



Ринок фінансово-банківських послуг

Дмитро ЛУК'ЯНЕНКО,
Анатолій ПОРУЧНИК,
Ярослава СТОЛЯРЧУК

**ГЛОБАЛЬНІ ФІНАНСОВІ ДИСБАЛАНСИ
ТА ЇХ МАКРОЕКОНОМІЧНІ НАСЛІДКИ**

Резюме

З'ясовано сутність глобальних фінансових дисбалансів, оцінено їх рівень та наслідки для глобальної фінансової стабільності, а також розкрито причини, які обумовили досягнення ними гіпертрофованого рівня в сучасних умовах. Розкрито природу першої глобальної економічної кризи 2007–2009 рр. та причини ланцюгової реакції її поширення в галузевосекторальному та територіальному вимірах світового господарства. Доведено, що фінансовий глобалізм створює структурні передумови для нагромадження у світовій економіці фінансових дисбалансів, коли макроекономічна політика держав виявляється практично безсилою їм протистояти та може лише пристосовуватись до коливань глобальної фінансової кон'юнктури, що їх задають світові фінансові центри.

© Дмитро Лук'яненко, Анатолій Поручник, Ярослава Столярчук, 2010.

Лук'яненко Дмитро, докт. екон. наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, Київський національний економічний університет, Україна.

Поручник Анатолій, докт. екон. наук, професор, Київський національний економічний університет, Україна.

Столярчук Ярослава, канд. екон. наук, доцент, Київський національний економічний університет, Україна.

Ключові слова

Економічна глобалізація, фінансовий глобалізм, глобальний капітал, глобальні фінансові дисбаланси, світовий фінансовий ринок, валютні резерви, зовнішні вимоги, зовнішні зобов'язання, платіжний баланс, глобальна фінансова взаємозалежність, деривативи.

Класифікація за JEL: G15, F34.

На початку XXI століття, як свідчать реалії економічного буття, трансформаційні процеси у світовому господарстві суттєво динамізувались і набули системного характеру, результатом чого стало формування глобальної моделі економічного розвитку. Інтегруючи структурні елементи міжнародної економічної системи, вона надає їй внутрішньої цілісності та єдності на основі поглиблення інтернаціоналізації виробництва та обміну, зростання рівнів транснаціоналізації та інтеграції національних економік, модернізації технологічної основи сучасної ринкової системи, утвердження універсальних стандартів життєдіяльності та формування інститутів глобального менеджменту.

Однак економічний глобалізм має суперечливий і асиметричний характер, а його вигоди та загрози розподіляються вкрай нерівномірно як у міжкраїновому, так і в секторально-галузевому розрізах, що свідчить про нинішню його нездатність забезпечити тривалу економічну рівновагу у світовому масштабі. Так, фінансовий глобалізм як ключовий компонент економічної глобалізації, пов'язаний із процесами інтернаціоналізації національних фінансових систем країн світу та розвитком економічних відносин з приводу акумулювання, використання та привласнення фінансових ресурсів за межами національних кордонів, набув на сьогодні найбільших масштабів та найвиразніших форм вияву порівняно з глобалізаційними процесами у сфері реальної економіки. Це обумовлено насамперед розширенням інвестиційно-кредитної діяльності транснаціональних корпорацій і банків та матеріально втілюється у формуванні єдиного планетарного фінансового ринку, дедалі глибшій інтеграції до нього національних фінансових систем країн світу, лібералізації валютних, інвестиційних та кредитних ринків, розширенні доступу різних держав до глобальних фінансових ресурсів, диверсифікації механізмів концентрації інвестиційних ресурсів та синхронізації фінансових криз.

Про високий динамізм фінансової глобалізації та стрімке зростання рівня фінансової взаємозалежності національних економік країн світу свідчить, зокрема, такий показник, як відношення сумарного обсягу нагрома-

дженого іноземного капіталу до світового ВВП: якщо протягом 1870–1914 рр., за оцінками М. Обсфельда та А. Тейлора, він зріс з 7 до 20%, а з 1945 до 1980 р. – з 5 до 18%, то на початку XXI ст. досягнув позначки 62% [10]. Істотно зросли і сукупні обсяги транскордонних фінансових потоків країн світу – прямих іноземних інвестицій, вкладень в акції та боргові цінні папери, а також транскордонних позик та депозитів. Їхня вартість протягом останніх двох десятиліть зростала щонайменше у 2,5 разу швидше порівняно із сумарним ВВП. Як результат – у 2007 р. обсяги світових транскордонних фінансових потоків за оцінками дослідного центру «McKinsey Global Institute» досягнули 11,2 трлн. дол. США (або 20,5% глобального ВВП), тоді як у 2006 р. вони становили 9,4 трлн. (18,5%), у 2005 р. – 8,4 трлн. (17,7%), у 2000 р. – 5,8 трлн. (16,1%), у 1995 р. – 1,6 трлн. (6,0%), а у 1990 р. – лише 1,1 трлн. (5,2%) [9]. Лише за 2004-2007 рр. світові обсяги іноземного інвестування майже потроїлись, обсяги портфельних інвестицій за останнє десятиліття зросли у 5,5 разу, капіталізація світового фондового ринку відносно глобального ВВП за останні двадцять років зросла майже у 10 разів і перевищує нині 100%, а щорічні вартісні обсяги міжнародного банківського кредитування, за прогнозними оцінками авторитетних експертів, до 2015 р. досягнуть 21 трлн. дол. США [1, с. 26].

Разом з тим об'єктивний аналіз дає підстави стверджувати, що фінансовий глобалізм не є гомогенним та всеосяжним процесом. Так, з одного боку, він надає світовому господарству цілісної структури, а з другого – спричинює поглиблення асиметричності регіонального та структурно-функціонального розподілу глобального капіталу. Адже останній у пошуках сфер найбільш прибуткового свого вкладення призводить до високої турбулентності міжнародних фінансових потоків, формує передумови для хвилеподібних припливів капіталу в окремі країни та їхніх несподіваних відпливів, викликаючи в такий спосіб гострі кризові явища в економіці тих чи інших держав і регіонів світу. Крім того, фінансова глобалізація стимулює процеси надконцентрації глобального капіталу в невеликій групі постіндустріальних країн та створює своєрідний «фінансовий колоніалізм» відсталих держав, котрі через механізми зовнішнього фінансування своїх національних економік та лібералізацію внутрішніх фінансових ринків опиняються перед цілком реальною загрозою втрати економічного та політичного суверенітету з причин боргової та інших видів фінансової залежності, фінансового підпорядкування розвинутих країнам світу та «меркантилізації» гуманітарних цінностей.

