



**Міжнародна економіка**

Олександр ШАРОВ

**ПРОЦЕС ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ  
ТА ЙОГО ВПЛИВ НА ПЛАТІЖНІ БАЛАНСИ**

**Резюме**

Розглянуто вплив, який здійснює фінансова глобалізація на утворення та утримання зовнішніх дисбалансів. Насамперед це стосується лібералізації руху капіталів. Звернено увагу на те, що зовнішні дисбаланси за таких умов перетворилися на постійне явище.

**Ключові слова**

Глобалізація, рух капіталу, платіжний баланс.

**Класифікація за JEL:** F60, F65.

---

© Олександр Шаров, 2013.

Шаров Олександр, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

**Постановка проблеми.** Останніми роками глобалізація набула таких розмірів, що, здається, немає вже жодної царини суспільних відносин, яка не була б охоплена цим процесом. Але одним з найбільш уражених або охоплених (залежно від ставлення до цього явища) глобалізацією галузей суспільно-економічного життя є, поза сумнівом, фінансова система. І, навіть, більше того: високі показники інтернаціоналізації фінансових відносин розглядаються не лише як результати глобалізації, а й як інструменти глобалізаційних процесів. Тобто, фінансова система, фінансові відносини слугують водночас і об'єктами, і суб'єктами глобалізації.

При цьому під впливом глобалізаційних процесів постійним явищем стають фінансові дисбаланси, формами проявів яких є:

- валютно-цінові диспаритети і платіжні дисбаланси;
- зовнішня заборгованість і незбалансована міжнародна ліквідність;
- дисбаланси у світових заощадженнях та інвестиціях;
- глобальні фіскальні розриви тощо<sup>1</sup>.

Усі ці зміни знаходять своє відображення у платіжному балансі, який є ключовим поняттям та інструментом міжнародної економіки, що систематизує та дає змогу аналізувати взаємовідносини країни із зовнішнім світом. Практично на основі вивчення платіжного балансу можна зрозуміти актуальні макроекономічні проблеми не лише з точки зору внутрішнього стану країни, а й з точки зору численних зв'язків країни з міжнародною економікою загалом, що надає можливість комплексного аналізу з урахуванням усіх аспектів національної економічної безпеки. Дані платіжного балансу не лише відображають тільки розвиток зовнішньої торгівлі та її вплив на рівень виробництва, зайнятості та споживання, а й дають змогу також відстежити процеси залучення іноземних інвестицій та здійснення інвестицій за кордон, виникнення та обслуговування зовнішнього боргу тощо. Таким чином, уся сукупність міжнародних економічних відносин будь-якої країни зі світовою спільнотою знаходить відображення в її платіжному балансі.

**Аналіз основних досліджень і публікацій.** В економічній теорії поняття «платіжний баланс» уперше почало вживатися в середині XVII століття, коли в 1767 р. Дж. Стюарт опублікував роботу «Дослідження про принципи політичної економії». При цьому в поняття платіжного балансу спочатку вкладали лише сальдо зовнішньої торгівлі та пов'язаного з ним руху золота.

<sup>1</sup> Кравчук Н. Дивергенція глобального розвитку. Сучасна парадигма формування геофінансового простору. – К. : Знання, 2012. – С. 302.

Першу офіційну публікацію платіжного балансу було підготовлено в США у 1923 р. Міністерством торгівлі. У цьому балансі всі операції було розподілено на три групи: поточні, капітальні та операції із золотом та сріблом. Великий внесок у розвиток методології складання платіжного балансу зробила Ліга Націй, яка в 1924 р. опублікувала платіжний баланс низки країн, поклавши початок міжнародному порівнянню його показників. Крім того, Ліга Націй зробила внесок також у стандартизацію методології складання платіжного балансу, розробивши його схему та рекомендації щодо написання.

У 1943 р. американський економіст Д. Лері склав платіжний баланс США за 1919–1939 роки, і ця робота стала основою для складання платіжного балансу США після другої світової війни. У 1947 р. ООН була опублікована схема платіжного балансу, розроблена Лігою Націй. Надалі розробку методології складання платіжного балансу продовжив Міжнародний валютний фонд.

Проблеми платіжного балансу ретельно вивчали такі відомі іноземні вчені, як Абалкін Л., Борисов С., Бруно М. (Bruno M.), Вільямсон Дж. (Williamson J.), Дорнбуш Р. (Dornbush R.), Ейхенгрін Б. (Eichengreen B.), Кларіда Р. (Clarida R.), Красавіна Л., Кругман П. (Krugman P.), Макін А. (Makin A.), Мандел Р. (Mundell R.), Сакс Дж. (Sachs J.), Шенаєв В., Усоскін М. та інші.

Вітчизняні фахівці (Гальчинська Т. А., Гальчинський А. С., Геєць В. М., Луцишин З. О., Литвицький В. О., Савченко О. В. тощо) здебільшого розглядають окремі аспекти, пов'язані з регулюванням платіжного балансу (передусім, платіжного балансу України), а комплексному аналізу проблем регулювання платіжних балансів приділяють увагу небагато вітчизняних фахівців (зокрема, Ставицький А. В., Хом'як В. Р., Черняк О. І., Шевчук В. О.).

**Мета статті** – проаналізувати розвиток глобалізаційних процесів в сучасній світовій економіці та визначити їхній вплив на утворення та утримання зовнішніх дисбалансів з тим, щоб зрозуміти те значення, яке має явище постійної розбалансованості зовні розрахунків для сучасної економічної системи.

