рівня. Аналогічно не завжди чітко можна побачити, що спричинило різкий стрибок глобальної ліквідності: м'яка монетарна політика в розвинутих країнах після 2000—2001 рр. чи автономне підвищення суверенного попиту на активи після Азійської кризи. Втім, нерівновага США та Китаю датується початком 1990-х років і ніяк не пов'язана ні з Азійською кризою, ні зі змінами у характері макроекономічної політики Сполучених Штатів. Це доводить, що дисбаланси мають більш потужну глибинну структурну обумовленість, яка у монетарному та фінансовому вимірах отримала сприятливе середовище для саморозгортання. Саме таку позицію займають фахівці ЄЦБ, констатуючи наявність структурних (незавершений процес фінансової глобалізації, імперфекції ринків капіталу у швидко зростаючих країнах з ринками, що виникають, переадресування потоків капіталу розвинутим країнам, внаслідок чого фінансова система, перш за все США, мала змогу ізолювати домогосподарства від специфічних ризиків) та циклічних (відмінності оптимального вибору щодо заощаджень та інвестицій у приватному секторі за країнами світу) факторів глобальної нерівноваги, втім, не наголошуючи на зв'язку між ними та детермінантами кризи¹⁷. Отже, ключовий посыл цього підходу може бути зведений до такого: навіть якщо фактична криза не відповідає кризі довіри до долара і не є наслідком раптової корекції платіжних позицій, вона все одно детермінована фактором глобальних дисбалансів, які віддзеркалюють складні зв'язки між глобальними монетарними взаєминами (відсутність контролю за експансією ліквідності) та структурними змінами у фінансовій системі (проциклічність, інновації та імперфекції). Глобальна макрофінансова нестабільність породжується не тільки фінансовою вразливістю ринків та інституцій, але й змінами у пріоритетах щодо валютної структури глобальних трансакцій, перш за все, глобальних валютних резервів.

По-друге, варіанти спричиненості кризи "зовнішніми" факторами і тим більше структурно обумовленим припливом капіталу на американський ринок відкидаються деякими авторитетними економістами, які наголошують на тому, що криза породжена виключно експансивною монетарною політикою США, яка породила нечуваний бум споживання та кредитування¹⁸. Макрофінансові прояви кризи мало чим відрізняються

¹⁵ Це особливо чітко простежується на прикладі дослідників з Інституту міжнародної економіки (Вашингтон), які до кризи наголошували на ризиках зовнішньої нерівноваги економіки США та азійських країн, а після кризи — на проблемі лівереджу та фінансової стійкості. Такі відмінності чітко фігурують у працях М. Голдстейна, Е. Трумена та ін. Див. посилання вище.

¹⁶ Необхідність системного погляду на проблему зв'язків між монетарними та фінансовими процесами глобального рівня ми підкреслюємо у дослідженні: Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності / В.В. Козюк. — Тернопіль: THEV, Економічна думка, 2009. — 728 с.

¹⁷ Bracke T. A Framework for Assessing Global Imbalances / T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub // ECB Occasional Paper. — 2008. — № 78. — P. 1—53.

¹⁸ Obstfeld M. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves / M. Obstfeld, J. Shambaugh, A. Taylor // NBER Working Paper. — 2008. — № 14217. — P. 1—48.

від традиційних криз, пов'язаних із циклом лівереджу та вартості активів, окрім рівня інфляції¹⁹. Природно, що глобально низькі процентні ставки з цих позицій не є обумовленими потоками капіталів та відмінностями у характері та ступені розвитку фінансових систем²⁰. Зростання валютних резервів розглядається як прояв недовіри до світових інституцій кредитування останньої інстанції та резонний вибір на користь самострахування від валютно-фінансових потрясінь. Наприклад, К. Рогофф, М. Обстфельд та інші досить категоричні з приводу того, що платіжний баланс США обумовлений внутрішньою макрополітикою, хоча вони зазначають, що проблема зовнішньої нерівноваги таки є важливою з погляду наявності ринкового контролю за експансією споживання та ризикового фінансування²¹.

Неявно у межах цього підходу проводиться думка, що монетарна політика США продовжує зберігати істотніший вплив на глобальний фон процентних ставок, що явно ігнорує те, як масштабні зміни у суверенному попиті на активи спричиняють зниження рівноважних ставок і спонукають до експансії ліквідності²². Аналогічно ними ігнорується факт того, що глобальна експансія кредиту багато в чому спирається на глобальні банківські запозичення, які радикально змінюють природу глобальної грошової пропозиції²³. Глобальний грошовий мультиплікатор більше визначається фінансовими факторами, ніж політикою ФРС, зокрема, панівним ставленням до ризику. Глобальні запозичення банків спроможні істотно послабити обмеження внутрішньої ліквідності, завдяки чому ефективність банківського каналу монетарної трансмісії знижується, а значення глобальних факторів зростає. Емпірично це доводиться навіть на прикладі такої великої економіки, як США²⁴. Невипадково, що компресія спредів на глобальних ринках має реальні макроекономічні

¹⁹ Reinhart C. *Is the US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison* / C. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper. — 2008. — № 13761. — P. 1–20.

