

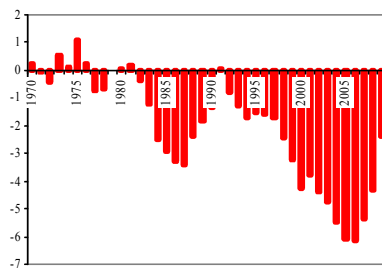
1-3 Теорії сучасних глобальних дисбалансів

- Виникнення неформальної системи Бреттон-Вудс II;
- Глобальний надлишок заощаджень;
- Глобальна інвестиційна "посуха";
- Від'ємні заощадження в США;
- Ефекти криз 1990-х рр. у країнах Азії;
- Теорія оптимального дефіциту поточного рахунку;
- Зміна оцінки активів і пасивів та різниця у процентних ставках

Загальна характеристика:

- високий дефіцит поточного рахунку в США;
- від'ємні заощадження домашніх господарств у англосаксонських країнах, зокрема в США;
- значне зростання цін на нерухомість у англосаксонських країнах, що часто мають характер спекулятивної "бульбашки" та спричиняють дефіцит заощаджень приватного сектора і швидке наростання дефіциту зовнішньої заборгованості;
- акумулювання девізних цінних паперів у країнах Азії та країнах-експортерах нафти, що можуть не мати підтвердження.

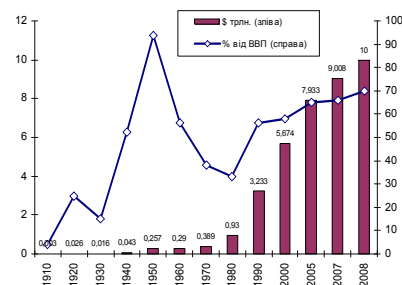
США: сальдо поточного рахунку (% від ВВП), 1970—2009 рр.



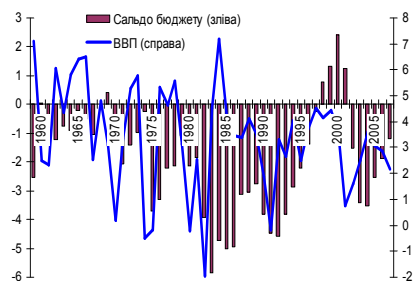
Додаткові факти

- В 1982—2007 рр. США витратили на майже \$7 трлн. більше, ніж отримали
- Ймовірні причини:
 - масштаб економіки США,
 - кредитна "історія"
 - "магія" долара
- Станом на 2008 р. американські активи за кордоном на \$2,5 трлн. менші від зовнішніх зобов'язань
- За кордоном тримають облігацій уряду США на \$2,5 трлн. (або близько 50% державного боргу)

Державний борг США, 1910—2008 рр.

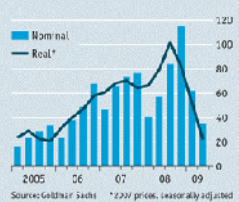


США: динаміка ВВП (%) і сальдо бюджету (% від ВВП), 1958–2007 рр.



Shrinking at last

China's trade surplus, \$bn



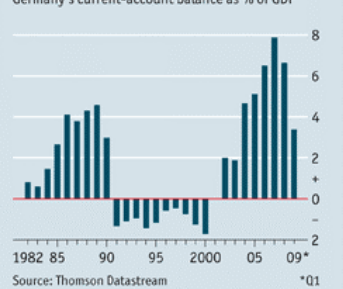
Unconsuming passion

China's As % of GDP



Back to black

Germany's current-account balance as % of GDP



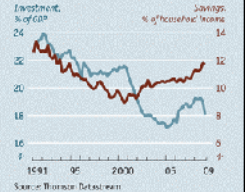
Too skint to spend

Germany's consumer spending and employee compensation as % of GDP



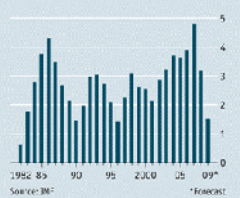
Invested disinterest

Germany's Investment, % of GDP



Entrenched

Japan's current-account surplus, % of GDP



Hoarding habits

Japan's savings-investment gap, % of GDP



Один із наслідків світової фінансової кризи: експорт США зростає прискореним темпом

