

ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ СВІТОВОГО ГОСПОДАРСТВА ТА МЕВ

Іващенко О.А.*

ФЕНОМЕН ГЛОБАЛЬНОГО НАДЛИШКУ ЗАОЩАДЖЕНЬ В КОНТЕКСТІ ПЛАТІЖНИХ ДИСБАЛАНСІВ: ДЕТЕРМІНАНТИ ВПЛИВУ ТА КОРЕКЦІЇ

В статті теоретично обґрунтована сутність платіжних дисбалансів в контексті феномену глобального надлишку заощаджень. Дискутується роль потоків капіталу у загостренні ситуації розбалансованості на світових фінансових ринках. Розглянуто канали обоюдноного перетікання дисбалансів та криз.

Ключові слова: платіжні дисбаланси, глобальний надлишок заощаджень, потоки капіталів, фінансова криза.

The article is theoretically proved the essence of payments imbalances in the context of the phenomenon of global surplus savings. There has been debated the role of capital flows in the aggravation of the situation of imbalance in global financial markets. Article describes the ways of mutual back feeding imbalances and crises.

Keywords: payment imbalances, the global savings glut, the financial crisis.

В статті теоретически обоснована суцність платежних дисбалансов в контексте феномена глобального излишка сбережений. Дискутируется роль потоков капитала в обострении ситуации разбалансированности на мировых финансовых рынках. Рассмотрены каналы обоюдного перетекания дисбалансов и кризисов.

Ключевые слова: платежные дисбалансы, глобальный излишек сбережений, финансовый кризис.

Актуальність теми. Встановлення причин та інтерпретація наслідків збільшення дефіцитів та профіцитів платіжного балансу потрапили в ракурс дослідницьких інтересів багатьох вчених. Актуальність даної проблематики не є випадковою, адже глобальна криза продемонструвала неспроможність постулатів класичної економічної теорії до інтерпретації макроекономічних взаємозв'язків за сучасних умов.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. З посиланнями на сучасну фінансову кризу, термін «економічний дисбаланс» вживається багатьма західними вченими, серед яких Д. Бакус і Т. Кулі [1], П. Гарбер і М. Дулі [2], Дж.-Б. Делонг [3], К. Рогофф та М. Обстфельд [4], Е.-М. Труман [5]. Р. Портес, зокрема, наголошує на визначальній ролі дисбалансів у поєднанні з проблемами у фінансовому секторі [6].

* кандидат економічних наук, доцент кафедри менеджменту зовнішньоекономічної діяльності Національної академії статистики, обліку та аудиту.

З деякою відмінністю в наголосах, дослідники О. Бланшар і Дж.-М. Мілесі-Феретті [7], Г. Паулсон [8], Н. Рубіні і Б. Сетсер [9], спираються на бачення дисбалансу як центральної ланки кризи або супроводжуючої її детермінанти. На думку вчених, саме дисбаланси відтворюють окремі складові криз.

М. Дулі, Р.-П. Флуд і П. Гарбер [2] не поділяють переконання вчених, впевнених у тому, що глобальні дисбаланси, по суті, виступали природнім та неминучим наслідком фінансового розвитку на емерджентних ринках.

Втім, попри виявлений з боку дослідників інтерес до з'ясування природи економічних дисбалансів, вимагає уваги встановлення кореляційних зв'язків між платіжними дисбалансами та надлишком заощаджень на тлі зміни тенденцій у русі капіталу внаслідок монетарної політики провідних країн світу. Окреслено і являє собою **наукове завдання та мету дослідження**.

Виклад основного матеріалу. Питання платіжних дисбалансів набуло актуальності ще після Другої світової війни, коли величезні розміри дефіцитів та профіцитів платіжного балансу викликали занепокоєння з боку монетарної влади багатьох країн. Так, протягом першого десятиліття XX ст. дефіцит платіжного балансу США зріс до величезних розмірів, тоді як Китай, країни Східної Азії та країни, – основні експортери нафти мали великі профіцити платіжного балансу. У 2008-2009 рр. після розгортання світової фінансової кризи ситуація докорінно змінилася, хоча й були винятки.