²⁰ Gruber J. *Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?* / J. Gruber, S. Kamin // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2008. — № 923. — P. 1–69.

²¹ Obstfeld M. *Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008* / M. Obstfeld, J. Shambaugh, A. Taylor // Paper to be presented at the ASSA Meeting, San Francisco, Jan. 3–5, 2009. — P. 1–15; Obstfeld M. *The Immoderate World Economy* / M. Obstfeld // 3rd Annual Journal of International Money and Finance Conference, UC Santa Cruz, May 2009. — P. 1–23; Obstfeld M. *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes* / M. Obstfeld, K. Rogoff // Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18–20, 2009. — P. 1–64.

²² Bracke Th. *Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach* / Th. Bracke, M. Fidora // ECB Working Paper. — 2008. — № 911. — P. 5–25; Schnabl G. *Reverse Causality in Global Current Accounts* / G. Schnabl, S. Freitag // ECB Working Paper. — 2010. — № 1208. — P. 1–34.

²³ Посилення залежності між глобальними умовами та кредитною експансією на національному рівні можна довести, спираючись на зміну моделі глобальної банківської діяльності. Зокрема, це стосується переходу на формування банківських пасивів на основі ринкових запозичень, внаслідок чого механізм формування пропозиції ліквідності істотно змінюється. Див.: Ibanez D.M. *Banks, Credit and the Transmission Mechanism of Monetary Policy* / D.M. Ibanez // ECB Research Bulletin. — 2009. — № 8. — P. 2–5; Disyatat P. *The Bank Lending Channel Revisited* / P. Disyatat // BIS Working Papers. — 2010. — № 297. — P. 1–37; 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; *Funding Patterns and Liquidity Management of Internationally Active Banks* // BIS Committee on the Global Financial System Papers. — 2010. — № 39. — P. 1–48; Shin H.S. *Procyclicality and Monetary Aggregates* / H.S. Shin, K. Shin // NBER Working Paper. — 2011. — № 16836. — P. 1–27; 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.

²⁴ Cetorelli N. *Banking Globalization, Monetary Transmission, and the Lending Channel* / N. Cetorelli, L. Goldberg // IMF 9th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF Wash. (D.C.), Nov. 13–14, 2008. — P. 1–39.

наслідки. Саме завдяки розширенню можливостей у сфері фінансування експансія ліквідності може мати позитивний вплив на економічне зростання на певних часових інтервалах (беручи до уваги стабільність цін та довіру до монетарної політики)²⁵. Слід констатувати, що М. Обстфельд та К. Рогофф визнали, що якою б мірою м'яка монетарна політика США не генерувала передумови кризи, проблема зовнішньої нерівноваги також є важливою. Дисбаланси таки створюють підґрунтя для уможливлення монетарної експансії і каталізують її ефекти, внаслідок чого мають зазнати корекції на основі більш зважених монетарних акцій. Однак прямий вплив дисбалансів на виникнення детермінант кризи у межах цього підходу заперечується на основі введення в аналіз поняття еластичності реакції фінансової системи на зміни у монетарних умовах. Звідси зовнішня нерівновага в глобальній економіці опосередковано відповідальна за кризу, оскільки вона виступила елементом формування більш сприятливого середовища для того, щоб за монетарної експансії структурні зрушення у фінансовій системі породжували негативні наслідки у сфері фінансової стабільності і, відповідно, впливали на зниження рівня заощаджень у розвинутих країнах²⁶.

По-третє, зумовленість кризи тривалою зовнішньою нерівновагою взагалі відкидається, натомість констатується, що в її основі є сукупність змін у фінансовому секторі та неадекватна базова модель монетарної політики. За довіри до центробанку та ендogenous падіння рівня інфляції це створює монетарні передумови для експансії кредиту, пошуку дохідності та подальшого зростання вартості активів²⁷. Фактор "еластичності", як і у попередньому випадку, вважається ключовим. Найбільш послідовно цей підхід розкритий у праці К. Боріо та П. Дісйятат на основі прямого протиставлення доктрини "фінансування" доктрині "заощаджень". Усі концепції рівноважних дисбалансів (глобальний надлишок заощаджень, вектор руху капіталу північ — південь, брак активів тощо (див. табл. 1)) визнаються неадекватними з погляду прямого впливу на фінансову нестабільність²⁸. З огляду на радикальну альтернативність цього бачення та його укорінення в методології неортодоксальних підходів до монетарної політики²⁹, тут слід зупинитися докладніше. Згідно з

²⁵ Nicolò De G. *Global Liquidity, Risk Premiums and Growth Opportunities* / G. De Nicolò, I. Ivaschenko // IMF 9th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF Wash. (D.C.), Nov. 13–14, 2008. — P. 1–41.

²⁶ Obstfeld M. *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes* / M. Obstfeld, K. Rogoff // Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18–20, 2009. — P. 1–64.

²⁷ Borio C. *The Financial Turmoil of 2007–?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations* / C. Borio // BIS Working Paper. — 2008. — № 251. — P. 1–28.

²⁸ Borio C. *Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link* / C. Borio, P. Disyatat // BIS Working Paper. — 2011. — № 346. — P. 1–37.