Trading places

Export volume % change on previous year



China's exports and retail sales, year terms % change on previous year



Характеристика світової фінансової системи:

- Плаваючий курс долара
- Відсутність обмежень потоків капіталу
- Розвиненість фінансових ринків
- Стратегія зростання, що базується на експорті
- Контроль над обмінним курсом
- 80 % всіх світових валютних резервів – долар.

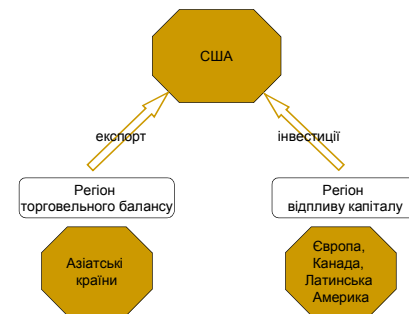
Bretton-Woods I

- США
 - зобов'язання обмінювати долар на золото
 - експорт капіталу
- Країни периферії (Західна Європа, Японія)
 - занижений обмінний курс
 - стратегія експортно-орієнтованого розвитку

Bretton-Woods II

- США залишилися країною "центру"
- Країни периферії (Південно-Східна Азія, Китай)
- Особливу позицію займає Західна Європа та Японія

Брак рівноваги в світовому фінансовому трикутнику:



Стан економіки США:

- Значний дефіцит поточного рахунку, де 20 % – імпорт з Китаю;
- Зовнішній борг США:
 - 2005 р. – 25 % від ВВП
 - 2010-12 рр. – 50 % від ВВП
- Американська економіка функціонує як універсальний комерційний банк: трансформує вклади у довгострокові кредити (K. Lutkowski, 2006).

Регіон додатного сальдо торговельного балансу

- Неомеркантилізм - зростання експорту (Китай);
- Підтримка обмінного курсу на рівні, що забезпечує конкурентоспроможність експорту;
- Купівля американських державних облігацій або інших цінних паперів у доларах США;
- Свідоме збільшення валютних резервів (в т.ч. за рахунок обмеження приватного споживання).

Регіон відпливу капіталу (Західна Європа)

інвестиції в економіку США
↓
послаблення євро
↓
підтримка економічного зростання

На сьогодні євро ще не відповідає умовам світової резервної валюти, але прогресує в цьому напрямі.

Валютні інвестиції

недооцінений обмінний курс
↓
розширення можливостей експорту
↓
низький рівень інфляції в центрі
↓
високі ціни на американські облігації
↓
протидія послабленню долара

Відмінності між Bretton-Woods I і Bretton-Woods II

- З кінця 1960-их рр. країни 3х. Європи критикували дефіцит в США посилюючись на можливість втрати золотого забезпечення — на сьогодні долар не має таких обмежень.
- Глобалізація потоків капіталу.

Критика Bretton-Woods II

- Надлишок валютних надходжень викликаний не так девальвацією грошових одиниць азійських країн, як зниженням інвестицій після кризи у 1997-1998 рр.;
- Фінансові потреби США перевищують бажання національних банків в Азії акумулювати валютні резерви;
- В Китаї виникли проблеми з повною стерилізацією припливу капіталу;
- Кредитний бум в США → виникнення "бульбашки" на ринку активів;
- Для підтримки існуючої ситуації необхідним видається зростання міжнародних резервів з \$2 млрд. до \$7 в 2010 р. → підвищення процентної ставки.

