

ПРОБЛЕМИ ЗМІСТУ І МЕТОДИКИ ВИКЛАДАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ

Макроекономіка. Підручник

Володимир Сіденко

Тема 36. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

36.1. Структура та фактори формування платіжного балансу

36.2. Новітні методологічні підходи до розуміння платіжного балансу

36.3. Методи регулювання платіжного балансу на рівні держави та міжнародних організацій

36.4. Специфіка політики регулювання платіжного балансу в Україні

Література

1. Шевчук, В.О. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. Львів.: Каменяр, 2001.
2. Arize, Augustine C. et al. Balance of payments adjustment: macro facets of international finance revisited. Westport, Conn.: Greenwood Press, 2000.
3. Aslund, Anders and Marek Dabrowski (ed.). Challenges of globalization: imbalances and growth. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, Center for Social and Economic Research, 2008.
4. IMF. Balance of Payments and International Investment Position Manual. 6th edition (BPM6). Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009.
5. Frenchel, Jacob A. and Harry G. Johnson (eds). The Monetary Approach to the Balance of Payments. London: Allen & Unwin, 1976.
6. McCombie, J.S.L. and A.P. Thirlwall (ed.). Essays on Balance of Payments Constrained Growth: Theory and Evidence. London; New York: Routledge, 2004.
7. Polak, J. J. The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian: IMF Working Paper No. 01/100, August 1, 2001.
8. Soukiazis, Elias and Pedro Andry Cerqueira (ed.) Models of Balance of Payments Constrained Growth: History, Theory and Empirical Evidence. – Basingstoke, Hampshire and New York: Palgrave Macmillan, 2012.
9. Thirlwall, A. P. Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview: University of Kent School of Economics Discussion Papers, May 2011.

Платіжний баланс (ПБ) є узагальненим рахунком сукупності операцій національної економіки із зовнішнім світом. Національний банк України (НБУ, 2017), відповідно до міжнародних вимог (IMF, 2009) визначає його

Сіденко Володимир Романович (v_sidenko@ukr.net), д-р екон. наук, чл.-кор. НАН України; науковий консультант з економічних питань Українського Центру економічних і політичних досліджень ім. Олександра Разумкова, головний науковий співробітник ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України".

як "статистичний звіт, у якому зазначено сумарні дані про економічні операції резидентів з нерезидентами за певний період".

ПБ є важливим виміром рівня загальної збалансованості національної економіки, структури її стосунків із світовим господарством та індикатором структури зовнішніх ресурсів її економічного розвитку. З ПБ органічно пов'язана інша категорія – "Міжнародна інвестиційна позиція", яка визначається як "статистичний звіт, що відображає на певний момент часу вартість зовнішніх фінансових активів резидентів країни, які за своєю сутністю є вимогами до нерезидентів або золота в злитках, що належать до резервних активів, та зобов'язань резидентів країни перед нерезидентами (НБУ, 2017).

36.1. Структура та фактори формування платіжного балансу

Незважаючи на достатню простоту поняття "платіжний баланс", його структура є доволі складною (вставка "Основні статті платіжного балансу"), а фактори формування – різноманітні. Це зумовлює існування істотних розбіжностей між представниками різних шкіл економічної думки у визначенні відносної ролі окремих факторів впливу та загальних моделей регулювання ПБ, їх специфіки в країнах з різним рівнем розвитку.

Основні статті платіжного балансу

А. Рахунок поточних операцій

Баланс товарів та послуг

Баланс товарів

Експорт товарів

Імпорт товарів

Баланс послуг

Експорт послуг

Імпорт послуг

Баланс первинних доходів

Надходження

Виплати

Оплата праці (баланс)

Надходження

Виплати

Доходи від інвестицій (баланс)

Надходження

Виплати

Баланс вторинних доходів

Надходження

Виплати

В. Рахунок операцій з капіталом

Чисте кредитування (+)/ чисте запозичення (-) (=A+B)

С. Фінансовий рахунок

Прямі інвестиції (сальдо)

Прямі інвестиції: активи

Прямі інвестиції: пасиви

Портфельні інвестиції (сальдо)

Портфельні інвестиції: активи

Портфельні інвестиції: пасиви

Акціонерний капітал
 Боргові цінні папери
 Центральний банк
 Сектор державного управління
 Банки
 Інші сектори

Інші інвестиції (сальдо)

Інші інвестиції: активи

Валюта та депозити
 у тому числі готівкова валюта поза банками
 Кредити та позики
 Торгові кредити та аванси

Інша дебіторська/кредиторська заборгованість
 Інші інструменти участі в капіталі

Інші інвестиції: пасиви

Валюта та депозити
 Кредити та позики
 Сектор державного управління
 Кредити МВФ
 Інші короткострокові
 Інші довгострокові
 Центральний банк
 Кредити МВФ
 Інші короткострокові
 Інші довгострокові
 Банки
 Короткострокові
 Довгострокові
 Інші сектори
 Короткострокові
 Довгострокові
 Торгові кредити та аванси

Інша дебіторська/кредиторська заборгованість
 Розподіл СПЗ

Резервні активи

D. Помилки та упуцнення

E. Зведений баланс (= A + B - C + D)

Джерело: НБУ. Динаміка платіжного балансу України: стандартна форма представлення (відповідно до КПБ6). URL: <https://bank.gov.ua/>

Незважаючи на досягнутий високий рівень міжнародної стандартизації статистичного відображення ПБ, в економічній науці і економічній політиці присутня значна варіативність поглядів та концепцій стосовно проблематики підтримання зовнішньої збалансованості економіки, а отже, й факторів, які впливають на динаміку ПБ. Істотні зміни у підходах до проблеми відображають також важливі зрушення в структурах економічної діяльності та способах економічної організації, які відбуваються у світовому господарстві.