²⁹ Як відомо, цей підхід зародився у рамках досліджень фахівців Банку міжнародних розрахунків і зводиться до такого: формується нове середовище, що поєднує монетарний режим цінової стабільності та deregulovany фінансову систему, яка стає дедалі більш проциклічною, отже, схильною до генерування фінансових дисбалансів; м'яка акомодативна монетарна політика в умовах стабільності цін призводить до експансії ліквідності та пошуку дохідності, а кредитна експансія породжує зростання вартості активів, що призводить до фінансової нестабільності; підтримання фінансової та монетарної стабільності з допомогою традиційних монетарних інструментів може бути конфліктним, а тому потрібні додаткові синтетичні інструменти макроруденційного регулювання тощо. Див.: Borio C. *A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy* / C. Borio, W. English, A. Filardo // BIS Papers. — 2003. — № 19. — P. 1–59; 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. *Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?* / C. Borio // BIS Working Paper. — 2003. — № 128. — P. 1–26; Borio C. *Whither Monetary and*

К. Боріо та П. Дісйятат, будь-які структурні зв'язки між рівнем заощаджень та фінансовою стабільністю не мають онтологічного чи функціонального статусу. Платіжний баланс відображає чисті потоки капіталу, які не ув'язані з фінансовою інституцією. Саме валові потоки відображають те, які потенційні масштаби нестабільності можуть виникнути³⁰. Фінансова нестабільність виникає на рівні інституцій і, на відміну від валютно-курсової нестабільності, набагато менше обумовлюється безпосередньо макроекономічною політикою, окрім одного, але ключового фактора — ліквідності. Вона має пряме відношення до валових потоків, а не чистих, отже, не може зводитись до профіциту платіжного балансу однієї чи групи країн. Експансія ліквідності є наслідком неадекватної інтерпретації наближення інфляції до нуля чи навіть дефляції з боку центробанків, що орієнтуються на згладжування варіації інфляції та ВВП. Низькі ставки та ліквідність стають передумовою для експансії кредиту, тягнучи за собою зростання вартості активів та пошук дохідності, що заохочує ризикову поведінку, посилює проциклічність фінансової системи та її ендогенну нестабільність. Звідси фінансові дисбаланси розглядаються як тривале відхилення ключових фінансових індикаторів від довгострокових траєкторій, а не як зовнішня нерівновага. Глобальна фінансова криза у світлі цієї логіки стала наслідком надінвестування у ризикові активи в умовах, коли фінансова система високоеластично відреагувала на зatoryжне підтримання низьких ставок та експансію ліквідності. Якщо глобальна економіка зіткнулася з проблемою надлишку заощаджень та зростання попиту на високоякісні активи з боку країн з ринками, що виникають, то безпосередньо кризи це не стосується. Криза є наслідком внутрішніх дисбалансів, а не зовнішніх.

Така радикальна альтернатива спирається на низку емпіричних аргументів:

1) криза розпочалась у тому сегменті фінансової системи, який найбільшою мірою був вражений переоцінкою вартості активів та вкрай полегшеним доступом до фінансування — іпотечний ринок;

2) більшість провідних установ, що зазнали втрат чи збанкрутували, мали занадто великі відкриті позиції за інструментами трансферу кредитних ризиків;

3) приплив капіталів у США здебільшого походив із розвинутих країн³¹;

4) профіцитні країни Азії, Латинської Америки та експортери енергоресурсів також зіткнулися з експансією кредиту, як і дефіцитні країни з розвинутою фінансовою системою.

Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes / C. Borio, W. White // BIS Working Paper. — 2004. — № 147. — P. 1—51.

³⁰ Важливість кількісного підходу в контексті фінансової нестабільності дедалі більше здобуває визнання. Зокрема, урядники МВФ також підтверджують, що з позицій аналізу де-стабілізуючих наслідків фінансових дисбалансів валові потоки є більш красномовними, ніж чисті. (Див.: Blanchard O. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced / O. Blanchard, G.-M. Milesi-Ferretti // IMF Staff Discussion Note. — 2011. — SDN/11/03. — P. 1—15). Повернення (принаймні часткове) до більш консервативного монетаристського аналізу кількісних змінних також підтримує колишній урядник ЄЦБ О. Іссінг. (Див.: Issing O. Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be? / O. Issing // IMF Working Paper. — 2011. — WP/11/97. — P. 1—18).

³¹ Слід зазначити, що ця теза не підлягає запереченню із суго статистичного погляду. Однак, як констатують окремі економісти, за припливом капіталів до США, наприклад, із Лондонського фінансового центру, приховані китайські грошові потоки. (Див.: Balakrishnan R. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? / R. Balakrishnan, T. Bayoumi, V. Tulin // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/160. — P. 1—39).