Глобальний надлишок заощаджень (global savings glut)

- Формулювання з'явилося в березні 2005 р. у виступі Б.Бернанке (голова ФРС)
- В контексті балансу "S – I", надлишок інвестицій → CA (-).
- ↓S в США:
 - 1985 – 18 %
 - 1995 – 16 %
 - 2004 – 14 %

Формально, країни, що розвиваються не мають підстав для зниження заощаджень (демографічний фактор), **однак на практиці спостерігається зворотне явище.**

До 1996 р. країни, що розвиваються виступали імпортерами чистого капіталу (\$80 млрд.).

Поліпшення сальдо поточного рахунку в країнах, що розвиваються, відбиває:

Неефективність і недоліки менеджменту банків →
 втрата довіри вкладників →
 валютна криза у Мексиці та Азії →
 вплив капіталу →
 девальвація →
 ↑ експорту, ↓ імпорту → ↑ поточний рахунок

США: чинники ↓ CA (1996-2000 рр.)

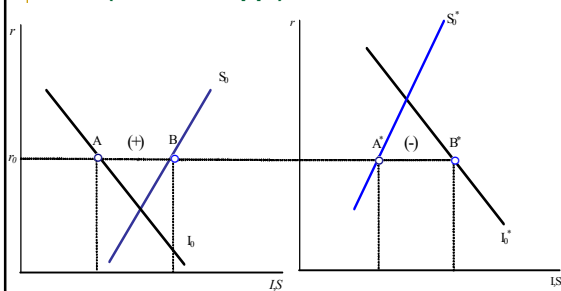
Продуктивність праці + нові технології + низький рівень політичного ризику + дієве регуляційне середовище (виконання прав власності)

зростання біржових індексів

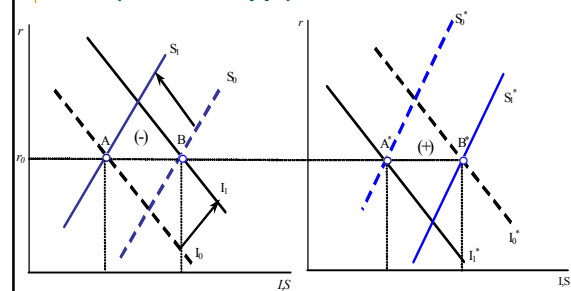
приплив капіталу
 → ↓ E →
 ↑ C →
 ↓ CA_{USA}

↑ I →
 ↑ Y →
 ↑ добробуту
 (поточного та очікуваного) →
 ↓ мотивації до S

США (1990-1996 рр.)

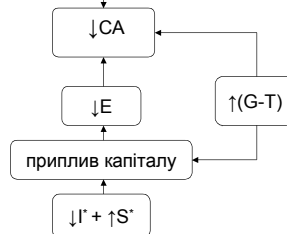


США (1997-2000 рр.)

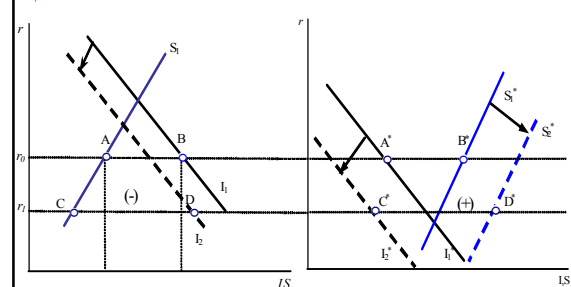


США (2001-2006 рр.)

Крах фондового ринку (2000 р.) → ↓ I →
 ↓ r → зростання цін на нерухомість → ↑ C



США (2001-2006 рр.)



Ринок нерухомості в США (2000-2005 рр.)

- Зростання ціни – 13 % щорічно;
- Споживання та інвестиції в нерухомість забезпечували ≈ 90 % приросту ВВП;
- 40 % нових робочих місць було створено у будівництві та іпотечному маклерстві (mortgage broking).