**Основні результати дослідження. Сучасний етап глобалізації характеризується виникненням багатополярного фінансового світу:** з фінансовими центрами, розташованими фактично на усіх материках, активною діяльністю транснаціональних корпорацій і банків, і величезними фінансовими потоками, які не знають обмежень ні в часі, ні в просторі (у межах нашої планети, звісно). Аналіз цих фінансових потоків свідчить, що **величезний дефіцит платіжного балансу Сполучених Штатів фінансується рештою світу** (країни ЄС тримають у цьому процесі приблизно «нульовий баланс»), значною мірою за рахунок країн, що розвиваються: і тих, що експортують нафту, і тих, що справді мають швидко зростаючу ринкову економіку (emerging markets). Загальні обсяги боргу США (так званий public debt – тобто, боргові зобов'язання держави стосовно утримувача державних облігацій за межами державних установ – як внутрішніх, так і зовнішніх) переви-

щують 16 трлн дол., або 74 % ВВП країни. Утім, за часткою у ВВП американський борг перебував на кінець 2012 року на 35 місці у світі, помітно поступаючись боргу Японії (219 % ВВП), Італії (126 %), Франції (89 %), Великої Британії (88 %) тощо<sup>2</sup>. Симптоматично, що серед найбільших кредиторів Сполучених Штатів, крім Японії, Швейцарії та деяких інших країн Західної Європи, провідні місця посідають Китай (1,2 трлн дол.\*), країни ОПЕК (0,3 трлн дол.), Бразилія (0,3 трлн дол.) та інші країни з новоствореними ринками.

Але при цьому зростають і прямі іноземні інвестиції в економіки цих країн. Причому криза 1998 року практично ніяк не вплинула на обсяги прямих іноземних інвестицій до країн, що розвиваються, а криза 2008–2009 рр., хоч і призвела до помітного (10–15 %) зменшення ПІІ, але все ж таки залишила їх на достатньо високому рівні у приблизно 500 млрд дол., після чого зростання тренду було відновлено й у 2011 році обсяг прямих іноземних інвестиціям, отриманих країнами, що розвиваються, сягнув нової рекордної позначки в 684 млрд дол.<sup>3</sup> Тобто, рух капіталу теж став багатополярним (багатовекторним). Те ж саме ми можемо бачити і щодо руху товарів та послуг. Поки що лише рух робочої сили спрямовано, головним чином, у напрямку більш розвинутих країн (США та ЄС).

Заходи національного контролю за рухом міжнародного капіталу є спробою захисту від ризиків, пов'язаних із коливаннями міжнародних потоків капіталу. Контроль над капіталом набуває особливого значення в контексті режиму фіксованого обмінного курсу. Підтримання такого режиму може бути ускладнене ситуацію з наявністю необмежених потоків капіталу. Це одна з причин того, чому навіть промислово розвинені країни доволі довго утримували режим контролю за рухом коштів по капітальному рахунку. У країні зі слабкою банківською системою дозвіл на вільне інвестування за кордоном може прискорити відплив внутрішніх заощаджень і поставити під загрозу життєздатність банківської системи. Короткостроковий приплив капіталу можна швидко повернути у зворотному напрямку в разі виникнення несприятливої економічної ситуації, тим самим посилюючи негативний макроекономічний ефект. Деякі країни, що розвиваються, використовують систему контролю капіталу, щоб посилити його структуру в напрямку зростання частки більш стійких форм, таких як ПІІ. Деякі країни також використовували вибірковий контроль руху капіталу, щоб сприяти переходу від коротко- до довгостроко-

<sup>2</sup> Супян В. Б. США в мировой экономике: перспективы сохранения лидерства // США-Канада: экономика, политика, культура. – 2013. – № 7. – С. 14.

\* Разом з Тайванем (понад 0,2 трлн дол.) та Гонконгом (майже 0,2 трлн дол.) китайці кредитують американський уряд практично на рівні з головним його кредитором – ФРС (1,6 трлн дол. – на кінець 2012 р.)

<sup>3</sup> World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment Policies. N. Y. and Geneva 2012., p. 3 [Електроний ресурс] / Режим доступу : [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012\\_embargoed\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf).

вого притоку. (У випадку Чилі шляхом введення непрямого податку на приплив капіталу бажані зміни відбулися менш ніж за рік.)

З іншого боку, лібералізація рахунку операцій з капіталом може забезпечити ефективніший глобальний розподіл капіталу, спрямовуючи його потоки від промислово розвинених країн до бідних економік країн, що розвиваються, створюючи умови для прискорення економічного зростання, зменшення безробіття та підвищення рівня життя в цих країнах. Водночас, це забезпечує вищу прибутковість заощаджень населення в промислово розвинених країнах.

Вільний доступ до ринків капіталу також дає змогу країнам певною мірою «застрахувати» себе від економічних проблем, нейтралізуючи волатильність розмірів власних національних доходів.

**Загалом готовність країни до лібералізації контролю за рухом капіталу свідчить про її готовність до проведення здорової макроекономічної політики та адаптації до умов сучасної глобальної економіки, яка передбачає високий рівень співробітництва.**

Певною мірою перехід до лібералізації руху коштів за капітальним рахунком стримується умовами так званої трилеми Тейлора-Обстфельда (або «Inconsistent Trinity»), яка стверджує, що «обраний макроекономічний режим може включати лише два елементи «несумісної трійці», а саме: 1) повну свободу транскордонного руху капіталу, 2) фіксований валютний курс та 3) незалежну монетарну політику, орієнтовану на досягнення внутрішніх економічних цілей. Якщо рух капіталу заборонений, валютний курс може відірватися від впливів закордонних відсоткових ставок і, таким чином, забезпечити незалежну монетарну політику. А плаваючий валютний курс узгоджує свободу руху міжнародного капіталу з ефективністю монетарної політики. Утім, монетарна політика безсила забезпечити досягнення внутрішньо економічних цілей, якщо валютний курс фіксований, а рух капіталу – вільний, оскільки за таких умов інтервенції на підтримку курсу національної валюти спричиняють рух капіталу в напрямку, який елімінує дії монетарної політики»<sup>4</sup>.