Походження кризи зі сфери переоцінки низькоякісних активів звичайно послаблює аргументи підходів, що наголошують на зростанні рівноважного попиту на високоякісні активи. Випереджальне падіння spread'ів по інструментах нижчого рейтингу це підтверджує, що свідчить про ключову проблему пошуку дохідності, а не пошуку інвестицій у надійні активи, як це передбачають теоретичні підходи, що відштовхуються від проблеми надлишку заощаджень та переливу капіталів з країн "півдня". Зростання попиту на резерви має знижувати довгострокові ставки, а не короткострокові, тоді як саме падіння останніх (у зв'язку зі структурними змінами у фінансовій системі) більш істотно вплинуло на зростання вартості активів та іпотечний бум у США³². Це, однак, викликає сумнів у світлі виявленого зв'язку між припливом капіталів у США і кон'юнктурою ринку нерухомості³³.

Утім заперечення важливості фактора зовнішніх дисбалансів і наголос лише на внутрішніх слід визнати обмеженим. Найбільшою мірою це простежується у сфері зростаючого глобального попиту на резервні активи, наслідки чого для поведінки ліквідності та формування оптимістичних очікувань майбутніх доходів цілком сумісні з експансією кредиту та фінансової "бульбашки" у профіцитних країнах (випадок Китаю є досить показовим; кредитний бум поєднується із профіцитом поточного рахунку). Експоненціальне зростання глобальних валютних резервів як фактор зниження процентних ставок не може порівнюватися за впливом із балансом заощаджень та інвестицій у глобальній економіці впродовж останніх років. Це пов'язано з тим, що між глобальними резервами та глобальною ліквідністю є прямий зв'язок. Це особливо чітко засвідчив період антикризового збільшення активів провідних центробанків, у відповідь на що центробанки країн з ринками, що виникають, продовжили нарощування валютних резервів³⁴. Він простежується як з погляду зв'язків між динамікою резервів і станом платіжного балансу США, так і з погляду обумовленості нарощування зовнішніх активів профіцитом поточного рахунку, припливом капіталів та конкурентним уникненням ревальвації. Обсяги резервів впливають на внутрішні дисбаланси не стільки у зв'язку з прямим впливом на стан ліквідності, скільки у зв'язку з тим, що породжують імпліцитні гарантії на випадок девальвації, внаслідок чого приплив капіталів розігріває ринок активів та споживання. У випадку, коли спекуляції на ринку активів країн із ринками, що виникають, будуються із використанням лівереджу, то відповідний приплив капіталів, що поглинається резервами, також багато в чому має віртуальну природу. Однак як активи вони цілком реальні. Вплив капіталів при конкурентному уникненні втрати резервів разом із девальвацією призводить до різкого погіршення стану глобальної ліквідності та фінансової нестабільності. Остання обумовлена не тільки падінням вартості активів і кризами типу "раптова зупинка", але й тим, що інституції, які

³² Darius R. *Can Global Liquidity Forecast Asset Prices?* / R. Darius, S. Radde // *IMF Working Paper*. — 2010. — WP/10/196. — P. 1–24; 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.

³³ Sa F. *Monetary Policy, Capital Inflows and the Housing Boom* / F. Sa, T. Wieladek // *Bank of England Working Paper*. — 2010. — № 405. — P. 1–39.

³⁴ Hannoun H. *The Expanding Role of Central Banks Since the Crisis: What Are the Limits?* / H. Hannoun // *BIS Speeches*. — 2010. — P. 1–10.

у борг забезпечували приплив капіталів, уже не могли їх повернути, тим самим запускаючи ланцюгову реакцію неплатоспроможності. Лівередж, що лежить в основі припливу капіталів, обертається на фінансовий тягар в умовах, коли резерви як реальний актив не зменшуються, натомість відплив капіталу спричинює девальвацію. Парадокс полягає у тому, що країни з масштабнішими резервами виявилися більш стійкими до кризи, але з іншого боку, падіння курсу багатьох валют щодо долара у 2008 р. відобразило ситуацію не просто колапсу доларової ліквідності, а те, що резерви не зменшувались у відповідь на відплив капіталів, а навіть збільшувалися внаслідок збереження профіциту в більшості провідних експортерів³⁵.

Іншими недоліками підходу виключності внутрішніх дисбалансів у генеруванні кризи є нехтування більш складними зв'язками в глобальній економіці, які, зокрема, стосуються проблеми поведінки цін на первинні ресурси, обумовленості глобального попиту адитивністю платіжних контрпозицій у світі, відсутністю контролю за глобальною грошовою пропозицією та неспроможністю жодної монетарної інституції у світі реально впливати на величину грошового мультиплікатора у глобальній економіці в цілому. Це означає, що досить логічна ґносеологічна схема функціонального розриву між балансом заощаджень та інвестицій з одного боку і фінансовою стабільністю у світі, представленою фінансовим станом інституцій, з іншого боку, однозначно має бути доповнена розумінням, що платіжна нерівновага — це також додання обмежень необхідної монетарної корекції у напрямку приведення у відповідність внутрішнього попиту із внутрішнім випуском. Відсутність такої корекції і в "дефіцитних" країнах, і у "профіцитних" має потужні системні ефекти на глобальному рівні. Отже, більш плідним буде підхід, який пов'яже зовнішні та внутрішні дисбаланси в єдину модель глобальної економіки, а не сегрегує їх значення з позицій відносної успішності емпіричного чи концептуального зведення до детермінант кризи кожного з них окремо.