Тенденція до ускладнення структури зовнішніх економічних стосунків між країнами світу і структури платіжного балансу. Якщо первинно ПБ розглядався фактично як аналог торговельного балансу (оскільки експорт та імпорт товарів домінували в структурі зв'язків), то з часом він доповнюється рухом капіталів, доходів, а ще пізніше – урахуванням різного роду фінансових трансфертів і операцій з різноманітними фінансовими інструментами (деривативами). Нова (шоста) версія Керівництва зі складання платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції МВФ (IMF, 2009) врахувала новітні тенденції в розвитку світової економіки, пов'язані, зокрема, з модифікацією факторів міжнародної інвестиційної позиції, уточненням змісту багатьох компонентів ПБ, розвитком трансграничних виробничих процесів та міжнародних компаній, поширенням мобільності робочої сили, безпрецедентним розширенням фінансових ринків та інструментів.

Зростаюче ускладнення у процесі розвитку самих економічних процесів зумовлює, з одного боку, поширення процесів диференціації та спеціалізації, а з іншого – концентрації, агломерації, інтеграції та інших форм усупільнення, виникнення нових ієрархічних рівнів економічного регулювання. Особливої уваги у цьому відношенні потребує *значне зростання в умовах глобалізації та поширення регіональних інтеграційних процесів впливу зовнішніх процесів на внутрішні економічні процеси.* Такий вплив досяг свого апогею з 1980-х рр. й особливо на піку глобалізації в кінці XX – початку XXI ст.

Все це зумовлює дедалі більш щільний зв'язок між формуванням ПБ та внутрішніми економічними процесами. Так, рух коштів за статтями операцій з капіталом та фінансових операцій справляє прямий вплив на державний бюджет, насамперед через операції держави з борговими цінними паперами та міжнародними кредитами (як джерело збільшення доходів бюджету або покриття його негативного сальдо). Опосередкований вплив здійснюється через вплив загального сальдо платіжного балансу на рівень монетизації економіки, її рівень зовнішньої заборгованості та інші макроекономічні показники, причому при фіксованому обсязі рахунку поточних операцій ПБ він корелює зі змінами в обсязі резервних активів країни.

Останнім часом відбувається *зміна теоретичних уявлень про розвиток економіки*, що відображає не лише зростання складності самої матерії економічних процесів, але й посилення впливу різного роду неекономічних (гуманітарних, екологічних, соціальних) чинників, що формують наші уявлення про оптимальність економічного розвитку. У цьому контексті, зок-

рема, не можуть не змінюватися й уявлення про економічну рівновагу, її параметри та значення для сталого економічного розвитку.

Ставлення до проблеми ПБ як виміру зовнішньої рівноваги істотно змінювалося на різних етапах розвитку світу (табл. 1). Ці зміни впливали на формування пануючих концептуальних підходів, які ставали основою ідеології відповідної державної політики.

Таблиця 1

Еволюція поглядів на проблеми платіжного балансу

Період	Пануюча економічна структура	Пануюча парадигма економічної науки та економічної політики	Ступінь гостроти проблеми нерівноваги ПБ (валютні та комбіновані банківсько-валютні кризи)
XVI ст. – 1820 р.	Становлення капіталізму, домінування торгового капіталу	<i>Меркантилізм</i> : стимулювання активного сальдо торговельного балансу (накопичення золота), тарифне обмеження імпорту; накопичення дорогоцінних металів як грошей знижує відсотки та стимулює капіталовкладення	Вкрай рідко
1820–1914	Промислова революція, домінування промислового капіталу. Швидке зростання світового експорту: в 1820–1870 рр. – в 10 разів, у середньому на 3–4 % щорічно в 1870–1913 рр. Протоглобалізація 1870–1914 рр.: відсутність обмежень для руху капіталів та міжнародної міграції; з 1870 р. – міжнародна платіжна система на основі золотого стандарту із фіксованими обмінними курсами та відсутністю курсових ризиків	<i>Фритредерство</i> (підтримка вільної торгівлі) та початок інтенсивного вивозу капіталу в Англії та Голландії, що супроводжував та балансував торгіву експансією ¹ ; <i>політика протекціонізму</i> (захисту) щодо новонародженої промисловості в США, Німеччині, Росії. Зміна класичної школи політекономії на <i>неокласичну школу</i> з головним наголосом на <i>мікроекономіку</i>	1880–1913: у середньому одна криза на два роки
1914–1945	Становлення домінування грошового капіталу та економічний перерозподіл світу. Період світових політичних та економічних криз (дві світові війни, Велика депресія). Становлення державного регулювання економіки	Теорія Дж. Кейнса та рейнської школи <i>макроекономічного</i> аналізу. Панування політики протекціонізму та відхід від золотого стандарту в період Великої депресії, політика цілеспрямованої девальвації валют для підвищення конкурентоспроможності: виникнення проблеми курсових диспаратів	1919–1939: у середньому три кризи на два роки.