Існує декілька теорій, які пояснюють зростання дефіцитів платіжних балансів у світі (див. Рис.1).



Рис. 1. Причини зростання дефіцитів платіжних балансів.

Втім, варто визнати, що наявність одного з окреслених факторів не виключає існування іншого. Так, згідно з першою теорією, баланс поточних рахунків фактично дорівнює бюджетному балансу та різниці між інвестиціями і заощадженнями приватного сектору. Як правило, у наслідок економічних шоків найбільше страждає саме державний сектор. В результаті маємо квазі-екзогенні зміни в бюджетному балансі, і відповідно зміни в балансі поточних рахунків. Яскравим прикладом таких подій є середина 1980-их років, коли в США були зменшені податки і водночас збільшувалися витрати на оборону. Протягом цього періоду розміри бюджетного дефіциту та дефіциту поточних рахунків опинилися на історичному максимумі, в результаті чого виникло поняття «подвійного дефіциту».

Проблема «подвійного дефіциту» набула особливого загострення в середині 1980-их та в 2001-2004 рр. Існують й інші види економічних шоків, які впливають на сукупний попит або пропозицію всередині країни, але за них відмічається менш тісний взаємозв'язок між двома дефіцитами. Однак, це не заперечує обґрунтованість вищезазначеної точки зору.

Систематичний підхід включає в себе моделювання поточного рахунку на основі таких факторів, як приватні інвестиції та заощадження, шляхом додавання цих двох змінних до бюджетного балансу. У 2007-2008 рр. вчені М. Чін та Х. Іто [10] провели регресійний аналіз економік розвинених країн та країн, що розвиваються, на основі даних за період з 1971-2004 рр., використовуючи середні показники за кожні п'ять років. В результаті дослідження вченими було встановлено позитивний кореляційний зв'язок між такими показниками, як баланс державного бюджету, чисті зовнішні активи, розвиток фінансових ринків (для країн, що розвиваються) та балансом поточних рахунків. Якщо для країн, що розвиваються, характерною є висока волатильність умов торгівлі, то вони, як правило, мають активне сальдо поточних рахунків (або невеликий за розміром дефіцит). Макроекономічна невизначеність стимулює до збільшення заощаджень і дещо негативно впливає на обсяги інвестування. Ступінь відкритості національних ринків для міжнародної торгівлі майже не впливає на формування дефіциту поточного балансу. Втім, тут слід акцентувати на тому, що серед основних показників, які беруться до уваги в регресійному аналізі – середні темпи зростання ВВП і обсяги чистих іноземних активів, а сама модель «заощадження-інвестиції» враховує міжчасовий лаг.

Основним висновком аналізу стали наступні твердження:

- бюджетний баланс є важливим фактором, який впливає на формування балансу поточних рахунків в розвинених країнах;
- коефіцієнт змінної бюджетного балансу в моделі, яка контролює інституційні змінні, становить 0,15;
- якщо сальдо бюджету зростає на 1%, то баланс поточних рахунків зростає на 0,1-0,5%.

Аналіз доводить, що у випадку Сполучених Штатів Америки причиною збільшення дефіциту поточних рахунків став низький рівень заощаджень, а не інвестиційний бум, за виключенням періоду 2001-2004 рр. Також дослідження М. Чіна та Х. Іто [11] виявили дещо вищі показники сальдо поточних рахунків для країн Східної Азії, ніж ті, які були передбачені за допомогою застосування емпіричних моделей.

Міжчасовий підхід є основою формального підходу до пояснення дисбалансів рахунку поточних операцій. Згідно з ним, споживання на сьогоднішній день має дорівнювати вартості очікуваних у майбутньому обсягів виробництва продукції, які вимірюються на основі поточної дисконтованої вартості. Таким чином, зміни в рівні споживання можливі лише у разі зміни процентної ставки, або зміни очікуваних об'ємів виробництва продукції через падіння/зростання продуктивності праці, скорочення інвестицій і державних витрат.