У світлі напружених дебатів про зв'язки між дисбалансами та кризою питання посткризової стійкості платіжних контрпозицій не призводять до високої поляризації думок. Здебільшого вони зводяться до такого: розширення диференціалу платіжних позицій є закономірним явищем в умовах фінансової глобалізації і чим більше вона долатиме імперфекції ринків капіталу, тим більшою мірою світ перебуватиме в стані платіжної нерівноваги³⁶. Профіцити в Азії обумовлені структурними факторами, на які криза практично не вплинула³⁷. Навпаки, глобальна конкуренція потребує продовження політики заниження валютного курсу у світлі того, що Китай зберігає прив'язку до долара США і уникає підвищення курсу юаня. Зниження дефіциту США відображає стиснення внутріш-

³⁵ Козюк В.В. Валютні резерви в умовах глобальної фінансової кризи та у посткризовій перспективі / В.В. Козюк // Вісник НБУ. — 2010. — № 10. — С. 59–65; Козюк В.В. Фінансовий сектор, валютні резерви та глибина шоку під час глобальної кризи / В.В. Козюк // Світ фінансів. — 2010. — № 1. — С. 111–12; Aizenman J. Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Markets and Fear of Reserve Loss During the 2008–09 Crisis / J. Aizenman, M. Hutchinson // NBER Working Paper. — 2010. — № 16260. — P. 1–21.

³⁶ Chang Y. Accounting for Global Dispersion of Current Accounts / Y. Chang, S.-B. Kim, J. Lee // IMF Working Paper. — 2009. — WP/09/276. — P. 1–34.

³⁷ 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.

нього попиту³⁸. Однак агресивні акції зі стимулювання витрат у розвинутих країнах не корегують платіжні дефіцити, зокрема, з позицій автономної орієнтації на високий рівень заощаджень у країнах-партнерах. Збереження практично усього набору елементів докризових глобальних монетарних взаємин скоріше засвідчує, що без розв'язання проблеми валютних курсів та резервних активів зовнішні дисбаланси зберігатимуться. Деякі дослідження чітко вказують на те, що саме монетарні фактори є ключовими тригерами потенційних реверсів платіжних позицій³⁹.

Що ж до теоретичних дискусій з приводу посткризової політики у сфері фінансових дисбалансів, то можна констатувати наявність декількох магістральних ліній. Незважаючи на етимологію кризи та її пов'язаність із фактором дисбалансів, економічна політика має будуватись на принципах макрофінансового підходу, що інтегрує макроекономічні, наглядові та регульовальні функції в цілісну систему, адекватну з погляду зростання значення фінансового фактора макроекономічних коливань⁴⁰. Цей підхід має яскраво виражене національно-центричне спрямування, активно впроваджується у практику посткризової політики (МВФ, ФРС, ЄЦБ, БМР, Банк Англії тощо)⁴¹ і здебільшого не знаходить концептуальних заперечень, оскільки відображає імплементацію нового розуміння взаємодії між макроекономікою та глобалізованим фінансовим сектором. Його національно-центрична спрямованість також усуває проблему ухвалення колективних рішень у напрямку реформування глобальної монетарної та фінансової системи, що порушувало б статус кво. Утім нехтування проблемою резервних активів та валютних курсів і, найголовніше, поведінкою ринку первинних ресурсів, підриває його позиції та перспективну успішність із глобально-центричної позиції та з міркувань розриву між індивідуальною раціональністю та колективною неефективністю. Звідси теоретична складова кризового менеджменту здебільшого зводиться до подолання кризи ліквідності⁴². По суті, такий підхід є черговим покладанням на те, що успішні та теоретично підкріплені національно-центричні кроки у сфері економічної політики забезпечать національну та глобальну фінансову стабільність. Те саме спостерігалось у 1990-х роках, коли із політикою стабільності цін та таргетуванням інфляції пов'язувались вигоди у сфері стабільності національно-

³⁸ Obstfeld M. *Lenders of Last Resort in a Globalized World* / M. Obstfeld // *Keynote address prepared for the 2009 International Conference, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, May 27–28, 2009.* — P. 1–30; Obstfeld M. *The Immoderate World Economy* / M. Obstfeld // *3rd Annual Journal of International Money and Finance Conference, UC Santa Cruz, May 2009.* — P. 1–23.

³⁹ Mello de L. *Are Global Imbalances Sustainable? Shedding Further Light on the Causes of Current Account Reversals* / L. de Mello, P.C. Padoan, L. Rousova // *OECD Economics Department Working Paper.* — 2010. — № 69. — P. 1–34; Choi W.G. *Monetary Transmission of Global Imbalances in Asian Countries* / W.G. Choi, I.H. Lee // *IMF Working Paper.* — 2010. — WP/10/214. — P. 1–27.