Крім того, сфера фінансів, як наймобільніша ланка суспільного відтворення, на глобалізаційному витку світогосподарського розвитку демонструє чимраз зростаючу самодостатність та незалежність від регуляторних механізмів впливу макроекономічної політики держав світу. Самостійно визначаючи параметри глобальних фінансових агрегатів, вона забезпечує собі одержання надприбутків та стимулює нагромадження у світовій економіці фінансових дисбалансів, впоратися з якими неспроможні ні національні, ні регіональні, ні глобальна інституційні системи. Підтвердженням цього є ре-

гулярно повторювані локальні фінансові кризи (європейська валютна криза 1992–1993 рр., мексиканська фінансова криза 1994 р., загострення фінансових проблем у Південно-Східній Азії у 1997 р., у Росії та Бразилії у 1998 р., в Аргентині і Туреччині у 2001 р., американська іпотечна криза 2007 р.), котрі, незважаючи на зусилля інститутів фінансового менеджменту різного рівня, не лише постійно «спалахують» у тій чи іншій точці планети, але й поширюються на цілі регіони, а інколи навіть переростають у світові фінансові потрясіння.

Це певною мірою трансформує традиційні теоретичні уявлення щодо параметрів макроекономічної рівноваги країн світу, економічної ефективності та конкуренції, а також загрожує деформацією національних відтворювальних процесів та підвищує вразливість національних фінансових систем перед екзогенними факторами глобального конкурентного середовища з причин істотного звуження можливостей держав щодо проведення самостійної грошово-кредитної політики та регулювання національних фінансових ринків.

У цьому зв'язку слід відзначити, що зарубіжні та вітчизняні фахівці з проблематики економічної глобалізації сутність фінансових дисбалансів трактують у вузькому та широкому значенні. У вузькому значенні під ними зазвичай розуміють тимчасову нерівновагу платіжних балансів окремих країн, яка виникає у результаті циклічного характеру розвитку їхніх національних економік та обумовлює розрив в обсягах залученого та інвестованого капіталу. Виходячи з подібного трактування сутності фінансових дисбалансів, об'єктом аналізу є сальдо за рахунком поточних операцій держав, тобто вартісні обсяги чистого іноземного інвестування (у випадку дефіциту платіжного балансу) або чистого зарубіжного інвестування (у випадку профіциту).

Згідно такого методологічного підходу, якого притримуються Б. Алгієрі та Т. Брек, Г. Деббелл та Г. Галаті, С. Едвардс, К. Фреунд та А. Варнок, Л. Комарек, З. Комаркова та М. Мелескі¹ та ін., ключовою причиною глобальних фінансових дисбалансів є країнові диференціації в обсягах

¹ Див. детальніше: Algieri B., Bracke T. Patterns of Current Account Adjustment. Insights From Past Experience // Working Paper Series No 762, June 2007. – European Central Bank. – 54 p.; Debbelle G., Galati G. Current Account Adjustment and Capital Flows // BIS Working Papers № 169, 2005. – P. 3–28; Edwards S. On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances, presented at Tenth Annual Conference of the Central Bank of Chile on Current Account and External Financing, Central Bank of Chile, September 2006; Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries // Journal of International Money and Finance, 2005. – Vol. 24. – № 8. – P. 1278–1298; Freund C., Warnock A. Current Account Deficit in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall, 2006 – The University of Chicago Press, Chicago; Komarek L., Komarkova Z., Melecky M. Current Account Reversal and Growth: The Direct Effect Eastern Europe 1923–2000 // Warwick Economic Research Paper 2005. – No 736; Komarek L., Melecky M. Currency Crises, Current Account Reversals and Growth: The Compounded Effect for Emerging Markets // Warwick Economic Research Paper, 2005. – № 735.

залученого та інвестованого капіталу, котрі напряду залежать від темпів їхнього макроекономічного зростання. Йдеться про те, що різношвидкісна динаміка економічного розвитку країн обумовлює асиметричність в обсягах фінансових активів, котрі здатні акумулювати їхні національні фінансові системи для обслуговування реальних інвестиційних процесів. Нагромадження дефіциту платіжних балансів країн та пов'язані з ними фінансові дисбаланси, згідно даного теоретичного погляду, не кваліфікуються як серйозна структурна проблема глобальної економіки, оскільки, як засвідчив світовий досвід, упродовж останніх десятиліть вони піддавалися коригуванню важелями державного антициклічного регулювання, а саме: грошово-кредитної, бюджетно-податкової та інвестиційно-структурної політики.

Так, узагальнення зарубіжного досвіду державного регулювання тимчасової нерівноваги платіжних балансів окремих країн знаходимо, зокрема, у роботі експертів Європейського центрального банку Б.Алгієрі та Т. Брека «Моделі регулювання поточного рахунку» [7]. Систему коригувальних механізмів платіжних балансів було агреговано у 3 групи важелів: до першої групи віднесено інструменти внутрішнього коригування (internal adjustment – скорочення внутрішнього попиту без зміни рівня процентної ставки); до другої – зовнішнього коригування (external adjustment – зниження процентної ставки без зміни динаміки зростання ВВП та внутрішнього попиту); до третьої – змішаного регулювання (mixed adjustment – комбінація стримування економічного зростання та зниження рівня процентної ставки) (табл. 1). На основі дослідження 71 епізоду реалізації заходів щодо коригування платіжних балансів, авторами було з'ясовано, що найбільшу ефективність, з точки зору впливу на макроекономічну динаміку (поточний рахунок; внутрішній попит; рівень споживчих цін та цін на активи; рівень державних витрат та зовнішню позицію країн) продемонстрували заходи внутрішнього коригування, до яких упродовж досліджуваного періоду найчастіше вдавалися як розвинуті країни світу, так і країни з новостворюваними фінансовими ринками.

Подібний звужений підхід до трактування сутності фінансових дисбалансів демонструє на сьогодні суттєві методологічні вади. Адже в епоху глобалізації циклічність національного економічного розвитку набуває синхронізованого характеру як результат поглиблення транснаціоналізації національних економік країн світу, зростання їхньої взаємозалежності, інтернаціоналізації фінансових систем держав, циклічної зміни технологічних укладів та ін. За таких умов глобальний капітал у пошуках найбільш прибуткових сфер свого вкладення певною мірою втрачає здатність до швидкої передиспозиції у галузевому та територіальному розрізах світового господарства. Тому суттєвої модернізації потребує сама концепція глобальних фінансових дисбалансів з точки зору трактування їхньої сутності, з'ясування причин, що обумовлюють відповідну дисфункцію світової фінансової системи, а також оцінки їхнього рівня та наслідків для глобальної фінансової стабільності.