Збільшення споживання в США наприкінці 1990-их років може пояснюватись очікуванням зростання ефективності виробництва, в результаті чого виник дефіцит поточних рахунків. Так, у 2000-их роках США почали споживати більше за рахунок збільшення імпорту і зменшення експорту. Дефіцити, які виникли напередодні фінансової кризи 2008-09 рр., важче пояснити за допомогою цього підходу. Велика частина потоків капіталу у США спрямована саме на придбання державних цінних паперів США, а не купівлі американських акцій або здійснення прямих інвестицій в свої компанії, як це було в роки, що

передували 2000-у року. Крім того, інтенсивна участь іноземних центральних банків у купівлі американських активів дозволяє припустити, що фінансові потоки в США здійснюються не з ціллю отримання прибутку.

Перевірку точності результатів, отриманих при використанні міжчасового підходу при емпіричному аналізі досвіду США, здійснили вчені К. Енгель та Х. Роджерс [12]. Вони провели моделювання поточного рахунку у вигляді функції, в основі якої була очікувана дисконтована поточна вартість майбутньої частки виробництва у світовому ВВП та його поточна частка у світовому ВВП (світове ВВП розраховувалося на основі показників розвинених країн). Основною проблемою під час перевірки цього підходу стало визначення темпів очікуваного зростання виробництва.

Згідно з іншою теорією, профіцит поточних рахунків в країнах Східної Азії пояснюється меркантилістською моделлю поведінки. Країни Східної Азії, що розвиваються, обрали експортоорієнтовану стратегію розвитку, яка забезпечила їм швидке зростання. Проте, починаючи з середини 1990-х років внаслідок інвестиційного буму профіцит рахунку поточних операцій перетворився на дефіцит рахунку поточних операцій. В результаті фінансової кризи 1997 р., потік інвестицій в країни Східної Азії впав, у той час як норми збереження залишилися відносно високими. Курс валют в регіоні зазнав швидкого знецінення, і протягом певного періоду східно-азійські центральні банки підтримували свої валюти на досить слабкому рівні. На думку Дж. Акерлофа і Р. Шиллера [13] цього достатньо, щоб пояснити відносно великий і постійний профіцит рахунку поточних операцій в регіоні. Дещо ускладнює розуміння ситуації лише те, що експортоорієнтована стратегія розвитку має місце вже протягом десятиліть, а пояснення різкого падіння профіциту поточного рахунку і перетворення його у дефіцит у кризовий період після 1997 р. відсутнє.

Водночас, на наше переконання, дана модель не дає повного уявлення про сутність дисбалансів поточних рахунків. Зокрема, вона не пояснює, чому саме Сполучені Штати Америки, Великобританія та деякі інші розвинені країни страждають від істотного дефіциту. У своїх роботах вчені М. Дулі, Д. Фолкерц-Ландау і Ф. Гарбер [14] пояснюють дефіцит поточного рахунку США як результат спільної політики меркантилізму східно-азіатських держав. У зв'язку з цим, фінансування торгового дефіциту США, рівно, як і бюджетного, є явною компенсацією для подальшого доступу на американські ринки. Таким чином, згідно з результатами їхніх досліджень, урядова політика східно-азійських країн спрямована на підтримку експортних галузей економіки. Водночас, вчені Е. Прасад та Ш.-Дж. Вей [15] акцентують увагу на тому факті, що східно-азійський капітал почав наповнювати ринки США, починаючи лише з 2003 р., а серед альтернативних пояснень зростання заощаджень зазначають самострахування або збереження грошей для непередбачених випадків. Цілком прогнозовано, що валютні резерви можуть зменшити ймовірність зменшення випуску продукції, що, в свою чергу, може виникнути в результаті втечі капіталу або раптового припинення фінансування. Мотиви для збільшення вкладів, призначених для самострахування, значно зросли у наслідок розгортання східно-азіатської кризи. Дж. Айзенман та Дж. Лі прийшли до висновку, що якщо об'єми офіційних фінансових потоків зростуть на 1% від ВВП (в тому числі і заощадження), то це призведе до зростання поточного рахунку на 0,4-0,5% від ВВП.