¹ Зростання вивозу капіталу в період криз мало характер внутрішнього стабілізатора, оскільки дозволяло країнам-інвесторам продуктивно вкладати капітали в кризові періоди, а країнам-реципієнтам – компенсувати втрати від падіння експорту в країни-інвестори.

Період	Пануюча економічна структура	Пануюча парадигма економічної науки та економічної політики	Ступінь гостроти проблеми нерівноваги ПБ (валютні та комбіновані банківсько-валютні кризи)
1945–1971	Панування грошового капіталу. Початок формування в розвинених країнах держави загального добробуту (масового споживання). Утворення системи соціалістичних країн та "третього світу" – країн, що розвиваються. Створення мережі міжнародних організацій для регулювання світової економіки (ООН та організації Бреттон-Вудської системи). Створення міжнародної валютної системи (BrettonWoods) на основі золото-доларового стандарту та фіксованих (але коригованих) валютних курсів.	Розвиток посткейнсіанства, становлення напряму неокласичного органічного синтезу (неокласичний мейнстрим), який, зокрема, відкидав значення проблематики рівноваги ПБ; поява неортодоксальних теоретичних течій, зокрема в рамках парадигми економіки розвитку (<i>developmenteconomics</i>)	У середньому три кризи на два роки, переважно валютних криз.
1971–2009	Панування транснаціоналізованого грошового (валютного) капіталу – транснаціональних банків та транснаціональних корпорацій (ТНК). Розвиток глобалізації економіки і гіпертрофія віртуального фінансового капіталу (фінансові деривативи). Крах золото-доларового стандарту (Бреттон-Вудської системи) та впровадження системи плаваючих курсів, що визначаються ринковими силами ² , з центральною роллю долара. Становлення глобальних платіжних систем. Створення міжнародної розрахункової одиниці – спеціальних прав запозичення (СПЗ). Поширення регіональної інтеграції, у т.ч. валютної, впровадження колективної європейської валюти євро.	Кінець епохи кейнсіанства, апогей неоліберального мейнстриму, передусім монетаризму, панування принципів Вашингтонського консенсусу; становлення пост-Вашингтонського консенсусу після невдач в системній трансформації окремих країн в 1990-ті роки та глобальної фінансової кризи 1997–1998 рр. Значне посилення неоінституціоналізму, теорії еволюційної економіки та інших альтернативних мейнстриму течій	1973–1997: У середньому 9–10 криз на два роки, насамперед за рахунок їх поширення в ареалі країн з ринками, що формуються, та комбінованих криз. Типова картина для останніх – значний дефіцит поточного рахунку ПБ, який покривається профіцитом по фінансовому рахунку (імпорт ПІІ та зарубіжні позики)
Після 2009	Становлення транснаціоналізованого фінансового	Криза неоліберального мейнстриму,	Хронічний характер кри-

² Важливим виключенням з цього правила стала фактична прив'язка китайського юаня до долара США, що діяла до початку 1970-х рр. та, за аналогією з попередньою валютною системою, стала називатися деякими фахівцями "Бреттон-Вудська система II".

Період	Пануюча економічна структура	Пануюча парадигма економічної науки та економічної політики	Ступінь гостроти проблеми нерівноваги ПБ (валютні та комбіновані банківсько-валютні кризи)
	капіталу, швидкий розвиток системи глобального економічного регулювання (<i>globalgovernance</i>), швидке поширення регіональних, становлення мережевих глобальних, регіональних і локальних структур	пост-Вашингтонський консенсус, швидке становлення альтернативних течій економічної науки, у т.ч. міждисциплінарних і таких, що базуються на принципах складності та нелінійного аналізу (синергетика), коеволюції природи і людини, сталого розвитку. Перегляд неоліберальної концепції невтручання в питання вирівнювання дефіциту ПБ (ReinhartandRogoff, 2009; ObstfeldandRogoff, 2000; Blanchard, 2009 ³)	зових явищ в період 2008–2009 рр. та подальший період глобальної нестабільності. Криза в еврозоні з 2009 р. (найбільш гостра фаза – 2010–2013 рр.). Широка практика застосування навмисних девальвацій національної валюти з метою отримання конкурентних переваг.

Джерело: складено автором з використанням даних щодо статистики криз ПБ за період 1880–1197 рр., запозичених в: Eichengreen and Bordo (2002,41), а також даних, опублікованих в Maddison (2006).