Таблиця 1

**Чисельність епізодів коригування платіжних балансів
у країновому розрізі протягом 1970–2006 рр.**

Група країн	1970-ті	1980-ті	1990-ті	2000-ті	Загальна чисельність епізодів			
					всього	у тому числі		
						внутрішнє коригування	зовнішнє коригування	змішане коригування
Країни «Великої сімки»	3	7	3	1	14	6	3	5
Інші розвинуті країни світу	6	13	9	0	28	17	6	5
Країни з новостворюваними фінансовими ринками	1	6	16	6	29	13	8	8
Всього	10	26	28	7	71	36	17	18

Джерело: Algieri B., Bracke T. Patterns of Current Account Adjustment. Insights From Past Experience // Working Paper Series No 762, June 2007. – European Central Bank. – P. 17.

Що стосується трактування сутності фінансових дисбалансів, то їх необхідно розглядати у широкому значенні як результат глибоких трансформацій світової економіки, пов'язаних зі стрімким наростанням розриву між матеріально-речовим змістом глобального валового продукту та вартісною формою його вираження через відрив процесів капіталізації компаній від реальної основи соціально-економічного прогресу – зростання продуктивності суспільної праці, наростання асиметрії між обсягами фінансових послуг та реального виробництва, поглиблення диспропорцій між виробничим та спекулятивним нагромадженням капіталу, відсутність ефективних інструментів регулювання національних фінансових ринків, а також наростання асиметричності у галузевій та територіальній диспозиції міжнародних фінансових потоків, у світовому розподілі заощаджень та інвестицій, боргу і кредиту.

Саме ці фактори за умов лібералізації процесів міжкрайового та міжрегіонального переливу капіталів, створюють структурні передумови для відтворення та нагромадження у світовій економіці глобальних фінансових дисбалансів. Адже якщо в умовах закритої економіки єдиним джерелом для нагромадження капіталу в країні є внутрішні заощадження, то відкрита економічна система суттєво розширює джерела доступних для неї фінансових

ресурсів через включення до них зовнішніх інвестицій, котрі є результатом заощаджень іноземних суб'єктів. Водночас в умовах відкритої економіки внутрішні заощадження країни можуть і не бути реальним джерелом фінансування національного нагромадження, а спрямовуватися на фінансування зарубіжних економік у формах відпливу капіталу, формування золотовалютних резервів, погашення зовнішнього боргу, перетворення заощаджень у наявну готівкову іноземну валюту та ін.

У результаті, суттєвої модифікації зазнає механізм трансформації заощаджень в інвестиції, коли сукупний обсяг внутрішніх заощаджень може суттєво перевищувати, або навпаки, значно відставати від сукупного обсягу інвестицій в рамках національної економіки. У цьому зв'язку цілком слушною видається думка авторитетного американського економісту, голови Федеральної резервної системи США Б. Бернанке, який стверджує, що суттєвим каталізатором розбалансування світової фінансової системи і нинішньої глобальної фінансової кризи стало стрімке нарощення з кінця 1990-х років заощаджень в азійських і нафтовидобувних країнах, що на тлі штучного заниження курсу національної валюти (як ключового інструменту реалізації моделі експортоорієнтованого економічного зростання) стало причиною формування в цих державах надлишкової маси заощаджень. Вона скеровувалася до США і використовувалася, головним чином, для фінансування величезного дефіциту рахунку поточних операцій цієї держави, поступово поглиблюючи структурні вади в її національній економіці та створюючи умови для перманентного нарощення споживання у багатьох представників американського суспільства, яке з часом трансформувалося у своєрідний «споживацький фетишизм». Про це свідчить, зокрема, той факт, що протягом останнього десятиліття споживчі витрати формують близько 2/3 ВВП США, а постійне нарощування їх обсягу за останні тридцять років обумовлювало як приріст ВВП, так і доходів населення та державного бюджету цієї країни.

У такий спосіб було сформовано самопідтримуючий режим циркулювання глобального капіталу у світовому господарстві, протилежний моделі його перерозподілу кінця XIX – початку XX ст.: якщо сто років назад проблема перенагромадження капіталу у розвинутих країнах світу вирішувалася головним чином через його вивезення у відсталі держави, то на сьогодні країни, що розвиваються, стали головними центрами його нагромадження, тоді як держави-лідери – його споживачами.

Подібну ситуацію, викликану «глобальним надлишком заощаджень» (global savings glut), Б. Бернанке дуже влучно кваліфікує «парадоксом заощадження» і характеризує його як вкрай деструктивний, що не сприяє досягненню оптимального рівня ліквідності на світовому ринку заощаджень та зумовлює необґрунтовано низькі процентні ставки на міжнародний позичковий капітал². Однак, тим самим, учений намагається певною мірою завуа-

² Див. детальніше: Bernanke B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics. – Richmond, Virginia, 2005. – <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>.

лювати вирішальну роль у розбалансуванні світової фінансової системи США, які мають значні вади в економічній політиці та небувалий фіскальний і монетарний експансіонізм, перекладаючи усю провину генерування глобальних фінансових дисбалансів на інші держави світу.