Пояснення «глобального надлишку заощаджень» надають Б. Бернанке [16] і Р. Кларіда [17], аналізуючи досвід азіатських країн, що розвиваються, для яких характерним стало зростання заощаджень і зменшення інвестицій у зв'язку з наслідками фінансової кризи, що стало причиною дефіциту поточного рахунку США. Більше того, відсутність добре роз-

винених і відкритих фінансових ринків підштовхує країни з надлишковими заощадженнями шукати фінансових посередників у країнах з добре розвиненими фінансовими системами, таких, як США. Таким чином, вирішення цієї проблеми може виникнути лише в довгостроковій перспективі, адже лише розвиток фінансових систем зможе пом'якшити цю проблему.

Пояснення теорії «глобального надлишку заощаджень» в інтерпретації Р. Кабальєро, Е. Фархі і П.-О. Гурінча [18] полягає у акценті на недостатній кількості фінансових активів в країнах, що розвиваються. Втім, найгрунтовнішим аргументом на користь теорії «глобального надлишку заощаджень» стало спостереження за зростанням дефіциту поточного рахунку в США у поєднанні з низькими реальними світовими процентними ставками. Проведення експансіоністської фіскальної політики в США і інвестиційний застій в Східній Азії призвели до росту дисбалансів рахунків поточних операцій, і в результаті до зниження реальних процентних ставок. Таким чином, проста макроекономічна модель відкритої економіки може пояснити зростання дефіциту рахунку поточних операцій в США, профіцит рахунку поточних операцій в країнах Східної Азії, а також падіння світових процентних ставок в останній час, не вдаючись до аналізу специфічного попиту на високоякісні активи тощо.

Більше того, ми наполягаємо, спираючись на дослідження М. Чін та Х. Іто, що фінансовий розвиток по-різному впливатиме на схильність до заощаджень та інвестицій, в залежності від ментального забарвлення країни, що, серед іншого, уособлена в схильності до споживання її громадян та правовій відповідальності. Автори встановили, що серед країн Східної Азії тільки Гонконг і Сінгапур з десятима процентами правового розвитку і десятима процентами фінансової відкритості зазнають зниження сальдо рахунку поточних операцій при подальшому фінансовому розвитку. У більшості азіатських країн, що розвиваються, з середнім або низьким рівнем розвитку правової бази і фінансової відкритості обсяги національних заощаджень будуть зростати по відношенню до ВВП, якщо фінансові ринки будуть розвиватися далі. Враховуючи такі припущення, М. Чін та Х. Іто дійшли до висновку, що фінансовий розвиток знижує сальдо рахунку поточних операцій, особливо в азіатських країнах, що розвиваються, при цьому зниження сальдо досягається не за рахунок скорочення заощаджень, а за рахунок збільшення рівня інвестицій.

В цілому, результати дослідження спростували гіпотезу про те, що країни, що розвиваються, особливо східно-азіатські, зазнають зменшення схильності до заощаджень у разі подальшого фінансового розвитку та формування кращої правової інфраструктури. Крім того, більша відкритість фінансових ринків ніяк не впливає на сальдо рахунку поточних операцій для цієї групи країн.

Для перевірки достовірності результатів свого дослідження, М. Іто та Х. Чін дослідили ступінь чутливості результатів їхнього дослідження до використання альтернативних показників фінансового розвитку, серед яких оцінка акцій, облігацій і діяльності страхового ринку, та інші показники фінансового розвитку, такі як ефективність витрат, розмір витрат і ринкова активність. Вони віднайшли, що кредити приватному сектору і капіталізація фондового ринку однаково впливають на стан поточного рахунку. Збільшення розмірів фінансових ринків сприяє зниженню сальдо рахунку поточних операцій в розвинених країнах, і збільшенню в країнах, що розвиваються, особливо, коли вони знаходяться у стані активного фінансового розвитку. Вони також виявили, що зазвичай, чим більший ступінь відкритості фінансових ринків, тим меншим є сальдо рахунку поточних операцій в країнах, що розвиваються.