Причини зниження інвестицій в країнах, що розвиваються:

I. Перехідне та очевидно циклічне явище.

II. Довгострокові зміни:

1. Демографічний фактор (старіння нації $\rightarrow$ зниження потреби у капіталі $\rightarrow$ зростання S);
2. Зниження частки капіталоемних галузей (1948 – 55%, 2004 – 21%);
3. Дефляція в секторі капіталоемних товарів;
4. Реалокція ресурсів у глобальному масштабі (Китай).

Причини погіршення сальдо поточного рахунку в США:

- Ефект добробуту
- Надмірно експансійна монетарна політика
- Інфляція активів, однак без помітного прискорення CPI
- Експансійна фіскальна політика
- $\uparrow(G-T) + \uparrow M \rightarrow$ “бульбашка” $\rightarrow$ надлишок ліквідності не лише в США, але й закордоном (Японія)

Частка країн, що розвиваються у глобальних заощадженнях:

1970 р. – 15 %

2004 р. – 30 %

Увага: все це при створенні лише 6 % глобального ВВП.

Джерела зростання заощаджень за межами США:

- Країни-експортери нафти та невеликі країни країни Західної Європи (60 %).
 - 2004 р. - \$ 207 млрд.
 - 2005 р. - \$ 400 млрд.
 - а) надлишок заощаджень вважається перехідним;
 - б) функціонування стабілізаційних фондів;
 - г) слабкий внутрішній попит (країни Азії).
- Китай

Чинники високих заощаджень в Китаї:

- диференціація доходів
- політика “однієї дитини”
- незначні пенсії (близько 55 % міського населення використовують приватні пенсійні фонди)
- платні медичні послуги (200 юанів – кардіограма)
- платна вища освіта
- відсутність споживчого кредитування
- корпоративні заощадження
- плани щорічного створення 20 млн. робочих місць не передбачають зміцнення грошової одиниці ($\downarrow E$)

Інформація для роздумів:

- Пенсійний вік у Китаї: 50 р. – жінки, 60 р. – чоловіки.
- Частка пенсіонерів до кількості працюючих:
2004 р. – 34 %, 2010 р. – 50 %.
- Невичерпний запас робочої сили є досить потужним антиінфляційним фактором, що навіть нейтралізує наслідки підвищення світової ціни на нафту (парадокс останніх років).
- Іноземні інвестори можуть отримати високу віддачу
- Китай знижує світову інфляцію цін внаслідок виробничої технології з низьким рівнем працездатності.

Щоб позбутися статусу периферії, Китаю потрібно досягти наступні критерії:

- Вирівнювання заробітної плати в обробній галузі до світового рівня;
- Створення робочих місць для надлишку робочої сили (200 млн. чол.);
- Зростання капіталоемності продукції;
- Переміщення виробництва до країн з нижчими витратами, що повинно компенсувати явище протекціонізму

Теорія взаємних гарантій (total return swap)

- Китай зобов'язується сплатити США інвестиційний дохід від американських інвестицій в країні
- США зобов'язуються виплачувати Китаю дохід від китайських резервних активів, розміщених у США

Виникає низка моментів:

- Дефіцит обігових коштів легко фінансується при низькому рівні процентної ставки;
- Країни Азії мають профіцит поточного рахунку і акумулюють значні валютні резерви;
- При низьких процентних ставках не спостерігається зростання інфляції;
- Доходність облігацій залишається низькою при зростанні процентної ставки.

Причина сучасних глобальних дисбалансів – високі заощадження азійських країн

- Надлишок заощаджень → фінансування СА(-) при низьких процентних ставках;
- Збереження низьких інфляційних очікувань спричинено високими заощадженнями
- Китай постачає решті світу дешеву продукцію → ↓CPI в світовому масштабі;
- Премія від ризику значно знизилась, при $\uparrow S$ та $\downarrow r$ → зниження спреду (spread).