У період після Першої світової війни переважав підхід, який спирався на теоретичні надбання Дж. Стюарта Мілля, Альфреда Маршалла та Ф. Еджворта та приділяв основну увагу аналізу еластичностей експорту та імпорту, які трактувалися як ключові чинники, на які можна впливати через механізм девальвації валюти. Тобто підхід був суто зовнішньоторговельним і апіорно відкидав аналіз впливів валютно-платіжних інструментів на економіку загалом.

Проте утвердження кейнсіанської макроекономіки призвело до того, що економічний аналіз дедалі більше зміщувався з аналізу часткової рівноваги (як основного концепту мікроекономіки) до вивчення загальної рівноваги, а отже, не лише на торгові потоки, але й на сукупний дохід та витрати. Так, в рамках такого підходу в перші роки після Другої світової війни був, зокрема, розроблений підхід з позиції т.зв. "поглинання доходу" (*income-absorption approach*), який прямо пов'язував величину сальдо поточного рахунку ПБ з різницею між національним доходом та чистим експортом ($X-M$) – що і становило т.зв. "поглинання", тобто сукупний кінцевий попит (витрати) на всі товари і послуги з боку резидентів національної економіки:

$$CA = NI - NExp = NI - (X-M)^4.$$

³ Показовим стало визнання в середині 2009 року з боку головного економіста МВФ Олівера Бланшара того, що стало відновлення у світовій економіці потребує ліквідації значних позитивних та негативних сальдо ПБ.

⁴Див.: Rhomberg and Heller (1977, 1–2).

Слід, однак, відзначити, що суттєвим недоліком цього підходу було обмеження проблематики ПБ її поточним рахунком та неврахування впливу на ціни та курси валют.

Обмежені можливості традиційного кейнсіанського аналізу щодо пояснення тенденцій та впливів ПБ призвели до виходу на перший план різного роду монетарних підходів (*monetary approach*) до аналізу ПБ.

Позиції монетарного підходу істотно зміцнювали не лише його значно краща (як порівняти з кейнсіанством) придатність до аналізу цінових впливів, але й те, що він мав справу з агрегованим ПБ загалом, включаючи рахунок руху капіталів. Він апелював не до певних часткових впливів окремих факторів на ПБ (зміни в податках і митних тарифах, в рівнях інфляції та валютних курсах, у цінах на ключові сировинні матеріали тощо), а до агрегованого "монетарного рахунку" (*money account*), тобто зміни в сукупних резервах, які своєю чергою прямо пов'язуються з грошовим балансом національної економіки:

зміна зовнішніх резервів = зміні попиту на гроші – зміна в пропозиції грошей внутрішнього походження.

Таким чином, монетарний підхід дозволив одразу аналізувати сукупний ПБ як різницю між зміною попиту на гроші та зміною чистих внутрішніх активів банківської системи (внутрішнім утворенням кредитів) і через це виявився більш придатним у суто практичному плані. Ця властивість зумовила його поширення, незважаючи на наявність очевидних проблем, пов'язаних із постулатами про стабільну функцію попиту на гроші та стабільний процес генерування пропозиції грошей, закладених у цьому підході. При цьому цей підхід функціонально був найбільш зручним для країн, що розвиваються, оскільки в останніх бракувало деталізованої інформації для застосування альтернативних аналітичних підходів. Однак серйозними недоліками цього підходу є можливість великих помилок в оцінці попиту на гроші на основі номінального ВВП, а також в оцінці національного цінового рівня, коли ціни штучно прив'язуються у всіх випадках (навіть коли товари і послуги не є предметом міжнародної торгівлі) до світових цін (*Rhomberg, and Heller, 1977*).

У рамках монетарного підходу до аналізу ПБ існували і суперничали фактично різні аналітичні традиції – *монетаристська*⁵ та *кейнсіанська монетарна*, яка базується на моделі мультиплікатора Кана–Кейнса (*Kahn-Keynesmultiplier*) 1930-х рр., розвинутий, зокрема, у працях Ж. Полака (*Jacques Polak*). Ці два підходи були спільні у твердженні, що тривале надмірне утворення кредиту призведе до втрати резервів на еквіваленту величину. Але якщо монетаристи доводять це через ствердження, що будь-яке утворення кредиту породжує небажані залишки готівки, які можуть бути виведені з системи тільки через негативний баланс міжнародних платежів (насправді, це не так: є можливість виплати кредитів), то кейнсіанці вважають, що утворення кредиту зумовлює дефіцит ПБ, незва-

⁵Визначний внесок у становлення цього підходу зробили у період після Другої світової війни М. Фрідман (*Milton Freedman*), а стосовно платіжного балансу – Роберт Манделл (*Robert Mundell*), Гаррі Джонсон (*Harry Johnson*), Дж. Френкель (*Jacob Frenchel*) та ін.

жаючи на те, що економіка має стійкий дефіцит грошей, який поступово усувається мірою досягнення нового рівня рівноваги.