⁴⁰ Borio C. *What Can (Macro-)prudential Policy Do to Support Monetary Policy* / C. Borio, I. Shim // *BIS Working Paper.* — 2007. — № 242. — P. 1–48; Ferguson R. *International Financial Stability* / R. Ferguson, Ph. Hartman, F. Panetta, R. Portes. — CEPR: London, 2007; Brunnermeier M. *The Fundamental Principles of Financial Regulation* / M. Brunnermeier, A. Crockett, Ch. Goodhart, A. Persaud, H.S. Shin. — CEPR: London, 2009; Gerlach S. *Are the Golden Years of Central Banking Over? The Crisis and the Challenges* / S. Gerlach, A. Giovannini, C. Tille, J. Vicals. — CEPR: London, 2009; Hannoun H. *Towards a Global Financial Stability Framework* / H. Hannoun // *45th SEACEN Governors' Conference, Cambodia, 26–27 Feb. 2010.* — P. 1–26; Moreno R. *Policymaking from a "macroprudential" Perspective in Emerging Market Economies* / R. Moreno // *BIS Working Paper.* — 2011. — № 336. — P. 1–20.

⁴¹ *Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.* — BIS, 2011. — P. 1–13.

⁴² Borio C. *Ten Propositions about Liquidity Crises* / C. Borio // *BIS Working Paper.* — 2009. — № 293. — P. 1–21.

го та глобального рівня. Стрибок цін на первинні ресурси та нові потенційні “бульбашки”, які можуть виникати в умовах неможливості розв’язати проблеми глобальної ліквідності, є підтвердженням того, що національно-центричної макрофінансової орієнтації може бути недостатньо, наприклад, у випадках, коли йдеться про ті типи криз, які стосуються зміни ставлення до резервних валют чи до зміни механізмів формування глобальної грошової пропозиції, які були теоретизовані до глобального фінансового потрясіння 2007—2009 рр. Більше того, ці проблеми практично випадають з поля зору дослідників, зорієнтованих на питання удосконалення фінансового регулювання⁴³.

У таких умовах подолання проблеми дисбалансів залишається актуальним і, найголовніше, його неможливо вирішити без розв’язання дилеми резервних активів та валютних курсів. Спроба G-20 реалізувати принципи економічної політики щодо дисбалансів у глобальній економіці завершилась неоднозначно, оскільки досить вмотивовані пропозиції були заблоковані Китаєм. Схвалений же варіант не містить чітких критеріїв ідентифікації дисбалансів. За їх межами опинились валютні резерви “профіцитних” країн. Також слід визнати, що посткризова риторика щодо проблеми врегулювання дисбалансів, на жаль, змістилася від концептуальних дискусій щодо побудови дієвих альтернатив актуальній системі резервних активів у площину дискусії довкола валютного курсу юань — долар, які дуже часто набувають політичного забарвлення⁴⁴. З одного боку, можна констатувати, що більшість докризових міркувань практично не змінилися, навіть певною мірою послабились позиції радикально налаштованих економістів щодо завищеного курсу юаня у світлі того, що зростання курсу долара США у 2008—2009 рр. позначилось на підвищенні реального ефективного курсу китайської валюти. З іншого боку, у працях з міжнародної політики (а не макроекономіки) намітилось певне розуміння того, що Китаю краще ревальвувати юань аналогічно до того, як це зробили Німеччина та Японія у 1971 р., навіть попри запровадження Р. Ніксоном одностороннього 10%-го мита на увесь імпорт⁴⁵. Утім слід визнати, що дискусії стосовно “юаня — долара” істотно змінилися, оскільки докризові дослідження в основному акцентували увагу на проблемі завищення курсу євро як альтернативи долару, що здавав позиції. Тоді саме ЄС — ЄВС зіткнувся з істотним ризиком погіршен-

⁴³ Це чітко видно при аналізі обговорення теоретичних та практичних проблем забезпечення стабільності функціонування глобальних фінансових ринків із показовою позицією Дж. Стігліца, який, концентруючись на проблемі асиметрії інформації та вразливості фінансових інституцій до провалів ринку, уникає будь-яких спроб виявлення системної нестабільності з боку сфери глобальних монетарних взаємин. (Див.: *Financial System and Macroeconomic Resilience: Revisited. Eighth BIS Annual Conference 25–26 June 2009* // *BIS Papers*. — 2009. — № 53. — Р. 1–27).

⁴⁴ Про те, що проблема курсу юаня вийшла за рамки академічних дискусій, видно з характеру доповідей фахівців Інституту міжнародної економіки (Вашингтон) Конгресу США (Див., наприклад: *Bergsten F. A Proposed Strategy to Correct the Chinese Exchange Rate* / *F. Bergsten* // *11E Congressional Testimony*. — 2010. — Р. 1–8).

⁴⁵ Аналіз ситуації та перспектив юаня з позицій формування курсу долара та платіжного балансу США представлений в дослідженні Центру досліджень економічної політики (Лондон). Попри неоднозначність висновків та інколи полярні позиції дослідників чітко простежується думка про те, що найголовніше — не допустити запровадження нових торговельних бар’єрів і запобігти перетворенню монетарних проблем у торговельні війни. (Див.: *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law* / Edited by S. Evenett. — CEPR: A VoxEU.org publication, 2010. — 231 p.).

ня конкурентоспроможності щодо китайських товарів, оскільки юань був прив'язаний до "падаючої" валюти⁴⁶.