М. Чін, Б. Айхенгрін та Х. Іто дослідили, що рахунок поточних операцій в США у 2006-2008 рр. був переоціненим, у той час, як у КНР – недооціненим, причому в обох ви-

падках на досить значну величину. Таким чином, серед факторів, не врахованих в їхніх моделях, зазначаємо фінансове дерегулювання, збільшення «бульбашки» та цикли економічної активності.

Українські вчені Н. Резнікова і М. Відякіна [19, с.180] доводять, що саме глобальний надлишок заощаджень спричинив кризу через пошук найбільш прибуткових активів, надмірне використання позикових коштів та/або прийняття на себе ризику (див. Рис.2). Дана точка зору має наступне підґрунтя:

- коріння останньої глобальної фінансової кризи сягає кінця 1990-их років. Швидке зростання обсягів заощаджень в країнах, що розвиваються призвело до припливу значної кількості капіталу в США та інші розвинені країни, знижуючи дохідність безризикових активів. Відносно низька дохідність безризикових активів, ймовірно, змусила інвесторів купувати ризикові активи з більш високою дохідністю, яка незабаром також впала. Як виявилось, ризик був недооцінений для активів цілого ряду ринків (житла, комерційної нерухомості, позикових коштів та інших) в США і закордоном, і невизначеність щодо того, як цей ризик буде диверсифікований по всій глобальній фінансовій системі, заклала основу для розгортання фінансової кризи;

- приплив дешевого капіталу допоміг профінансувати бум житлового будівництва. Кількість будівельних проектів зростає до історичного максимуму і, зрештою, ціни на житло почали знижуватися, тим самим, викликавши перенасичення пропозиції на ринку житла.



Рис. 2. Джерела економічного дисбалансу [19].

У цьому випадку, причиною кризи стали надлишкові заощадження, пов'язані з припливом капіталу, втім, відсутнє пояснення, чому ці потоки спрямовувалися саме в США. М. Обсфельд і К. Рогофф [4] для пояснення даного феномену мають наступну систему аргументацій: «глобальні дисбаланси і фінансова криза тісно пов'язані, адже обидва явища були спричинені економічною політикою, яка проводилася в ряді країн у 2000-их роках (в тому числі в США) і деформаціями, які спричинили «ефект зараження» економік світу через фінансові ринки.

Ми погоджуємось в частині того, що деформації фінансових ринків країн, що розвиваються, призвели до надмірних заощаджень, які, у свою чергу, стимулювали приплив капіталу в США. Опосередковано такі диспропорції певною мірою спричинили виникнення ряду криз. Підтвердження цьому знаходимо у Дж. Акерлофа і Р. Шиллера [13], які звертають свій дослідницький ракурс на ірраціональності поведінки інвесторів. Більше того,

вони стверджують, що надлишкові заощадження з інших регіонів світу (окрім Східної Азії) разом із внутрішніми фінансовими диспропорціями мають основний вплив на виникнення і масштаби кризи.

Висновки. Світова економіка демонструє рекордно низькі короткострокові процентні ставки на фінансових ринках основних розвинених країн. Різні темпи економічного зростання зумовили виникнення ситуації, коли величезні потоки капіталу спрямовувалися в країни, що розвиваються. Реалізація політики кількісного пом'якшення в США, яка зумовила зниження дохідності по довгостроковим активам, а також події на європейському ринку державних боргових паперів лише погіршили ситуацію.