З різних причин чимало країн віддавали перевагу пріоритетності монетарної політики (боротьба з інфляцією) та контролю за валютним курсом (супротив девальвації, а в деяких випадках – надмірній ревальвації курсу власної валюти). Утім, поступове послаблення інфляційної загрози та визнання нормальності «вільного плавання» валют, можливості для скасування контролю за рухом капіталу значно поширилися.

<sup>4</sup> Obstfeld M., Taylor A.M. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility Over the Long Run .NBER Working Paper Series, Working Paper 5960 – NBER, Cambridge, March 1997, p. 2 – Режим доступу: [http://www.nber.org/papers/w5960.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w5960.pdf?new_window=1).

Разом із тим, після того як лібералізація міжнародної торгівлі отримала статус економічного «мейнстріму», **МВФ переключився на підтримку політики лібералізації контролю за рухом капіталу**. Зокрема, на щорічному засіданні у вересні 1997 року в Гонконзі Рада керівників Фонду затвердила план дій, згідно з яким саме лібералізація руху капіталу мала стати основною метою МВФ.

Отже, останніми десятиліттями спостерігається **тенденція до поступової лібералізації руху капіталів, як усередині країн, так і в міжнародних стосунках**. Ця тенденція була особливо помітна в європейських країнах з новоствореними ринками. Утім, це характерно і для таких системно значущих країн, як Індія та Китай. Перехід до лібералізації відображає визнання з боку багатьох країн переваг, які несуть міжнародні потоки капіталу (за наявності відповідних умов щодо їх використання). Цілком логічно, що міжнародний рух капіталу відіграє дедалі більшу роль у питаннях регулювання платіжних балансів.

Зокрема, контроль за рухом капіталу, впроваджений у Росії після кризи 1998 року, виявився недостатньо ефективним засобом впливу. Тому у 2004–2006 роках відбулася повторна лібералізація, але високі ціни на нафту та проциклічна політика призвели до надмірного припливу капіталу та перегріву економіки, наслідком чого стала «раптова зупинка»<sup>\*</sup> протягом 2008–2009 рр.

Цього разу, на відміну від 1998 року, ліберальний режим на рух капіталу було збережено і влада не вдавалася до контролю за рухом капіталу. Замість цього Центральний банк РФ використав значну частину своїх офіційних резервів як буфер для того, щоб згладити депреціацію рубля, даючи приватному сектору певний час для уникнення та покриття валютних ризиків. Але, у той час як інтервенція центрального банку на валютному ринку сприяла зниженню впливу кризи, фінансовий сектор, як і раніше, був обтяжений великим обсягом безнадійних позик.

<sup>\*</sup> Термін «**раптова зупинка**» («sudden stop») походить від вислову відомого американського економіста Р. Дорнбуша (використаного ним у кількох колективних статтях з приводу світової боргової кризи): «Вбиває не швидкість, а раптова зупинка» («It is not speed that kills, it is the sudden stop»). «Раптовою зупинкою» зовнішнього фінансування (інвестування або кредитування) вважається одночасне зниження припливу капіталу в розмірі щонайменше подвійного «стандартного відхилення» (Standard Deviation), яке в статистиці визначається шляхом розкиду отриманих значень спостережуваних величин поблизу їх середнього арифметичного значення, що обчислюється як корінь квадратний з відхилень значень вибірки. «Раптові зупинки» зазвичай супроводжуються різким зниженням обсягів виробництва, приватних видатків та кредитування приватного сектора, а також депреціацією реального обмінного курсу. Причини такого явища можуть бути зумовлені глобальними потрясіннями, дедалі більш обтяжливими відсотковими ставками по боргу країн із великою заборгованістю (т. зв. «боргова нетерпимість» – «debt intolerance») або діями спекулянтів в очікуванні змін фіксованого валютного курсу.

Водночас, зростаючі економіки з високим рівнем фінансової відкритості більше постраждали під час останньої кризи, особливо у випадках, коли ця відкритість стосувалася міжбанківських (посередницьких) потоків капіталу, які, основним чином, зумовлювалися потребами хеджування валютних ризиків їхніх корпоративних клієнтів. А це, на думку експертів МВФ, сприяє зростанню вразливості економіки країни<sup>5</sup>. Цим фактом, зокрема, пояснюється введення контролю за рухом капіталу в Ісландії. Центральний банк Ісландії ввів фактичне лімітування капітальних операцій ще на першому етапі кризи 2007–2008 років, чим, по суті, поклав край 15-річній політиці лібералізації. А в листопаді 2008 р. (після колапсу трьох найбільших комерційних банків) валютний контроль було відновлено офіційно, що, зрештою, дало змогу стабілізувати курс ісландської крони та запобігти спустошенню валютних резервів держави. У липні 2013 року уряд країни заявив про наміри скасування валютного контролю.