Загалом у рамках концептуальних засад неоліберального мейнстріму, який панував після Другої світової війни і майже до останнього часу, переважав погляд, що дефіцити ПБ є тимчасовим явищем – механізмом згладжування процесів споживання в різні періоди часу, який не становить якої-небудь проблеми для країни, оскільки тимчасовий поточний дефіцит може легко бути покритий інвестуванням у країну з-за кордону. Зокрема, провідна ортодоксальна неокласична модель зростання Солоу виходила з того, що ПБ не впливає на довгострокове зростання, адже ПБ, згідно з цим підходом, саморегулюється.

Однак емпіричні факти, особливо з практики країн, що розвиваються, вперто свідчили про проблематичність таких процесів саморегулювання. І навіть у розвинених країнах такі процеси протікали з певними проблемами, які стали надзвичайно гострими у контексті кризи Бреттон-Вудської валютної системи та появи значних дисбалансів, спричинених нафтовими шоками 1970-х років.

Досвід застосування режиму гнучких валютних курсів, який поширився після краху Бреттон-Вудської системи, довів проблематичність досягнення вирівнювання ПБ, адже скоригувати номінальний курс досить просто, проте досягти зміни реального курсу набагато важче. Звідси виникли спроби переглянути ключовий неоліберальний постулат про незначущість проблеми ПБ для економічного зростання.

У цьому контексті особливої уваги заслуговує представлена ще в 1979 р. **"модель зростання, обмежена платіжним балансом"** – **модель Тервалла**, яка має особливо велике значення для аналізу економік, що розвиваються. Вона стверджує, що наявність іноземної валюти є значним обмежувальним фактором зростання для багатьох бідних країн, і що їм потрібне покращення експортної спроможності і зниження еластичності попиту на імпорт відносно доходів, оскільки іноземна валюта є більш дефіцитним фактором, ніж заощадження. Вихідне положення цієї моделі: *"жодна країна не може зростати швидшим темпом, ніж той, що є сумісним з рівновагою платіжного балансу по поточних статтях, якщо тільки вона не здатна фінансувати дедалі зростаючі дефіцити – що вона зазвичай робити не може"*, оскільки існують граничні величини відношення дефіциту та зовнішнього боргу до ВВП, по досягненню яких фінансові ринки стають "знервованими" (Thirlwall, 2011, 15).

36.2. Новітні методологічні підходи до розуміння платіжного балансу

Ще до того, як масштабні процеси неоліберальної глобалізації досягли свого апогею в 1990-х роках, прибічники неортодоксальних теоретичних течій вказували на сумнівність політики, побудованої на догмі саморегулювання. Було доведено, що різні за характером *структурні умови*, наявні в різних за рівнями розвитку країнах, можуть істотно модифікувати механізми саморегулювання, які, у свою чергу, можуть мати наслідком зовсім не саморегулювання, а посилення проблем нерівноважного стану.

При цьому надзвичайно великий вплив справляють *структура інститутів економічної діяльності, ступінь їх зрілості та якість функціонування*.

Адже важливі параметри моделей, які впливають на процеси зовнішнього балансування і при цьому вважаються, як правило, *екзогенно* заданими (наприклад, еластичність попиту на експорт/імпорт відносно доходу, умови торгівлі для малих країн, гранична схильність до імпорту), насправді є *функціями від існуючих параметрів інституційного устрою* країни, а отже, мають трактуватися *ендогенно*. Так, наприклад, еластичність попиту на імпорт та гранична схильність до імпорту в країні виразно залежать від структури суспільних цінностей і норм, а також рівня довіри у суспільстві⁶, ступеня відкритості можливостей доступу до альтернативних зарубіжних ринків, укорінення в механізми економічної діяльності в країні різних форм транскордонної кооперації, рівня трансакційних витрат у зовнішніх операціях (які прямо залежать від якості інститутів)⁷. Вплив країни на умови торгівлі може істотно корегуватися залежно від участі країни у регіональних митних союзах або інтеграційних об'єднаннях з виразною функцією спільної політики щодо третіх країн.

Якість внутрішнього інституційного середовища прямо впливає на те, що розуміється під терміном "інвестиційний клімат": не дарма зміни в нормативно-правовому регулюванні країни істотно впливають на оцінки провідних рейтингових агенцій світу, а отже, й на здатність залучати банківські позики, розміщувати на міжнародних ринках цінні папери та залучати прямі інвестиції. Це означає, що країни з вищим рівнем розвитку інститутів, за інших рівних обставин, матимуть ширші можливості для балансування своїх дефіцитів за поточними операціями шляхом залучення зовнішніх капітальних потоків. Чим більшою є динаміка покращення якості інститутів, тим, серед іншого, більше можливостей покладання саме на приплив довгострокового капіталу, прямих інвестицій, через які і відбувається забезпечення довгострокової зовнішньої стабільності. За таких умов буде реалізовуватися улюблена неоліберальним мейнстримом формула автоматичного виправлення поточних дефіцитів активним сальдо по рахунку капіталу і фінансів. Але в тому й справа, що ця формула *реалізується саме за умов досягнення високого рівня інституційної зрілості і "не працює" в інституційно недосконалих системах*.