Тепер невпевненість у євро внаслідок фіскальної кризи в Європі породжує іншу проблему. Зростання курсу євро вже не є тим фактором, який може компенсувати монетарну експансію ФРС. Це також ставить питання про те, чому Китай та, зрештою, більшість країн світу повинні втрачати вигоди від експортоорієнтованого зростання тільки тому, що США реалізують політику "кількісного пом'якшення". У підсумку відсутність ревальвації валюти хоча б одного із провідних геоекономічних центрів світу призводить до того, що кумулятивні наслідки посткризової монетарної політики мають чіткі глобальні інфляційні наслідки на тлі нерозв'язання проблеми дисбалансів, фінансової нестабільності та ризиків для економічного зростання з боку високих цін на первинні ресурси. З огляду на це сьогодні найбільш важливою проблемою є не стільки фонове посилення платіжної нерівноваги, скільки те, як дисбаланси співвідносяться з глобальною грошовою пропозицією і, відповідно, поведінкою глобальної ліквідності. Якщо на відміну від докризових побоювань глобальної фінансової дестабілізації, що могла би бути зумовлена диверсифікацією резервів у глобальних масштабах, нинішня ситуація не викликає серйозного занепокоєння, то це не означає, що так буде і надалі, коли ознаки економічного зростання посиляться, фінансовий сектор оздоровиться, а адекватність валютної структури глобального портфеля активів викликати сумніви щодо своєї відповідності посткризовим перспективам.

Іншим вектором досліджень у сфері врегулювання проблеми дисбалансів є апологетика подолання структурних диспропорцій у "профіцитних" країнах задля збалансованого зростання. Основна аргументація тут зводиться до того, що надмірні заощадження далеко не завжди відображають раціонально вмотивовані упередження щодо потенційних дестабілізуючих впливів глобальної фінансової системи. Звідси деяке підвищення поточного споживання (напрямку через зниження норм заощаджень та опосередковано через підвищення курсу національних валют) може відображати підвищення добробуту. Найбільш явно таке розуміння віддзеркалюється у тому, що в основі підвищення рівня споживання має бути розширення пропозиції суспільних благ, а не приватних. Це дозволить підвищити якість людського капіталу, покращити послуги суспільного сектору. Аналогічно, країни із низьким рівнем заощаджень повинні переорієнтуватись на довгострокову траєкторію обмеження споживання. Фінансове регулювання, що посилює вимоги до моніторингу кредитних ризиків, розглядається як один з елементів подолання структурних проблем у "дефіцитних" економіках⁴⁷. Проте навряд чи слід розраховувати, що країни з високим рівнем заощаджень з мотивів самострахування чи очікування майбутнього негативного прояву погіршення вікової структури населення підуть на зростання державних витрат, спостерігаючи за фіскальною кризою в країнах, які донедавна переживали

⁴⁶ Детальніше див.: Lane Ph. *Europe and Global Imbalances* / Ph. Lane, G.-M. Milesi-Ferretti // *Paper presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF*. — 2006. — Wash. (D.C.). — P. 1—25.

⁴⁷ Огляд таких дискусій див.: Blanchard O. *Global Imbalances: In Midstream?* / O. Blanchard, G.-M. Milesi-Ferretti // *IMF Staff Position Note*. — 2009. — SPN/09/29. — P. 1—31.

швидку реальну конвергенцію, зокрема, завдяки амбітним бюджетним видаткам.

У світлі проблематичності глобального зниження рівня платіжних профіцитів та складності емпіричного (і, найголовніше, юстибельного) розмежування між маніпулюванням валютою і підтримкою експортоорієнтованого зростання виникає теоретична дискусія про те, як мають співвідноситись між собою політики країн-експортерів та країн-імпортерів капіталу. Якщо визнати, що приплив капіталу призводить до перегріву фінансової системи, то на думку О. Бланшара та Ж.М. Мілєсі-Ферретті, підвищення глобальної фінансової стабільності може досягатися не стільки завдяки подоланню дисбалансів, скільки завдяки тому, що розвинуті країни повинні посилити наглядові та макропруденційні вимоги до фінансового сектору⁴⁸. Незважаючи на те, що це повертає нас до думки про необхідність перегляду економічної політики на макрофінансових засадах, важливим є розуміння, що попит на активи розвинутих країн таки може мати системні імперфекції, роблячи фінансову систему вразливою. Це також означає, що подальший прогрес щодо зниження рівня платіжної нерівноваги ключових гравців все одно є бажаний з позицій глобальної стабільності.