Таблиця 1

Країни, що здійснили лібералізацію руху капіталу в 1995–2010 роках

Країни							
Азербайджан	Ботсвана	Гана	Йорданія	Мавританія	Румунія	Сенегал	Угорщина
Алжир	Бурунді	Гондурас	Кабо Верде	Мальта	Самоа	Сент-Кітс та Невіс	Чилі
Афганістан	Вірменія	Домініка	Камбоджа	Нігерія	Сан-Томе і Принсіпі	Словакія	
Болгарія	Гайана	Ізраїль	Кіпр	Папуа-Нова Гвінея	Свазіленд	Словенія	
Боснія	Гаїті	Ірак	Корея (Пд)	Росія	Сейшели	Уганда	

Джерело: Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. IMF Background Paper, March 16, 2012, p. 9.

Характерно, що ринки доволі негативно сприймають будь-яке відновлення раніше скасованих обмежень, а **ефективність відновлених обмежень значно зменшується**. Така реакція помітно підвищує відповідальність при прийнятті рішень щодо лібералізації контролю за рухом капіталу.

Взагалі, **потоки капіталу в сучасних умовах носять структурний характер, тобто для країн-активних учасниць ринку характерні як експорт, так і імпорт капіталу**, залежно від потреб та можливостей окремих галузей, різних періодів та геополітичних напрямків.

<sup>5</sup> Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. IMF Background Paper, March 16, 2012, p. 16.

Що стосується ПІІ, то їх обсяг у країни, що розвиваються, сягнув 3 % ВВП останніх і спрямовується, головним чином, до тих з них, у яких відзначається економічне зростання, збільшення корпоративних прибутків та покращення інвестиційного клімату. Знову-таки, вказані явища є як наслідками притоку інвестицій, так і факторами, що сприяють їх залученню. Тобто, в певному сенсі, прямі іноземні інвестиції самовідтворюють умови свого розвитку в окремих економіках. Зрозумівши це, дедалі більше країн з ринками, що розвиваються, долучаються до світового руху капіталів: якщо наприкінці дев'яностих років на 10 найбільших бенефіціарів серед таких країн припадало 75 % ПІІ, то у 2005 році – вже 65 %. Приблизно на цьому ж рівні це співвідношення залишається і зараз. Але якщо з розрахунків вилучити Китай (вкл. Гонконг та Макао), то частка 10 найбільших десяти бенефіціарів зменшиться до 54 %<sup>6</sup>, що свідчить про достатньо високий рівень диверсифікації надходження прямих іноземних інвестицій.

Посилилась і тенденція до зростання обсягів руху капіталів у межах самої групи країн, що розвиваються («Південь–Південь»): якщо в 1995 році вони становили 15 млрд дол., то у 2005 – вже 50 млрд дол., а у 2011 році взагалі сягнули майже 120 млрд дол. За експертними оцінками, приблизно 60 % усіх інвестицій, які походять з країн із новоствореними ринками, спрямовуються на ринки інших країн, що розвиваються. Причому, у своїй більшості це т. зв. «greenfields investment», тобто інвестиції, які використовують для створення нових компаній та виробництв, на відміну від інвестиційних операцій з придбання та поглинання вже наявних компаній (M&A), більш притаманних для інвестицій з розвинутих країн<sup>7</sup>. Великими інвесторами серед таких країн стали Російська Федерація та Угорщина (інвестиції, головним чином, у країни Східної Європи та Середньої Азії), Китай (у Латинську Америку) та Південно-Африканська Республіка (в Африку). Звертає на себе увагу і те, що ці країни-інвестори перебувають одночасно і в переліку 10 країн, на які припадає майже 70 % надходжень з ринку міжнародних облігацій. Таким чином, вони створюють певну транзитну або «буферну» зону», приймаючи на себе ризики найменш розвинутих (у ринковому сенсі) країн, продовжуючи традицію розвитку *субімперіалізму* і позиціонуючи себе як «першу хвилю» претендентів на приєднання до т.зв. «золотого мільярду»\*. Проте, оскільки в процесі свого розвитку глобалізація на певному етапі неминуче досягає стану Парето-ефективності, то не можна стверджувати, що зміни не погіршують

<sup>6</sup> Ibid., p.172.

<sup>7</sup> Lall. R. World Bank: South-South investment boom // Financial Times, Jan 13, 2011 – URL: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2011/01/13/world-bank-south-south-investment-boom/?#axzz2gB53hIX9>.

\* Оскільки цей термін належить російським політтехнологам і не має широко вжитку в міжнародному економічному дискурсі, слід пояснити, що під «золотим мільярдом» розуміють населення промисловорозвинутих країн без урахування його соціальної структури, а також наявності значних груп з високим рівнем доходів у країнах з новоствореними ринками і, таким чином, даний термін має більш ідеологічне, аніж економічне значення.



економічну ситуацію окремих країн («ізоїв глобалізації»), які намагаються протистояти об'єктивним процесам, замість того щоб скористатися глобальними тенденціями для реструктуризації та підвищення ефективності власної економіки.