В умовах низької якості інститутів, негативної динаміки інституційного розвитку значно зростає схильність до залучення позичкового капіталу, "гарячих грошей", що шукають спекулятивного прибутку або ж зиску від арбітражних операцій, можливих змін валютного курсу і т.ін. Балансування поточних дефіцитів за рахунок таких джерел є ризикованим. Така модель створює реальні загрози економічній безпеці через високу ймовірність раптового та масового виходу з країни іноземного капіталу під впливом інколи незначних несприятливих змін в динаміці макроекономічних показ-

⁶ Чим більше рівень недовіри у суспільстві, тим, за інших рівних умов, більше довіряють усьому тому, що походить з-за меж країни; культ імпорту є прямим наслідком кризи довіри всередині суспільства.

⁷ Надто високі трансакційні витрати, зумовлені, наприклад, високим рівнем корупції на митниці, можуть прямо впливати на структуру порівняльних переваг у торгівлі, особливо якщо їхній рівень є виразно різним у різних сферах економіки.

ників країни або ж виникнення фінансових проблем у когось з ключових гравців ринку.

Як наслідок, країни з відносно невисоким рівнем інституційного розвитку об'єктивно мають приділяти основну увагу балансуванню поточного рахунку, і насамперед торговельного балансу⁸, оскільки їх можливості ефективно і безпечно балансувати ПБ загалом є обмеженими. Навпаки, країни з більш високим рівнем розвитку інститутів ринкової економіки зменшують свою залежність від стану поточного ПБ і об'єктивно більшою мірою мають звертати увагу на інструментарій залучення довгострокових капітальних потоків. А оскільки останні зазнають, згідно з монетарною теорією, значного впливу з боку фактора різниць у процентних ставках, саме останні відіграють в економіці інституційно найбільш розвинених країн з ринковою економікою роль провідного регулятора стану ПБ.

Граничним випадком є ситуація, коли країна чи міжнародне об'єднання зі спільною валютою отримують статус світового емісійного центру завдяки тому, що відповідна валюта стає резервною валютою в міжнародних платежах і входить до складу офіційних валютних резервів. Цей, за своєю суттю, безумовно інституційний, феномен означає виникнення здатності у відповідних країн (союзів) – емітентів щодо покриття своїх не лише поточних, але й капітальних дефіцитів за рахунок власної емісії. При цьому не потрібно мати відповідний валютний актив для оплати зовнішніх зобов'язань, адже такий актив можна створювати самому автоматично завдяки тому, що твоя валюта є одночасно засобом платежу і засобом заощаджень. Така ситуація ставить на сьогодні в особливе положення США з їх доларом і євросону, хоча до деякої міри розширює можливості досягнення зовнішньої рівноваги і для інших валют, які застосовуються як складові офіційних резервів. Однак насправді такі розширені можливості не є безмежними: вони обмежуються рівнем зовнішнього попиту на валютні резерви і загальними вимогами інфляційного таргетування. Адже надмірна емісія резервних валют може стати чинником глобальної дестабілізації і "втєчі" від долара чи євро.

Фінансові фактори зовнішньої рівноваги набувають екстремально великого значення в умовах, коли національна валюта країни (або колективна валюта) набуває ролі резервної для світового господарства. За таких умов імператив балансування торгових потоків взагалі мінімізується, оскільки за імпортом завжди можна заплатити власною валютою. Тут зникає мотивація до досягнення зовнішньоторговельного балансу. Навпаки, головним міркуванням стає питання ефективності використання фінансових ресурсів, інвестицій, оскільки саме цей фактор стає головним при відповіді на питання: чи доцільно мати стійке позитивне чи негативне сальдо поточного балансу операцій. Як відзначали П. Кругман та М. Обстфельд, "жоден розсудливий державний діяч не буде вважати політику досягнення повної збалансованості рахунків поточних операцій придатною за будь-яких обставин" (Кругман, Обстфельд, 2004, 584).

⁸ Примат питань торговельного балансу не стосується тих країн, які активно включені у процеси міжнародної трудової міграції, а отже, й отримують великий обсяг поточних доходів завдяки трансфертам працівників-мігрантів.

Таким чином, відносна роль різних факторів формування платіжного балансу є неоднаковою для країн, що знаходяться на різних стадіях економічного розвитку, мають різний ступінь зрілості ринкових інститутів та різний рівень лібералізації економіки: мірою підвищення вказаних рівнів відбувається *відносне підвищення ролі фактора різниць у процентних ставках при відносному зниженні ролі фактора торговельного балансу*; більш розвинені країни здатні підтримувати рівновагу платіжного балансу при стабільно завищеному рівні курсу національної валюти, тоді як менш розвинені країни вимушені підтримувати занижений курс валюти для забезпечення належного рівня міжнародної конкурентоспроможності.

36.3. Методи регулювання платіжного балансу на рівні держави та міжнародних організацій

Платіжний баланс формується під суперечливим впливом різноманітних факторів економічного та неекономічного походження. Залежно від стадії розвитку, ступеня зрілості ринкових інститутів, розміру внутрішнього ринку і характеристик структури національної економіки, національних традицій та ін. на перший план у формуванні ПБ тієї чи іншої країни можуть виходити різні фактори нестабільності.