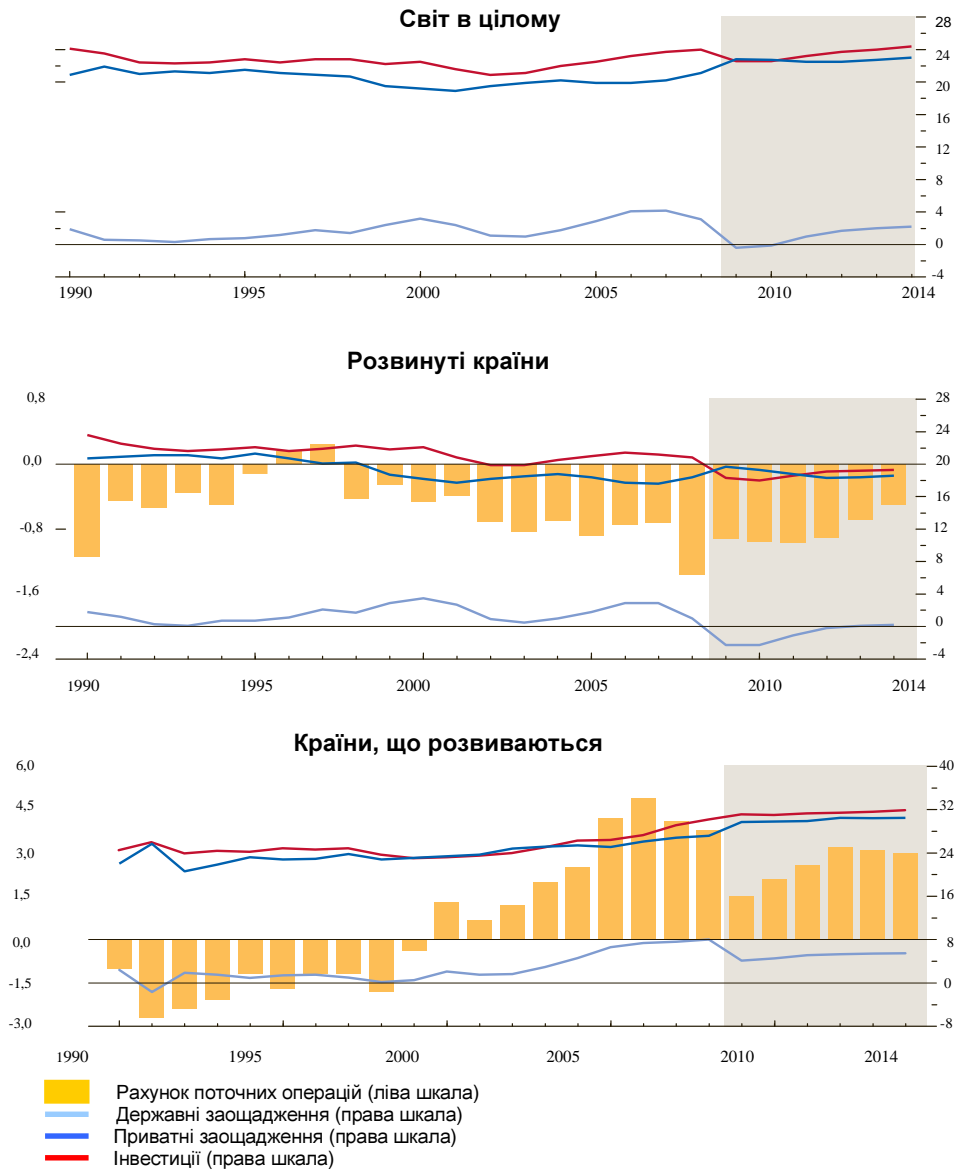
Більше того, ряд зарубіжних вчених навіть обґрунтовують думку про те, що глобальні фінансові дисбаланси провокуються безпосередньо периферійними країнами. Узагальнення подібних припущень і висновків зустрічаємо, зокрема, у праці Дж. Сороса «Криза світового капіталізму» (1999 р.), в якій стверджується, що капіталізм як гігантська система циркуляції фінансових ресурсів з їхнім «всмоктуванням» в центрі і «виштовхуванням» на периферію, може зазнати глибоких фінансових дисбалансів у тому випадку, якщо відсталі держави намагатимуться обмежити рух грошей у напрямі до центру, закриваючи «клапани» їх вільного виходу [5]. В якості інструментарію стабілізації дисбалансів відомий фінансист пропонує створити механізм гарантованих позик для периферійних країн з метою постачання їх доступними фінансовими ресурсами за прийнятними цінами і в достатніх обсягах, що по своїй суті означатиме «справедливе» повернення їхніх національних заощаджень. Інституціонально така система має спиратися на глобальний центральний банк, який виконував би перерозподільні функції в масштабах світової економіки. Такий банк, за задумом Дж. Сороса, повинен стати основою ефективної трансформації заощаджень в інвестиції як у світовому господарстві в цілому, так і в межах національних економік, що забезпечуватиме стійкість світової валютно-фінансової системи та уникнення її хронічних дисбалансів.

Разом з тим, концепція просторової диспозиції міжнародних фінансових потоків при поясненні глобальних фінансових дисбалансів не може обмежуватися однією чи декількома країнами, наприклад США, Китаєм чи іншими державами або їхніми групами, адже як засвідчує міжнародна фінансова статистика, загальний спадний тренд динаміки заощаджень та інвестицій притаманний усім високорозвиненим країнам світу, а тенденція до їхнього зростання – країнам, що розвиваються, із 1970-х років (рис. 1).

При цьому, починаючи з 2000-х років, глобальні фінансові дисбаланси як перевищення інвестицій над заощадженнями та нестача останніх у промислово розвинутих країнах та, відповідно, нагромадження заощаджень і їхнє відставання від інвестицій у країнах, що розвиваються, демонструють усталену тенденцію поглиблення. Ця ситуація, водночас, зумовлює дестабілізацію сальдо рахунку поточних операцій країн: у високорозвинених державах світу ці показники від'ємні, а в країнах, які розвиваються, – додатні.

Рисунок 1.

**Глобальні заощадження, інвестиції та рахунок поточних операцій
(у % світового ВВП)**



Джерело: World Economic Outlook. Crisis and Recovery. April 2009. – IMF, 2009. – P. 31.

Тому цілком очевидним є той факт, що стабілізація глобальних фінансових дисбалансів є завданням комплексним та системним, досягнення якого не можливе в рамках лише однієї країни (наприклад, США) чи обмеженої країнової групи, так як обумовлюється багатонаціональними фінансовими дисбалансами. Про це зайвий раз свідчать різноспрямовані тенденції щодо динаміки інвестицій та заощаджень у країнах, які швидко розбудовують свої національні ринки – з одного боку, азійські держави (Республіка Корея, Гонконг, Сінгапур, Тайвань, Індонезія, Малайзія, Таїланд, Філіппіни), як було наведено вище, підтримують профіцитні сальдо поточного рахунку, а з іншого – у таких постсоціалістичних східноєвропейських країнах, як Угорщина, Польща, Словаччина, Чехія, Албанія, Болгарія, Македонія, Румунія, Хорватія, Латвія, Литва, Естонія, уже тривалий проміжок часу спостерігаються дефіцитні сальдо поточного рахунку завдяки інтенсивному зростанню інвестицій у регіоні, головним чином у країнах з низькими доходами.

Ряд експертів³ пов'язують таку диспозицію зі здійсненням фінансової лібералізації у цих державах, входженням багатьох із них до складу ЄС, внаслідок чого полегшилися загальні умови доступу і залучення іноземного капіталу та ефективного його інвестування в інноваційні та інші вигідні проекти, були спрощені бар'єри для присутності іноземних банків, а процес інтеграції до ЄС покращив перспективи збереження і посилення економічної і політичної стабільності, що додатково стимулювало притік іноземного капіталу. Водночас в азійських країнах, які швидко розвиваються, профіцитність поточного рахунку забезпечується головним чином меншим ступенем лібералізації національних фінансових ринків та операцій з капіталом, значною часткою державного сектору в економічній системі суспільства, заниженим курсом національних валют та великою кількістю населення молодшого віку.