Причини двох останніх світових економічних криз та розвиток подій на світовому ринку свідчать про те, що в новій глобалізованій економічній системі головну роль відіграє вже не виробництво, а фінансовий сектор, а причинами криз стає перевиробництво не товарів, а грошей. «[С]учасна економіка зробила величезний крок у бік того, що економісти в минулому називали «фіктивним капіталом», а тепер – «фінансовими бульбашками»<sup>8</sup>. (У зв'язку з чим доволі поширеною стала думка щодо появи «глобального фінансизму»). Розбалансування моделі глобальної економіки знайшло прояв у високодефіцитних зовнішньоторговельних балансах розвинутих країн та, відповідно, високому профіциті (суфіциті) поточного рахунку у країнах, що розвиваються. Економічну кризу останніх років значною мірою спричинено проблемами, що походять з фінансового сектору та укорінені в диспропорції, зумовленій гіпертрофованою роллю цього сегменту економіки в розвинутих країнах. У зв'язку з цим на певному етапі розвитку технологічного укладу починає спостерігатися перенакопичення капіталу: накопичений грошовий капітал не може бути інвестований у розширення виробництва та торгівлі, не призводячи до наступного падіння норми прибутковості. Внаслідок цього відбувається значне розростання фондових ринків та обсягів операцій з похідними фінансовими інструментами спекулятивного характеру, які породжують швидке, хаотичне переміщення «гарячих грошей». Світовий надлишковий капітал з торговельно-виробничої сфери перетікає у фінансову і, відповідно, з країн, що розвиваються (та потребують додаткового капіталу для розвитку реального сектору економіки), до країн промислово розвинутих. У новій глобалізованій економічній системі головну роль починає відігравати вже не виробництво, а фінансовий сектор. І, відповідно, «криза надфінансування» прийшла на місце «кризи надвиробництва»<sup>9</sup>.

**Однією з новацій сучасного етапу розвитку глобальної економіки можна визнати так звану «фіскальну девальвацію», за якої поліпшення сальдо платіжного балансу досягається скороченням дефіциту бюджету. Тобто, по суті, без здійснення девальвації імітуються її наслідки, які вже і впливають безпосередньо на зовнішні потоки.**

Уперше ідею фіскальної девальвації висунув ще в 1931 році Дж. М. Кейнс, хоча відтоді її практично не використовували. Сучасну «моду» на цей засіб ввела у 2007 році Німеччина: коли багато країн у порядку боротьби з фіскальною кризою почали знижувати ПДВ, Німеччина, навпаки, під-

<sup>8</sup> Кравчук Н. Цит. Робота. – С. 423.

<sup>9</sup> Детальніше див.: Шаров О. М. Криза парадигми світової економічної системи (грошово-валютні аспекти) // Економічний часопис – XXI. – 2013. – № 1-2 (1). – С. 49–52.

вищила його (на 3 п. п.), натомість знизила податок на заробітну плату (на 2.3 п. п.). Тобто, «суть фіскальної реформи полягає в тому, щоб підняти ставки ПДВ і одночасно знизити розмір соціальних внесків»<sup>10</sup>.

Існують два різновиди фіскальної девальвації — ціновий та зарплатний.

Скорочення дефіциту бюджету трансформується у відповідне поліпшення сальдо поточного рахунку як безпосередньо — через скорочення внутрішньої абсорбції, так і опосередковано — за допомогою цінового чинника: зниження рівня цін здешевлює експорт і полегшує конкуренцію з імпортом, що сприяє поліпшенню сальдо поточного рахунку. Механізми поліпшення сальдо поточного рахунку за допомогою заробітної плати полягає в тому, що зменшення зайнятості в державному секторі призводить до збільшення пропозиції робочої сили на ринку праці, а це зумовлює загальне зниження заробітної плати. Відповідно, здешевлення виробленої продукції, передусім у працездатних виробництвах, призводить до збільшення обсягів експорту та заміщення імпорту<sup>11</sup>.

У 2008—2009 рр. прикладом успішної фіскальної девальвації стали Естонія, Латвія, Литва і Болгарія, де вдалося зберегти фіксований обмінний курс. На девальвації лата наполягали експерти МВФ, з яким обговорювали питання надання Латвії кредитної допомоги. Утім, Латвія вирішила скористатися прикладом Ісландії, яка після переходу до «плавання» своєї грошової одиниці змогла протягом півроку зупинити спад виробництва, поживити торгівлю та стабілізувати рівень безробіття. Проте латвійський уряд вибрав підтримання стабільності грошової одиниці. Девальвація лата не лише відклала бажану перспективу приєднання до євросони, а й знецінювала заощадження латвійців, що видавалося набагато більшою втратою, ніж труднощі фіскальної консолідації. Додатково відмова від фіксованого обмінного курсу могла створити своєрідний регіональний «ефект доміно» та призвести до різкого зниження курсу валют інших країн ЦСЄ (Литви, Естонії та Болгарії), які також «прив'язані» до євро, загальної валютної нестабільності в ЄС і погіршення ситуації в банківській системі європейського континенту<sup>12</sup>.

До фіскальної девальвації змушені звернутися також країни зони функціонування євро, які зіткнулися з ситуацією «внутрішньої кризи платіжного балансу» — тобто зовнішньоекономічних дисбалансів в умовах формально єдиного ринку та валюти. «Впровадження єдиної валюти з делегуванням функцій національних [центральних] банків до Європейського центрального банку призвело до встановлення фактично режиму фіксованого обмінного

<sup>10</sup> Іцхокі О., Голінах Г., Фаргі Е. «Фіскальна девальвація як метод оздоровлення національної економіки» // Фінансовий ринок України. 2013. — № 36. — С. 3.

<sup>11</sup> Шевчук В. О. Цит. Робота. — С. 7.

<sup>12</sup> Шевчук В. О. Використання інструментів фіскальної політики для підтримання рівноваги платіжного балансу в «залежній» економіці // Збірник наукових праць. — Серія економічна, випуск 37. — Львівська комерційна академія, 2011. — С. 8.