Глобальна фінансово-економічна криза 2008–2009 років та криза у зоні євро, що настала за нею, значно актуалізували питання зовнішніх аспектів механізму поширення економічної нестабільності. В умовах глобалізації розширюються та урізноманітнюються канали переливання кризових явищ з однієї національної економіки в іншу, які можуть обумовлювати значну інтенсифікацію чинників кризових явищ та поглиблення глобальних диспропорцій та диспаратів, що лежать в їх основі. У цьому контексті проблематика рівноваги платіжного балансу (ПБ) посідає одне з чільних місць.

Основними факторами порушення рівноваги ПБ сьогодні можуть виступати насамперед ті, що впливають на динаміку поточного ПБ:

- нерівноважна величина курсу національної валюти, яка справляє прямий та нерідко істотний вплив на потоки експорту та імпорту товарів і послуг;
- наявність стійкого дефіциту державного бюджету, який має властивість спричиняти зростання чистого імпорту;
- підвищений рівень схильності до споживання імпортованих товарів та послуг, зумовленої споживчими преференціями, які можуть мати усталений характер через ментально-культурні чинники;
- доступність відносно дешевого споживчого кредитування, яке, як правило, дозволяє збільшувати витрати на придбання іноземних товарів та послуг;
- недостатня міжнародна конкурентоспроможність вітчизняного бізнесу;
- наявність структурних викривлень в економіці, що зумовлює, зокрема, волатильність її експортних надходжень, наявність значного обсягу критичного імпорту, який не можна замінити за рахунок вітчизняного виробництва;

- екзогенні фактори, які можуть включати, зокрема, зміни в кон'юктурі зарубіжних ринків або у попиті на робочу силу, що впливатиме на зайнятість робітників-мігрантів та їхні трансферти до країн їхнього походження.

Водночас у період після 1970 р., коли зазнала краху Бреттон-Вудська валютна система і розпочалися сучасні глобалізаційні процеси, дедалі більшої ваги в генезисі платіжних дисбалансів відіграють монетарні та макроекономічні фактори, що впливають на рух капітальних активів. Зокрема, слід звернути особливу увагу на можливість виникнення платіжних дисбалансів через наведені нижче канали впливу.

1. *Переміщення великих мас ліквідного капіталу* у пошуках більш високих прибутків з міркувань втечі у більш стабільні фінансові гавані та ін. Ці механізми багато в чому спираються на існування великої кількості офшорних юрисдикцій з особливими умовами реєстрації, ведення бізнесу та оподаткування⁹. Не менш значущою передумовою для них є політика окремих країн до гіпертрофованого залучення зовнішніх позичкових ресурсів під підвищені відсотки з метою фінансування свого розвитку або балансування внутрішнього попиту на фінансові ресурси. Остання політика є дуже характерною для багатьох країн, що розвиваються, країн з перехідною економікою (нових ринкових економік).

2. *Зміни у фінансовій стратегії провідних ТНК світу*, які істотно впливають на напрями та обсяги їхніх прямих та портфельних інвестицій. Особливу роль у цьому контексті зіграла стратегія масового переміщення виробництва за кордон, насамперед в Східну Азію. Формування таких глобальних ланцюгів з виробництва вартості (*global value chains*) пов'язане з тим, що низка експортноорієнтованих країн має тенденцію до формування стійкого профіциту ПБ, тоді як поточні баланси країн базування материнських компаній можуть дедалі більше залежати від нестабільних умов отримання доходів від зарубіжних інвестицій.

3. *Раптові зміни ринкових настроїв портфельних інвесторів*, схильних до вияву стадної поведінки на ринку. Як довів досвід азійської кризи 1997–1998 рр., негативні настрої інвесторів, що спричиняють раптовий вплив величезних мас капіталу, можуть формуватися за цілком стабільної макроекономічної ситуації – внаслідок перенакопичення боргів корпораціями і відриву цін на нерухомість, що забезпечує запозичення, від їхньої реальної вартісної основи.

4. *Порушення окремими країнами базових принципів макроекономічної політики*. Одним із важливих прикладів такого порушення може виступати ігнорування т.зв. трилеми Манделла–Флемінга, або принципу "неможливої трійки" (*Mundell–Fleming trilemma*, "impossible trinity"), яка стверджує, що неможливо одночасно досягти трьох цілей – вільного перетоку капіталів, фіксованого режиму валютного курсу та незалежної мо-

⁹ Особливо виразно це проявилось на прикладі низки країн Карибського регіону, які є провідними у веденні офшорного фінансового бізнесу.

нетарної політики (Mundell, 1963; Fleming, 1962)¹⁰. Таку політику зі спробами поєднати непоєдане проводили в 1980–1990 рр. багато які країни, що розвиваються. Як наслідок – фінансово-економічні кризи у Мексиці (1994–1995), Таїланді та Республіці Корея (1997–1998), Аргентині (2001–2002) та ін.