Подібний підхід до з'ясування причин глобальних фінансових дисбалансів у своїй основі кореспондується з висновками Е.Мендози, В.Квадріні та Ж.-В. Ріоса-Рули, котрі у своїй роботі «Фінансова інтеграція, фінансова глибина та глобальні дисбаланси»⁴ обґрунтовують, що чим більш розвинутий та глибоким є фінансовий ринок країни за умов відсутності обмежень на рух капіталу, тим масштабніші зовнішні зобов'язання вона здатна акумулювати у довгостроковому періоді, тим більшою мірою її фінансові посередники схильються до ризикової поведінки, інвестуючи свої кошти у високо-

³ Див. детальніше: Abiad Abdul G., Tresselt Thierry, Detragiache Enrica. A New Database of Financial Reforms. IMF Working Papers, Vol. – Washington: International Monetary Fund, 2008. – P. 1-28; Herrmann Sabine, Winkler Adalbert. Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account – Emerging Europe versus Emerging Asia. ECB Occasional Paper No. 88. – Frankfurt am Main: European Central Bank, 2008. – 38 p.; Dubravko M. The Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks in the Credit Expansion in Central and Eastern Europe / in Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning? ed. by Inci Otker and Charles Enoch. – Washington: International Monetary Fund, 2007. – P. 56-98.

⁴ Див. детальніше: Mendoza E., Quadri V., Rios-Rull J.-V. Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances. – June 20, 2007. – 46 p.

ризиковані активи та залучаючи іноземні капітали у боргові інструменти національних емітентів. Як результат – цільова функція фінансового сектору такої країни зводиться, головним чином, до перерозподілу фінансових активів та ризиків, що обумовлює зниження рівня заощаджень у державі. Відтак – держава характеризується низьким рівнем заощаджень та високим поточним споживанням, що на фоні високої норми прибутку на вкладений капітал стає причиною зростання її платіжного дефіциту та чистих зовнішніх зобов'язань.

Прикладом такої країни є США, де упродовж останніх років спостерігалось стрімке скорочення національних заощаджень, обумовлене погіршенням сальдо державних фінансів і нагромадженням американськими громадянами багатства у вигляді житла та нерухомості. За даними фахівців Міжнародного валютного фонду, заощадження у США стрімко скорочуються, починаючи з кінця 1990-х років, прискорюючи тим самим довгострокову тенденцію національного економічного спаду – спершу від падіння приватних заощаджень, а з 2000 р. – в результаті переходу від бюджетного профіциту до значного дефіциту. Так, якщо у середині 1980-х років американські домогосподарства зберігали близько 7-9% своїх поточних доходів, то до 2007 р. норма їхніх заощаджень досягла найнижчого в історії рівня – 0,4% сукупних доходів (у 2002 р. – 2,4%). Заощадження корпоративного сектору лише частково компенсували це катастрофічне падіння, як результат – частка валових національних заощаджень у ВВП знизилась з 16,6% за 1992–2000 рр. до 13,8% у 2002–2007 рр. [3, с. 77].

Зрозуміло, що за нестачі власних фінансових ресурсів, необхідні їхні обсяги доводилося залучати за кордоном. Наприклад, щорічна сума отримуваних Сполученими Штатами позичкових капіталів донедавна оцінювалась експертами майже в 1 трлн. дол. США, що є свідченням суттєвого перевищення попиту на американські активи порівняно з попитом на активи в інших країнах світу та модифікації традиційних уявлень про параметри макроекономічної стабільності держав та процеси їхнього пристосування до глобальної фінансової кон'юнктури. Адже у випадку значного нагромадження зовнішніх активів і зобов'язань країн валютний курс перестає бути інструментом екзогенного пристосування їхніх національних економік до умов глобального фінансового середовища, оскільки його коливання дедалі більшою мірою залежать від стабільності зовнішньої позиції тієї чи іншої країни та перспектив інвестиційних операцій у її національній валюті.

На противагу такій країні держави з низьким рівнем розвитку фінансового ринку займають протилежну позицію, нарощуючи масштаби заощадження капіталу та обсяги чистих зовнішніх активів, а також знижуючи поточне споживання, що забезпечує їм платіжний профіцит та нагромадження значних валютних резервів. До числа таких країн належать передусім держави азійського регіону, котрі після фінансової кризи 1997–1998 рр. почали стрімко нагромаджувати валютні резерви з метою страхування на випадок несподіваного відтоку капіталів з їхніх національних економік, як це було у 1997 р. Так, якщо у 1965 р. вартісний обсяг світових валютних резервів ста-

новив лише 0,1 трлн. СПЗ, а у 1988 р. – 0,5 трлн. відповідно, то на початок 2009 р., згідно даних МВФ, він досягнув 6,9 трлн. дол. США [8]. При цьому майже 60% їхнього обсягу сконцентровано нині в Китаї, Росії, Тайвані, Індії, Республіці Корея, Сінгапурі, Гонконгові та Малайзії.

Якщо оцінювати вплив подібного стрімкого нагромадження валютних резервів в азійських економіках на світову економічну рівновагу, то слід відзначити, що вже сьогодні їхня вартість суттєво перевищує допустимі ліміти. Зокрема, якщо керуватися нормативами Банку міжнародних розрахунків (згідно яких адекватна вартість валютних резервів країни повинна бути рівною або обсягу її короткотермінового боргу, або коливатися в межах 5–20% грошового агрегату M2, або рівнятися сумі імпорту країни за 3–4 місяці), то вартість валютних резервів Китаю перевищує допустиму норму майже у 12 разів, Тайваню – майже у 6 разів, Росії та Індії – вчетверо, а Кореї та Малайзії – втричі [11]. Серед негативів надмірного нагромадження валютних резервів азійських країн необхідно відмітити насамперед ряд загроз їхній макроекономічній стабільності, а саме: зниження надходжень до державного бюджету, зростання рівня процентних ставок, стрімке зростання грошових агрегатів та внутрішнього кредитування, надлишкова ліквідність банківської системи та її нечутливість до інструментів монетарного регулювання та ін. Крім того, сучасні тенденції розвитку ряду азійських економік засвідчують, що подальше нагромадження валютних резервів не лише втрачає економічну доцільність, але й вже сьогодні призводить до прямих втрат у формі постійного скорочення фонду споживання, підриву трудової мотивації населення та орієнтації національних відтворювальних процесів цих держав на зовнішні ринки збуту.

Яскравим прикладом, який підтверджує дану тезу, є китайська економіка, де меті забезпечення високих темпів економічного зростання підпорядковано процеси нагромадження інвестиційного капіталу. А оскільки формування інвестиційних ресурсів потребує чимраз масштабнішого нагромадження капіталу за рахунок скорочення фонду споживання, то дедалі більше погіршується ставлення населення до праці та гіпертрофується експортна діяльність цієї держави. При цьому надмірна залежність національного відтворювального процесу Китаю від міжнародної ринкової кон'юнктури не лише істотно ускладнює проведення у цій державі збалансованої монетарної політики, але й загрожує глобальній фінансовій стабільності, враховуючи масштаби народногосподарського комплексу Китаю та його зростаючий вплив на світову економіку.