Повернення на докризовий рівень показників поточних платіжних балансів та збільшення потоків капіталу на ринки країн, що розвиваються, потребують координації дій урядів країн світу з метою підтримання стабільного зростання світової економіки. Однією з основних проблем, яка потребує негайного вирішення, є регулювання величезної хвилі потоків капіталу, яка спрямовується на ринки розвинених країн та країн, що розвиваються. Без усвідомлення ролі, яку відігравали потоки капіталу під час кризового періоду, неможливо повною мірою сформулювати план подальшої координаційної діяльності в галузі макроекономічної політики, більше того, на наше переконання, одним з джерел макроекономічної нестабільності є саме взаємодія незбалансованої внутрішньої фінансової системи з системою доступу до іноземного капіталу.

Список використаних джерел

1. Backus D. Global 'Imbalances' and the Crisis [Electronic resource] / D. Backus, T. Cooley. – Mode of access: <http://online.wsj.com>.
2. Dooley M. Global Imbalances and the Crisis: A Solution in Search of a Problem [Electronic resource] / M. Dooley, P. Garber. – Mode of access: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3314>.
3. DeLong J.-B. The Wrong Financial Crisis [Electronic resource] / J.-B. DeLong. – Mode of access: <http://delong.typepad.com>.
4. Obstfeld M. Global Imbalances and the Financial Crisis. – Products of Common Causes [Electronic resource] / M. Obstfeld, K. Rogoff. – Mode of access: <http://ideas.repec.org/a/fip/fedfpr/y2009p131-172.html>.
5. Truman E.-M. The International Monetary System and Global Imbalances. – [Electronic resource] / E.-M. Truman. – Mode of access: <http://www.iie.com>.
6. Portes R. Global Imbalances [Electronic resource] / R. Portes. – Mode of access: <http://pages.stern.nyu.edu>.
7. Blanchard O. Global Imbalances: In midstream? [Electronic resource] / O. Blanchard, G.-M. Milesi-Ferretti. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0929.pdf>.
8. Paulson H. Remarks by Secretary Henry M. Paulson, Jr., on the Financial Rescue Package and Economic Update [Electronic resource] / H. Paulson. – Mode of access: <http://www.carltonfields.com>.
9. Roubini N. The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances [Electronic resource] / N. Roubini, B. Setser. – Mode of access: <http://people.stern.nyu.edu>.
10. Chinn M. Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World's Savings Glut [Electronic resource] / M. Chinn, H. Ito. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w11761>.

11. Chinn M. Global Current Account Imbalances: American Fiscal Policy versus East Asian Savings [Electronic resource] / M. Chinn, H. Ito. – Mode of access: http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_ito_RIE2008.pdf.
12. Engel C. The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output [Electronic resource] / C. Engel, J.H. Rogers. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w11921>.
13. Akerlof G. Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism [Electronic resource] / G. Akerlof, R.J. Shiller. – Mode of access: <http://press.princeton.edu/chapters/i8967.pdf>.
14. Dooley M. Direct Investment, Rising Real Wages, and the Absorption of Excess Labor in the Periphery [Electronic resource] / M. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. Garber. – Mode of access: <http://www.nber.org/chapters/c0125.pdf>.
15. Prasad E. The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations [Electronic resource] / E. Prasad, S.-J. Wei. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w11306>.
16. Bernanke B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit [Electronic resource] / B. Bernanke. – Mode of access: <http://www.bis.org/review/r050318d.pdf?frames>.
17. Clarida R. Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit [Electronic resource] / R. Clarida. – Mode of access: <http://www.questia.com/library/1G1-132675421/japan-china-and-the-u-s-current-account-deficit>.
18. Caballero R. Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances [Electronic resource] / R. Caballero, E. Farhi, P.-O. Gourinchas. – Mode of access: <http://economics.mit.edu/files/3642>.
19. Резнікова Н.В. Теоретико-методологічні підходи до визначення природи економічних дисбалансів в контексті кризових потрясінь. – /Н.В. Резнікова // Вісник Донецького національного університету. Серія В. Економіка і права. №1. – 2012. – С. 177-184, посилення у тексті.