курсу. Оскільки центральні банки країн «зони євро» втратили можливість проведення власної монетарної політики, і, відповідно, здійснювати валютні інтервенції, то фіксація обмінних курсів між цими країнами забезпечена необмеженими кредитами через он-лайн платіжну систему «Таргет-2» (TARGET – Trans - European Automated Real-time Gross settlements Express Transfer) шляхом зміни в обсязі чистих зобов'язань національного центрального банку відносно решти учасників євро системи. Водночас, як зазначають експерти, «[п]остійні спроби вирішити проблему накопичених дисбалансів за рахунок фіскальних заходів поки що не дали бажаного результату»<sup>13</sup>.

Принципове значення продовжує відігравати докорінна модернізація світової грошової системи, які відбулася протягом минулого сторіччя у формі демонетизації золота. Це суттєво змінило порядок діяльності центральних банків у монетарній сфері: тепер емісійні банки створюють національні гроші на базі доларів, які надходять до них у порядку сплати дефіциту платіжного балансу США, і спрямовують ці гроші утримувачам зобов'язань з боку американських контрагентів, одночасно реінвестуючи більшість отриманих доларів на американському фінансовому ринку. У такий спосіб, як зауважив свого часу відомий французький науковець проф. Ж. Рюеф, «Сполучені Штати не повинні були більше здійснювати розрахунки щодо тієї частки свого платіжного дефіциту з іншими країнами. Усе відбувалося в площині суто фінансовій, немовби дефіциту зовсім не існувало. Золотовалютний стандарт у такий спосіб здійснив революційну зміну у світових фінансах та народив таємницю дефіциту без сліз. Цей механізм дав змогу країнам, які емітували валюту з міжнародним престижем, давати без забирання, кредитувати без позичання, набувати без сплати»<sup>14</sup>.

Перехід до золотовалютного стандарту призвів до трьох принципових наслідків:

- по-перше, дефіцит платіжного балансу припинив впливати на сукупну купівельну спроможність (що автоматично відбувалося в умовах золотого стандарту внаслідок фізичного переведення за кордон грошового товару – золота);
- по-друге, у рамках такої системи кожний платіжний дефіцит країни, яка емітує «розрахункову валюту», призводить до подвоєння світової бази кредитування; а таким чином, коли капітал повертається до країн, з яких надійшов (у порядку розрахунків по сальдо платіжного балансу), існує ймовірність виникнення кредитного буму в «дефіцитних» країнах без виникнення рецесії у «профіцитних» країнах;
- по-третє, нова система призводить до помилкової природи кредитної структури, що відбувається внаслідок «подвоєння заставних

<sup>13</sup> Ніколайчук С., Хомяк В. Цит. робота. – С. 28.

<sup>14</sup> Rueff J. The Monetary Sin of the West. – N. Y.: Macmillan Company, 1972, p. 23.

вимог» (double mortgage) на більшість золотих запасів країни-емітенту резервної валюти<sup>15</sup>.

Поступово Кінгстонська валютна система почала збагачуватися новими характерними відмінностями. Крім зміни природи курсоутворення, суттєвою відміною від Бретон-Вудської системи стає лібералізація руху капіталів. Торгівля як двигун розвитку вже давно поступилася таким галузям економіки, як послуги, «економіка знання», інвестиції. І після того, як валютні курси відірвалися від «золотого якорю», вони відірвалися і від «товарного»: обмінний курс валюту більш не формується в зовнішній торгівлі. Відхилення курсу від паритету купівельної спроможності (ПКС) стали настільки значними та довгостроковими, що вже не можна говорити про ПКС як про підвалини валютнокурсних співвідношень. Збільшення в останній чверті минулого сторіччя обсягів світового валютного ринку на 1-2 порядки (до майже 3,5 трлн доларів на день) звело частку трансакцій, спрямованих на обслуговування товарних угод, лише до 2%. В умовах глобалізації фінансових ринків формування валютних курсів та валютних потоків починає підпорядковуватися іншим правилам, зумовленим завданням оптимізації збереження та зростання розміру накопиченого капіталу. Саме тому спостерігається синтез ринків грошей, кредитів та інвестицій, які доволі тісно переплітаються. Причому не лише функціонально, а й інституційно.

До секторальних, функціональних та інституційних додалися ще і *технологічні зміни* у світовій валютній системі. Взаємозалежність валютних ринків значно підвищилася з розвитком засобів комунікації та обробки інформації. Виникнення загальнонаціональних платіжних систем, які функціонують у режимі реального часу (*Real Time Gross Settlement – RTGS*), а пізніше – їх з'єднання, по суті, у міжнародні фінансові тенета (такі, як ЄС-івська система TARGET) також серйозно позначилося на функціонуванні світової валютної системи. Адже тепер правила валютного регулювання та контролю повинні враховувати можливий вплив операцій не лише на національну економіку. Відповідно, слід враховувати і вплив операцій, які відбуваються на географічно віддалених ринках. Власне цю залежність і продемонструвала криза 1997–1998 рр., яка швидше за «пташиний грип» поширилася з Південно-Східної Європи до Латинської Америки та Росії.

Нарешті, сучасна система існує в **принципово інших політичних умовах**, зумовлених крахом комуністичної системи, створенням та позиціонуванням нових держав, загостренням конкуренції США та Європи.

У 1960-ті роки основою світової економіки були Сполучені Штати, а периферією – Європа та Японія, а багато країн, що розвиваються, взагалі ще не були повністю інтегровані в міжнародну економічну систему. Певною мірою це стосувалося також країн з адміністративною (соціалістичною) еконо-

<sup>15</sup> Ibid., pp. 24–28.