У сукупності це призводить до відтворення та прогресування глобальних фінансових дисбалансів, впоратися з якими неспроможні навіть центральні банки країн та державні органи монетарного регулювання. Наявним прикладом цього є Федеральна резервна система США (ФРС), яка після Ямайської валютної системи, коли було відмінено прив'язку долара до золота, отримала монополію на безконтрольну емісію цієї грошової одиниці. Так, обсяг доларової маси у світі за останні десятиліття зріс в десятки разів, на порядок перевищуючи обсяги ВВП США, котрі за логікою повинні

були б регулювати співвідношення реального виробництва і вартісної форми його вираження. Саме долар був і на сьогодні залишається головною розрахунковою валютою в міжнародній торгівлі, що дає змогу США отримувати колосальні доходи від «сеньйоражу». Здійснюючи емісію нічим не забезпечених грошових знаків, американський уряд, а також фізичні та юридичні особи цієї країни могли купувати товари та послуги практично в будь-якій країні світу. Проте долар, зважаючи на високий рівень доларизації світової економіки, поряд з виконанням традиційних функцій грошей перетворився на звичайний товар, що «загнало» США у пастку, з якої не так просто знайти вихід.

Крім того за умов зняття обмежень на вільне переміщення капіталу у глобальному масштабі та виходу на світову фінансову арену нових гравців в особі азійських країн ФРС поступово позбавляється ефективного інструментарію протидії необмеженому розширенню грошової пропозиції. Адже величезна грошова маса, не пов'язана з обслуговуванням потоків товарів, ресурсів та реальних активів, відразу спрямувалася у фінансовий сектор, про що свідчить, зокрема, той факт, що за останнє десятиліття – частка вкладень у фінансові активи зросла до 80% сукупного інвестиційного капіталу, залученого провідними країнами світу. Це глибоке структурне зрушення було обумовлено стрімко наростаючим розривом у рівнях рентабельності фінансових операцій та діяльності у реальному секторі економіки: якщо рентабельність виробничих активів складає 12–15%, то фінансових – 60–80%, а за окремими операціями – навіть 100%.

У свою чергу низькі процентні ставки, що супроводжували грошову емісію, сприяли не зростанню цін на товари та послуги, а, поєднавшись з процесами сек'юритизації активів і розширенням ринків похідних цінних паперів, прискорили зростання вартості фінансових активів. За таких умов стимулювання національного фінансового ринку США та вирішення проблеми фінансування їхнього платіжного дефіциту за рахунок зростання обсягів непокритої грошової маси стає для ФРС чимраз важчим завданням. Прагнучи завуалювати негативні наслідки цих процесів Федеральна резервна система США з 2006 р. навіть призупинила публікацію грошового агрегату М3 як системного індикатора оцінки кількості доларів, що знаходяться в обігу.

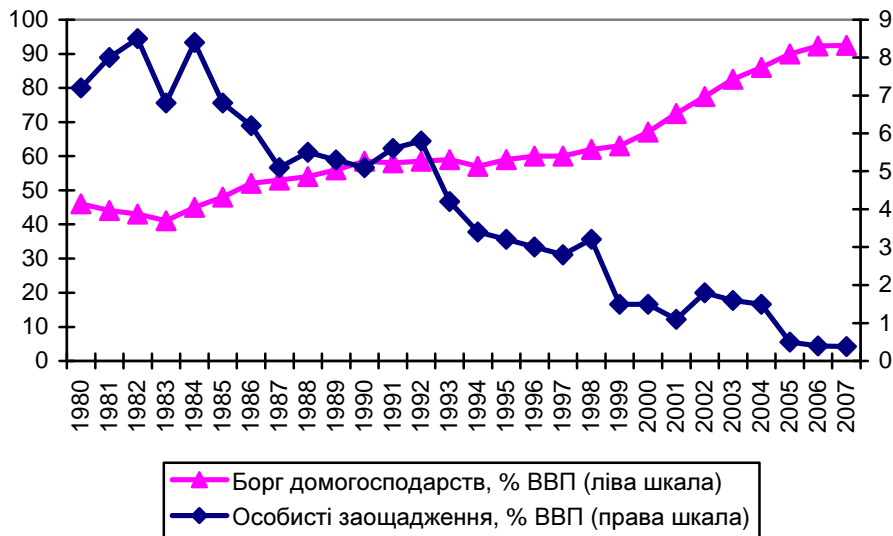
Найшвидше на таку ситуацію відреагував глобальний іпотечний ринок, який з кінця 1990-х років разом з валютним та фондовим ринками активно включився у процес «відсмоктування» надлишкової валютної ліквідності. Зниження у 2003 р. рівня процентної ставки до 1% спровокувало відтік капіталу зі сфери виробничого нагромадження у сферу споживання, давши змогу американським банкам у стислі терміни «накачати» економіку гроши-ма через активну видачу іпотечних кредитів під будівництво житла. На фоні погіршення якості кредитування це привело до стрімкого зростання капіталізації іпотечного ринку США (75% ВВП на початку 2006 р.) та безпрецедентного зростання державних і приватних боргів, сукупна вартість яких, за

оцінками «Independent Strategy», у 2006 р. перевищила обсяг грошової бази приблизно у 52 рази [4].

Саме на основі іпотечних кредитів на купівлю житла базувалося економічне зростання у США останніх років. Про це свідчить, зокрема, той факт, що шляхом введення в обіг чистої вартості будинків (home equity extraction) американські домогосподарства у 2002–2007 рр. отримували в середньому за рік понад 51 млрд. дол., тоді як у 1993–2001 рр. цей показник не перевищував 5,8 млрд. [3, с. 78]. Це дало змогу американським домогосподарствам, незважаючи на вкрай низькі темпи зростання заробітних плат, підтримувати усталено високі темпи споживання, що врешті-решт призвело до стрімкого зростання їхньої кредитної заборгованості (рис. 2). Більше того, американці отримали можливість випереджальними темпами порівняно із темпами зростання ВВП США нарощувати свою кредитну заборгованість, а потужного імпульсу дальшому нарощуванню обсягів кредитування надало виникнення у період 1998–2001 рр. «бульбашки», пов'язаної з різким збільшенням кількості, а пізніше банкрутством високотехнологічних Інтернет-компаній, так званих «доткомів».

Рисунок 2.

Динаміка заощаджень і заборгованості американських домогосподарств протягом 1980–2007 рр.