Висновки. Посткризові дослідження проблеми глобальних фінансових дисбалансів демонструють відсутність консенсусу щодо зв'язку між дисбалансами та фінансовою кризою, застерігають щодо їх стійкості та структурної обумовленості, а також розглядають варіанти політики, принаймні, мінімізації їх негативних наслідків для фінансової стабільності. Поєднання структурних зрушень у фінансовій системі світу із монетарними процесами національного та глобального рівня розглядається як провідний фактор кризи. Схильність до ризику, надінвестування, надмірний ліверидж, кредитна експансія та зростання вартості активів обумовлені як змінами у фінансовій системі, так і монетарними факторами. Попри дискусійність прямих зв'язків між станом платіжного балансу та стабільністю фінансових інституцій відсутність контролю за глобальною грошовою пропозицією є похідною платіжної нерівноваги у довгостроковому періоді. Концентрація уваги на макрофінансових підходах національно-центричної політики дає змогу істотно підвищити ефективність заходів із запобігання потрясінням в майбутньому. Однак нерозв'язаність проблеми резервних активів та валютних курсів не знімає актуальності проблеми контролю за глобальною ліквідністю, формування якої спирається на платіжні дисбаланси. Структурний характер профіцитів у країнах з ринками, що виникають, та розриви в розвитку фінансових систем зберігатимуть детермінуючі сили щодо підтримання дисбалансів ще невизначений час. Це означає, що докризові акценти на проблемах диверсифікації глобальних валютних резервів, ризиках реверсів дисбалансів та зростанні цін на сировинних ринках залишаються актуальними, навіть всупереч тому, що у більшості сучасних досліджень дисбалансів увага цьому практично не приділяється. Неспівмірна швидкість відновлення вартості активів та первинних ресурсів порівняно з нарощуванням глобального ВВП та випуску в розвинутих країнах засвідчує збереження ризиків глобальних макрофінансових дестабілізацій.

⁴⁸ Blanchard O. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced / O. Blanchard, G. M. Milesi-Ferretti // IMF Staff Discussion Note. — 2011. — SDN/11/03. — P. 1—15.

Список використаної літератури:

1. Козюк В.В. Валютні резерви в умовах глобальної фінансової кризи та у пост-кризовій перспективі / В.В. Козюк // Вісник НБУ. — 2010. — № 10. — С. 59—65.
2. Козюк В.В. Фінансовий сектор, валютні резерви та глибина шоку під час глобальної кризи / В.В. Козюк // Світ фінансів. — 2010. — № 1. — С. 111—12.
3. Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності / В.В. Козюк. — Тернопіль: ТНЕУ: Економічна думка, 2009. — С. 434—446.
4. Altundas Y. Does Monetary Policy Affect Banking Risk-taking? / Y. Altundas, L. Gambacorta, D. Marques-Ibanez // BIS Working Paper. — 2010. — № 298. — P. 1—35.
5. Bergsten F. Why Deficits Matter: The International Dimension / F. Bergsten, E. Truman // IIE Speeches, Testimony, Paper. — 2007. Testimony Before the Budget Committee of the House of Representatives, Jan. 23, 2007. — P. 1—18.
6. Blanchard O. Global Imbalances: In Midstream? / O. Blanchard, G.-M. Milesi-Ferretti // IMF Staff Position Note. — 2009. — SPN/09/29. — P. 1—31.
7. 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.
8. Blanchard O. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced / O. Blanchard, G.-M. Milesi-Ferretti // IMF Staff Discussion Note. — 2011. — SDN/11/03. — P. 1—15.
9. Borio C. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link / C. Borio, P. Disyatat // BIS Working Paper. — 2011. — № 346. — P. 1—37.
10. Borio C. Ten Propositions about Liquidity Crises / C. Borio // BIS Working Paper. — 2009. — № 293. — P. 1—21.
11. Borio C. The Financial Turmoil of 2007—?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations / C. Borio // BIS Working Paper. — 2008. — № 251. — P. 1—28.
12. Borio C. What Can (Macro-)prudential Policy Do to Support Monetary Policy / C. Borio, I. Shim // BIS Working Paper. — 2007. — № 242. — P. 1—48.
13. Bracke T. A Framework for Assessing Global Imbalances / T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub // ECB Occasional Paper. — 2008. — № 78. — P. 1—53.
14. Bracke Th. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach / Th. Bracke, M. Fidora // ECB Working Paper. — 2008. — № 911. — P. 5—25.
15. Brunnermeier M. The Fundamental Principles of Financial Regulation / M. Brunnermeier, A. Crockett, Ch. Goodhart, A. Persaud, H.S. Shin. — CEPR : London, 2009.
16. Cetorelli N. Banking Globalization, Monetary Transmission, and the Lending Channel / N. Cetorelli, L. Goldberg // IMF 9th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF Wash. (D.C.), Nov. 13—14, 2008. — P. 1—39.
17. Chang Y. Accounting for Global Dispersion of Current Accounts / Y. Chang, S.-B. Kim, J. Lee // IMF Working Paper. — 2009. — WP/09/276. — P. 1—34.
18. Choi W.G. Monetary Transmission of Global Imbalances in Asian Countries / W.G. Choi, I.H. Lee // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/214. — P. 1—27.
19. Cline W. Currency Wars? / W. Cline, J. Williamson // Institute for International Economics Policy Brief. — 2010. — PB 10—26. — P. 1—12.
20. 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.
21. Darius R. Can Global Liquidity Forecast Asset Prices? / R. Darius, S. Radde // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/196. — P. 1—24.
22. Eichengreen B. Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investors and the Standard Analysis / B. Eichengreen // University of California, Berkeley, 2006. — March. — P. 1—15.
23. Ferguson R. International Financial Stability / R. Ferguson, Ph. Hartman, F. Panetta, R. Portes. — CEPR : London, 2007.
25. Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis / M. Fratzscher // ECB Working Paper. — 2009. — № 1060. — P. 1—42.