Глобальна інвестиційна “посуха”

- Джерело глобального дисбалансу – не $\uparrow S$, а $\downarrow$ інвестування (країни Азії, крім Китаю);
- Промислові країни: м'яка фіскальна політика + низькі процентні ставки → зростання, орієнтоване на споживання;
- Країни, що розвиваються: жорстка фіскальна політика + жорстка грошова політика → ↓CPI;
- $\uparrow$ експорту → валютних резервів у країнах Азії;
- Забезпечення зростання → покращення інвестиційного клімату.

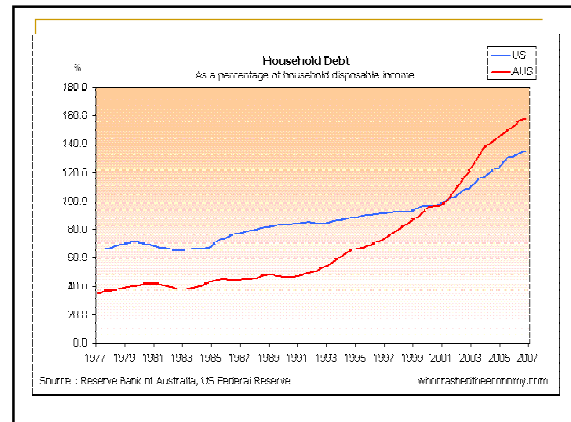
Від'ємні заощадження в США

I. Зростаючий дефіцит бюджету:

Податкові реформи Дж. Буша (зниження податків + зростання витрат на оборону)

II. Домашні господарства:

Система кредитування під заставу приросту вартості нерухомості + використання низьких процентних ставок для зниження коштів обслуговування кредитів на житло.



Ефекти криз 1990-их рр. у країнах Азії:

- Основна причина спекулятивних атак проти валют країн Азії (1997-1998) – низькі валютні резерви;
- Експорто-орієнтоване зростання → нагромадження значних валютних резервів;
- Проблема стерилізації припливу капіталу (високі кошти);
- Ризик знецінення валютних резервів ($\downarrow E$ або $\uparrow E_{USA}$).

Правило Гвідотті-Грінспена

- Держава повинна так керувати закордонними активами та пасивами, щоб мати можливість обійтися без нових запозичень протягом року.

Окрім акумуляції значних валютних резервів, потрібно обмежити короткотермінові позики.

Мотивація нагромадження значних валютних резервів:

- Мотив обережності:
 - забезпечення держави від феномену "раптової зупинки" потоків капіталу (sudden stop),
 - захист від нестабільності фінансових ринків,
 - нейтралізація мінливості потоків капіталу;
- Меркантилістський мотив:
 - підтримка обмінного курсу на нижчому рівні, ніж передбачає приплив капіталу.

Теорія оптимального дефіциту поточного рахунку

- Поточний дефіцит СА може бути оптимальним враховуючи очікувані темпи зростання ВВП,
- Суперечності стандартного визначення компонент СА;
- Видатки на освіту, науку, будівництво трактують як споживання, а насправді це – інвестиції в людський капітал.

Зміна оцінки активів і пасивів та різниця у процентних ставках

- Доходність активів США була вищою ніж доходність пасивів. Тенденція посилилась після розвалу Бреттон-Вудської системи → Надзвичайний привілей США (*exorbitant privilege*);
- Відмінна структура інвестицій США: ПІІ та акції;
- США змінили позицію: *from world banker to world revenue capitalist*.
- Для вирівнювання дисбалансу потрібна девальвація долара на 75 % (або 18% щорічно протягом 5 років).

Рекомендовані підходи обмеження глобальних дисбалансів:

- Підвищення S^{USA} внаслідок ↓(G-T), і зростання заощаджень домогосподарств з допомогою реформ страхової та медичної сфер;
- Проведення структурних реформ в ЄС та Японії (підвищення інвестиційної привабливості);
- Реформування фінансового сектора Китаю (обмеження ролі держави) → гнучкість режиму курсоутворення.