Джерело: побудовано автором за даними US Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce // <http://www.bea.gov>

У результаті частка прямих видатків з обслуговування іпотечних і споживчих кредитів у сукупному доході американських домогосподарств складає на сьогодні близько 14,5%, а з урахуванням оподаткування нерухомості та зобов'язань з оплати орендних і страхових платежів ці виплати досягають 20%. Крім того, за оцінками Центру житлової політики США протягом 1997-2005 рр. кількість домогосподарств, які витрачають на оплату житла понад 50% своїх доходів, зросла з 2,4 до 4,5 млн., або на 88% [2].

На тлі різкого підвищення процентної ставки у 2006 р. позичальники виявилися неспроможними її обслуговувати, і як наслідок – стрімке падіння цін на нерухомість, дестабілізація банківської системи США, масштабний дефіцит ліквідності та дефолт кредитних та інвестиційних компаній. Так, у 2006 р. понад 100 американських компаній згорнули кредитні й інвестиційні програми у житловому будівництві; у 2007 р. сукупні втрати банківських і фінансових інститутів досягнули 300 млрд. дол. США [1, с. 27–28]; а на початок 2009 р. – 1,2 трлн. дол. Це похитнуло фондовий ринок США, а через нього – спровокувало масштабну кризу світової фінансової системи та обвал фондових ринків усього світу. Лише за 2007 р. сукупна вартість цінних паперів на світовому фондовому ринку знизилась на 5 трлн. дол. США, в результаті чого інвестори переорієнтували свою діяльність з фондового на товарний ринок, поступово «розкручуючи» спіраль глобальної інфляції та гальмуючи темпи зростання світового виробництва.

Відсутність раціональних обмежень у наданні позик стала результатом дерегуляції американського фінансового ринку після відміни у 1999 р. акта Гласа-Стігала, який закріплював функціональний принцип його регулювання. Згідно цього принципу кожен фінансовий інститут (насамперед банки) повинен був виконувати свої традиційні функції з точки зору інституційного забезпечення кругообороту в економіці того чи іншого сегменту фінансового капіталу. Після відміни цього акту банки не лише почали активно співпрацювати з інвестиційними банками, але й самі включилися в операції фондового ринку і почали виконувати непритаманні свої функції, поступово переймаючи на себе ряд функцій інших фінансових інститутів. Найбільшою мірою в операції фондового ринку включилися найавторитетніші банківські установи світу, наприклад «Merrill Lynch», «Bank of America», «JPMorgan», «Citigroup», «BNP Paribas», «HSBC», «UBS», «Barclay» та інші, котрі тривалий час працювали у сегменті високоризикованих кредитів та володіли акціями корпоративного сектору.

За таких умов традиційні інструменти регулювання банківської діяльності певною мірою себе вичерпують. Адже для держави стає неможливим відслідковувати в якій ланці господарського механізму, як підсистеми економічної системи, кожен фінансовий інститут формує свою капіталізовану додану вартість, як вона розподіляється і в особі кого вона персоніфікується. Перетвореність функцій фінансово-кредитних установ та їх висока взаємопов'язаність призвели до того, що банкрутство компаній, акції яких мали у власності банки, вимагало від останніх вдатися до списання колосальної заборгованості. Їх сумарна сума склала, наприклад, для «Merrill Lynch»

15 млрд. дол. США, для «Citygroup» – 18 млрд., а для «UBS» – досягла «рекордної» відмітки у 37 млрд. [2].

Значну дестабілізуючу роль відіграла і висока довіра регулюючих органів до висновків рейтингових агентств, котрі, присвоюючи рейтинги фінансово-кредитним інститутам, переслідували мету мінімізації можливих ризиків їхньої діяльності та максимізації її прибутковості. Крім того, дерегуляція фінансових ринків доповнилася низкою характерних для фінансового середовища вад, передусім, моральним ризиком та асиметрією інформації, які посилили суб'єктивність оцінювання ризиків діяльності корпоративного сектору та дали можливість топ-менеджменту свідомо маніпулювати результатами фінансово-господарської діяльності компаній.

Таблиця 2

Динаміка обсягів глобального ринку деривативів за інструментами та регіонами протягом 1995–2009 рр.

Показник	1995		1998		2000		2002	
	вартісний обсяг, млрд. дол. США	річний обіг, млн. контрактів	вартісний обсяг, млрд. дол. США	річний обіг, млн. контрактів	вартісний обсяг, млрд. дол. США	річний обіг, млн. контрактів	вартісний обсяг, млрд. дол. США	річний обіг, млн. контрактів
Процентні ф'ючерси	5876,2	561,0	8031,4	760,0	7907,8	781,2	9955,6	1152,1
Процентні опціони	2741,8	225,5	4623,5	129,7	4734,2	107,7	11759,5	240,3
Валютні ф'ючерси	33,8	99,6	31,7	54,5	74,4	43,5	47,0	42,6
Валютні опціони	120,4	23,3	49,2	12,1	21,4	7,0	27,4	16,1
Ф'ючерсні індекси фондового ринку	172,2	114,8	291,6	178,0	377,5	225,2	365,7	530,3
Опціонні індекси фондового ринку	337,7	187,3	947,4	195,0	1148,4	481,5	1701,2	2235,5
Всього, у тому числі	9282,0	1211,5	13974,8	1329,3	14263,8	1646,0	23856,3	4216,8

Північна Америка	4852,3	455,0	7395,1	530,0	8168,0	461,3	13720,2	912,2
Європа	2241,2	354,8	4397,1	525,9	4197,9	718,6	8801,0	1074,8
Азія	1990,1	126,4	1882,5	170,9	1611,8	331,3	1206,0	2073,1
Інші регіони	198,4	275,5	300,1	102,5	286,2	134,9	129,1	156,7

Продовження таблиці 2.

Показник	2004		2006		2008		2009*	
	вартісний обсяг, млрд. дол. США	річний обіг, млн. контрактів	вартісний обсяг, млрд. дол. США	річний обіг, млн. контрактів	вартісний обсяг, млрд. дол. США	річний обіг, млн. контрактів	вартісний обсяг, млрд. дол. США	річний обіг, млн. контрактів
Процентні ф'ючерси	18164,9	1902,6	24476,2	2621,2	18732,3	2582,9	17833,7	443
Процентні опціони	24604,1	361,0	38116,5	566,7	33978,8	617,7	33005,8	131,7
Валютні ф'ючерси	103,5	83,7	161,4	231,1	95,2	433,8	86,1	71,1
Валютні опціони	60,7	13,0	78,6	24,3	124,8	59,8	107,3	9,2
Ф'ючерсні індекси фондового ринку	635,2	804,4	1045,3	1233,6	656,0	2467,9	592,5	600,6
Опціонні індекси фондового ринку	3024,9	2980,1	6565,3	3177,5	4272,8	4174,1	4132,4	959,0
Всього, у тому числі	46593,3	6144,8	70443,4	7854,4	57859,9	10336,2	55757,9	2214,6
Північна Америка	27608,9	1633,6	42551,4	2541,8	29814,7	3079,6	26811,0	575,8
Європа	16308,2	1412,6	23216,8	1947,3	24622,5	2939,5	26067,6	620,5
Азія	2426,9	2847,6	4049,6	2957,1	2685,9	3753,6	2242,4	892,3
Інші регіони	249,3	251,0	625,6	408,2	736,8	563,5	636,9	126,1

* - Дані за перше перший квартал

Джерело: Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy. October 2008. – IMF, 2008. – P. 184–185; Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead. October 2009. – P. 186–187.