мікою. Економіка Сполучених Штатів Америки і зараз зберігає роль «ядра», яке продовжує розвиватися не за загальними правилами, а використовуючи своє особливе місце у світовій економічній системі. Утім, подальший розвиток та поширення глобалізації привели до появи нової периферії у вигляді новостворених ринків низки країн Азії та Латинської Америки. Таким чином, сучасна «периферія» набагато чисельніша та гетерогенна. Зокрема, навіть у 1960-ті роки Західна Європа перебувала на більш високому рівні координації своїх дій та загальноекономічної інтеграції, аніж азійські країни сьогодні, що безпосередньо впливає на їхню здатність «колективної відповіді» на виклики, ініційовані «ядром» глобальної економіки. Що стосується інших промислово розвинутих країн (скажімо, країн-членів ОЕСР) і, передусім, країн Європейського Союзу, то вони створюють свого роду «оболонку ядра» з «внутрішньою» та «зовнішньою мембранами» (відповідно, «старі» та «нові» члени Союзу) або, як називає їх Б. Ейхенгрін, «третього блоку», який не має ані можливостей для наздоганяльного розвитку (як новостворені ринки), ані привілеїв країни з резервною валютою\*. Адже «Сполучені Штати можуть продовжувати нарощування дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, тому що новостворені ринки Азії та Латинської Америки щасливі накопичувати долари. Немає жодної причини, чому б долар мав падати в подальшому, поки немає потреби врегулювання платіжного балансу»<sup>16</sup>. Водночас, саме країни ЄС суттєво змінили ситуацію у валютно-фінансових відносинах, створивши колективну валюту євро, яка може розглядатися (хоча і з певними застереженнями) як реальна альтернатива долару в майбутньому. Значною мірою це залежатиме від готовності центральних банків продовжувати утримання значної частини своїх валютних резервів в американській валюті. І якщо півсторіччя тому (у роки появи «ділеми Трифіна») така готовність певною мірою зумовлювалася хоча б формальним обов'язком конвертації долара в золото та підтримкою офіційної ціни «жовтого металу», то зараз перспективи підтримки «зовнішньої вартості» долара зумовлюються лише політичними інтересами, що робить усю міжнародну валютну систему менш прогнозованою та стійкою. Загальну ситуацію загострює лібералізація контролю за рухом міжнародного капіталу, що ускладнює (або навіть унеможлиблює) відстеження та вплив на приватні трансфери капіталу, які суттєво впливають на валютні курси (у т.ч. спекулятивні атаки). Останнім часом, щоправда, центральні банки та інші органи фінансового контролю намагаються дещо виправити таку ситуацію (зокрема, шляхом налагодження контролю за сумнівними опера-

\* Що стосується колишнього «другого світу» – тобто постсоціалістичних країн, то вони розподілилися між периферією (В'єтнам, Вірменія, Киргизстан, Таджикистан, Узбекистан тощо) та «оболонкою ядра» (країни-члени та кандидати в члени ЄС), а частина з них (Китай, Росія, Україна тощо) – стала свого роду «рибосоною» (якщо вже продовжувати цю «клітинну алегорію»), перебуваючи в тісному контакті як з ядром, так і з «цитоплазмою» (периферією).

<sup>16</sup> Eichengreen B. Global Imbalances and the Lesson of Bretton Woods// National Bureau of Economic research, Cambridge, May 2004, Working Paper 10497, p. 2.

ціями або рухом капіталу через офшорні юрисдикції), але вимагає надзвичайних зусиль та коштів. З іншого боку, лібералізація внутрішнього руху капіталів також помітно змінила економічні умови: тепер утримання низького валютного курсу та високих відсоткових ставок ще не гарантує припливу інвестицій саме в сектор виробництва експортної продукції (*traded goods*). Реальною альтернативою стає приплив капіталу, скажімо, в сектор нерухомості, що може призвести до спекулятивного зростання цін та виникнення «фінансової бульбашки».

Водночас привертає увагу те, що протягом багатьох років (принаймні півсторіччя після виникнення «дилеми Трифіна») **реальна ситуація розвивається за якимось іншим сценарієм** (аніж це можна було б очікувати (і очікували!), виходячи з класичних уявлень). Намагання пояснити ці розходження привели до появи трьох моделей, які отримали назву «нова економіка», «темна матерія» та «досвідчений інвестор»<sup>17</sup>.

Пояснення з точки зору **нової економіки** (*new economy view*) полягає в тому, що стандартний аналіз недооцінює реальні апетити іноземних інвесторів щодо акумуляції фінансових зобов'язань США. Швидке зростання продуктивності праці та висока корпоративна рентабельності в США роблять інвестиції в економіку цієї країни привабливими і надалі (що може зробити припустимим дефіцит поточного рахунку навіть у 7 % ВВП). При цьому, зрозуміло, що іноземні інвестори будуть утримувати помітну частку американських активів, що може створювати певний дискомфорт для уряду та підприємницьких кіл. Ще однією проблемою такого підходу є той факт, що продуктивність праці в Китаї (який є найбільшим поодиноким джерелом фінансування поточного дефіциту) зростає навіть швидше, отож, за логікою такої точки зору, інвестиції можуть доволі швидко припинитися та змінити своє спрямування. Крім того, насправді чисте (нетто) фінансування американського дефіциту забезпечують реально не стільки приватні інвестори, скільки центральні банки (що говорить більше про політичні, аніж про економічні причини такої поведінки). Нарешті, ця інтерпретація припускає, що норма прибутку на іноземні інвестиції в Сполучені Штати повинна бути вищою, порівняно з американськими інвестиціями за кордоном (що не відповідає дійсності). У такому випадку, логіку «новекономічної» теорії може врятувати лише сподівання іноземних інвесторів на поступове подорожчання їхніх американських активів. Утім, така перспектива є доволі сумнівною.