Потужному відтоку капіталу зі сфери виробничого нагромадження значною мірою сприяло поширення нових і надзвичайно складних фінансових похідних, насамперед «квадратних» заставних боргових зобов'язань (CDO's-squared), заставою для яких слугують в основному інші заставні боргові зобов'язання. Саме вони поширили в економіці процеси сек'юритизації активів і суттєво розширили масштаби ринків похідних цінних паперів, прискоривши тим самим зростання вартості фінансових активів. Так, на початок 2008 р. світові обсяги сек'юритизованих кредитів досягли 28 трлн. дол. США [6]; у той час, як щорічний обсяг експорту товарів протягом 1990-х – першої половини 2000-х років становив у середньому 5 трлн. дол. США, експорту послуг – 1,2 трлн., а прямих і портфельних інвестицій – близько 900 млрд. відповідно, масштаби міжнародної торгівлі деривативами протягом 1995-2008 рр. зросли майже удесятеро і склали на кінець періоду майже 60 трлн. дол. США (у 2007 р. – понад 80,5 трлн. дол.), що у двадцять разів перевищує вартість проданих товарів і послуг (табл. 2).

Таким чином, довготривале структурне нагромадження у світовій економіці фінансових дисбалансів стало детонатором глобальної економічної кризи, яка з усією очевидністю окреслилася в кінці 2007 р., а протягом 2008 р. з безпрецедентним динамізмом поширилася практично на всі країни світу. Серед форм прояву цієї кризи слід відзначити передусім різке падіння капіталізації компаній, уповільнення ділової активності, скорочення споживчих витрат, зростання безробіття, зниження темпів зростання світової економіки, поглиблення валютних дисбалансів, скорочення обсягів міжбанківського кредитування, згорання кредитування реального сектору економіки та домогосподарств, подорожчання кредитного капіталу та ін.

Однак за глибиною та масштабами впливу на національні економіки держав ця криза виходить за межі звичайної циклічної і характеризується чітко вираженим структурно-інноваційним характером, тобто передбачає системні якісні трансформації світового виробництва та його технологічної бази та основі шостого високотехнологічного укладу. Ідеться про те, що глобальна економічна криза, яка на сьогодні розгортається у світовій економіці, є лише виявом загальних закономірностей, що їх визначає «укладна» концепція довгострокової мегатехнологічної динаміки.

І хоч такі закономірності частково завуальовуються через нашарування на них специфічних процесів у фінансовій сфері (саморуїнвання фінансової піраміди боргових зобов'язань у США та крах глобального ринку деривативів у тому числі контрактно-нафтових і фінансових «бульбашок»), проте стрімке падіння фондових індексів та цін на енергоносії, а також виробничий спад та зростання структурного безробіття є прикметними ознаками довгохвильової депресії, обумовленої циклічністю зміни технологічних укладів та оновлення технологічного базису суспільного виробництва з метою підвищення рівня продуктивності праці.

У світовій економіці відбулася синхронізація низки окремих криз – структурної, пов'язаної з вичерпанням ресурсу п'ятого технологічного укла-

ду, а також фінансової, банківської, інвестиційної, валютної, інституційної, що створило найпотужніший у новітній економічній історії руйнівальний резонанс. Тому глобальна економіка повинна пройти процес своєрідного «перезавантаження» і позбавитися від перенагромадженого капіталу шляхом його масового знецінення у процесі неминучої тривалої і глибокої депресії. Знецінення грошового капіталу відбуватиметься через неодноразовий крах фондових і фінансових ринків, а також дефолт долара, як це вже відбувалося у 1930-х та 1970-х роках.

При цьому, якщо у провідних країнах світу початкова фаза зміни домінуючого п'ятого укладу шостим супроводжується небаченою за масштабами та глибиною фінансовою кризою з її поступовою трансформацією у довгохвильову депресію, то країни, що розвиваються, отримують потужний імпульс стрімкого економічного зростання. Адже, не будучи обтяженими надлишковими виробничими потужностями у галузях застарілого технологічного укладу, вони значно меншою мірою зазнають впливу структурної кризи, відповідно стикнуться з меншими масштабами знецінення капіталу. Водночас динамічне освоєння ними базових технологій і виробництв нового технологічного укладу відкриє перед ними широкі можливості випередити розвинуті країни світу у структурній перебудові національних економік, «підключитися» до чергової хвилі економічного зростання та оперативно відрегувати на глобальні виклики науково-технічного і соціального прогресу.

Література

1. Гайдуцький П. І. Глобалізація економічної рецесії та фінансової нестабільності / П. І. Гайдуцький, К. В. Паливода // Фінанси України. – 2008. – № 1.
2. Дорошенко І. В. Глобальна фінансова криза та її вплив на розвиток економіки України / І. В. Дорошенко // Проблеми системного підходу в економіці. Електронне наукове фахове видання. Збірник наукових праць, 2008. – № 3 // http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2008-3/Doroshenko_308.htm
3. Сапір Ж. Наскільки тяжко, наскільки довго? (спроба прогнозування глибини і тривалості кризи / Ж. Сапір // Економіка України. – 2008. – №10.
4. Смирнов А. Кредитный «пузырь» и перколяция финансового рынка / А. Смирнов // Вопросы экономики. – 2008. – №10. – С. 6.
5. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. – М.: ИНФРА-М, 1999. – С. 82.
6. Чибриков Г. Г. Содержание и арифметика финансового кризиса / Г. Г. Чибриков // Банковское дело. – 2008. – №12. – С. 23.
7. Algieri B., Bracke T. Patterns of Current Account Adjustment. Insights From Past Experience // Working Paper Series No 762, June 2007. – European Central Bank. – 54 p.

-
8. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) // <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>
 9. Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report. Prepared by McKinsey Global Institute. October 2008. – P. 11.
 10. Obsfeld M., Taylor A. Globalization and Capital Markets. Working Paper 8846. National Bureau of Economic Research. – Cambridge, March 2002. – P. 22–23.
 11. Wijnholds J. Onno De Beaufort, Kapteyn A. Reserve Adequacy In Emerging Market Economies // IMF Working Paper, WP/01/143, 2001. – P. 15.

Стаття надійшла до редакції 21 січня 2010 р.