При цьому, деякі економісти<sup>18</sup> піддають сумніву сам факт накопичення Сполученими Штатами значних боргів, оскільки чисте (нетто) надходження

<sup>17</sup> Див.: Eichengreen B. *Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis* // University of California, Berkeley, March 2006, 15 pp.

<sup>18</sup> Див.: Hausmann Ricardo, Sturzenegger F. «Dark Matter Makes the U. S. Deficit Disappear» // *Financial Times*, December 8, 2005, p. A15.

доходу від інвестицій залишається позитивним. Звертає на себе увагу те, що американський експорт, принаймні за трьома позиціями, залишається недооціненим (або неоціненим взагалі). Це стосується послуг щодо надання міжнародної ліквідності (сеньйораж), неформалізованих страхових послуг (убезпечення капіталу) та послуг щодо поширення знань (knowledge service), до яких належать, передусім, організаційні знання та визнані бренди. Ці експортні позиції де факто виникають у процесі використання нерезидентами трьох фінансових інструментів, відповідно: американської валюти, американських казначейських зобов'язань та прямих іноземних інвестицій американських корпорацій. Таким чином, «темна матерія» (*dark matter*), непомітна для статистики, урівноважує фінансові потоки. Тобто, умовно можна вважати, що нездійснені платежі нерезидентів за отримання зазначених послуг приблизно дорівнюють дефіциту поточного рахунку або, в усякому випадку, помітно зменшують цей дефіцит до розміру, наявність якого цілком узгоджується зі стандартним підходом до аналізу стану платіжного балансу.

Щоправда, деякі експерти<sup>19</sup> вважають, що саме наявність «темної матерії» примушує іноземних інвесторів вкладати капітали в американські активи, розраховуючи на зростання доходу від цих інвестицій у майбутньому (внаслідок наявності таких «прихованих» переваг), а отже, це нібито підтверджує модель «нової економіки». Але це ж ставить під сумнів фундаментальність моделі «темної матерії», адже майбутнє (очікуване) зростання рівня доходів від американських активів, по суті, означатиме урівноваження фінансових потоків та «зникнення» «темної матерії»\*.

Зняти це протиріччя намагається третя альтернативна модель, яка пояснює, що США можуть обслуговувати великий зовнішній борг без серйозного дискомфорту доти, доки зовнішні активи США забезпечують значно вищу прибутковість, ніж американські зовнішні зобов'язання, просто тому, що американські інвестори – більш кмітливі або **досвідчені інвестори** (*savvy investors*) порівняно з їхніми іноземними конкурентами. Зокрема, Дж. Кітчен (J. Kitchen) вказує на те, що (абстрагуючись від кризових та передкризових років) різниця у прибутковості зазначених видів інвестицій становить більш ніж на 5%<sup>20</sup>. На думку Б. Ейхенгріна, ця модель входить у суперечність з «новекономічним» підходом, який базується на припущенні того, що інвестиції в американські боргові інструменти приносять іноземним інвесторам вищий дохід, порівняно з інвестиціями у власну економіку. Між тим, насправді, такої суперечності може і не існувати, оскільки вищий дохід іноземних інвесторів від вкладень у США ніяк не означає того, що дохід американських інвесторів не може бути ще вищим.

<sup>19</sup> Eichengreen B. Op.cit., p. 6.

\* Слід зауважити, що деякі відомі економісти заперечують наявність «темної матерії» вже зараз. Зокрема, див.: Buiter W. Dark Matter or Cold Fusion? – Global Economics Paper no.136, London: Goldman Sachs (Jan. 16, 2006).

<sup>20</sup> Цит. за: Eichengreen B. Op.cit., p. 11.

Таким чином, усі згадані вище моделі дають змогу дійти висновку щодо відсутності необхідності врегулювання чинних глобальних дисбалансів. Цілком можливо, що насправді одночасно діють (різною мірою та різних іноземних інвесторів) фактори, на яких акцентуються увага як у моделі «нової економіки», так і в моделі «темної матерії». Дещо більше сумнівів виникає стосовно моделі «досвідченого інвестора», оскільки сама концепція базується на статистичних даних, що виключають кризові та передкризові роки, які в сучасних умовах стають аж ніяк не винятком, який можна було б не брати до уваги.

Згадане вище дає нам змогу дійти висновку, що за сучасних умов зовнішні дисбаланси (тобто, ситуація, за якою одна група країн має стійкі профіцити, а інша – стійкі дефіцити платіжних балансів) не викликають ані необхідності їх негайної ліквідації, ані руйнівних фінансових криз, оскільки за своєю суттю є віддзеркаленням фінансових потоків, характерних для сучасної моделі глобальної економіки, у рамках якої США забезпечують світову економіку необхідної ліквідністю, а група країн з високими експортними доходами (передусім Китай) – забезпечують внутрішні заощадження, необхідні для фінансування глобальних інвестицій. Таким чином, **платіжні баланси поступово перестають відігравати ту роль, яку вони виконували в умовах роз'єднаних, суверенних ринків.**

Стаття надійшла до редакції 5 листопада 2013 р.

---

\* Хоча, наприклад Б. Ейхенгрін вважає, що не можна одночасно скептично оцінювати необхідність врегулювання платіжних балансів, спираючись на обидві моделі.