5. *Глобальні структурні дисбаланси та асиметрії*, які утворилися внаслідок незбалансованих глобальних процесів обміну. Так, поява низки країн з хронічно великими профіцитами ПБ, зумовленими, зокрема, надвеликими доходами від експорту в країнах, де відсутні можливості їхнього продуктивного інвестування у повному обсязі, утворила глобальний ефект надмірних заощаджень, які стали шукати собі застосування через вкладення в зарубіжні, насамперед американські активи, штучно стимулюючи тим самим у них споживання (у т.ч. за рахунок імпорту) та зростання цін на фінансові активи (Bernaike, 2005).

Присутність таких різноманітних факторів виникнення платіжних дисбалансів *не дає можливості мати якусь одну стандартизовану чи більш-менш гомогенізовану політику підтримання зовнішньої платіжної рівноваги*. Залежно від превалюючого механізму виникнення платіжних проблем має формуватися й конкретний набір стабілізуючих заходів.

Хоча панівна після Другої світової війни парадигма неоліберального мейнстріму упродовж досить тривалого часу виходила з того, що наявні платіжні дисбаланси не являють собою значущої проблеми та мають вирівнюватися автоматично у довгостроковому періоді за рахунок більш раціонального розміщення виробничих факторів та спонтанної корегуючої дії цінових механізмів, визнавалося, що наявність стійких платіжних дисбалансів може мати структурний характер. Але для таких випадків, які вбачалися насамперед в ареалі менш розвинених країн, мають бути й відповідні *політики структурного корегування*, що їх інкорпорував у свою практику МВФ. При цьому структурні реформи асоціювалися виключно з розвитком ринкових інститутів, включаючи лібералізацію ринків, дерегуляцію, демонополізацію та заохочення конкуренції. Будь-які елементи промислової політики, спрямованої на створення конкурентних переваг, як правило, розглядалися як несумісні з ринковими підходами і такими, що викривляють ринкове середовище. Єдиним, по суті, винятком тут був розвиток інфраструктури, який розглядався як важлива передумова для досягнення конкурентоспроможності та ефективності ринкової діяльності, а отже, й для виправлення в більш довгостроковому періоді існуючих платіжних ускладнень. Такий підхід підтримувався відповідною політикою кредитування з боку Світового банку, який загалом діє у тандемі з МВФ стосовно формулювання загальних умов надання кредитів для цілей розвитку.

Саме у руслі цього світогляду ринкового фундаменталізму багато які країни, що розвиваються, з середини 1970-х рр. і до середини 1990-х рр. пішли шляхом не лише істотної лібералізації своїх торговельних режимів (цей процес увінчався початком діяльності в 1995 р. Світової організації

¹⁰ У цих працях розроблені основи моделі **IS–LM–BoP**, яка встановлює зв'язок випуску, ставки відсотка та номінального курсу валюти для умов відкритої економіки.

торгівлі та приєднанням більшості країн третього світу до положень угоди ГАТТ), але й значного послаблення контролю за рухом капіталу та фінансових активів, що логічно супроводжувалося прийняттям ідеї плаваючих курсів національних валют, курс яких визначався достатньо вільним ринковим попитом і пропозицією.

Азійська фінансова криза 1997–1998 рр., яка в реалії поширилася далеко за межі Азії, завдала серйозного удару панівній ідеології Вашингтонського консенсусу, в рамках якої і здійснювався курс на невтручання у питання формування ПБ. Причому вже на початку 2000-х рр. в умовах накопичення дедалі більш значних платіжних дисбалансів виникли сумніви в життєздатності такого підходу й стосовно розвинених країн (*Obstfeld and Rogoff, 2000; 2005*). Однак лише американська фінансова криза, що розпочалася в 2007 р. та переросла в глобальну кризу в 2008–2009 рр., призвела до широкого визнання необхідності регулювання платіжних дисбалансів, якщо такі дисбаланси є значними.

Формування платіжних балансів в сучасних умовах глобалізації та регіональної інтеграції об'єктивно вимагає *широкої координації макроекономічної політики* між країнами на основі спільно погоджених на глобальному та регіональному рівнях принципів. Загальні принципи регулювання ПБ в умовах глобальної нестабільності та посилення ризиків настання глобальної фінансово-економічної кризи повинні спиратися на формування загалом здорових макроекономічних, інституційних передумов та ключових стандартів фінансової системи для забезпечення загальної стійкості економічних систем, включаючи стандарти прозорості даних, належне фінансове регулювання та нагляд, підвищення якості інституційної та фінансової інфраструктури. Вони мають передбачати: налагодження на глобальному рівні ефективної системи раннього попередження про критично зростаючі дисбаланси; обмеження застосування протекціоністського інструментарію заради відновлення рівноваги ПБ та надання пріоритету заходам із стимулювання потенціалу конкурентоспроможності вітчизняних виробників; відмову від маніпулювання валютними курсами заради отримання штучних конкурентних переваг; запровадження більш суворого контролю за переміщенням ліквідного капіталу ("гарячих грошей"); обмеження неконтрольованого зростання обсягів міжнародних операцій фінансовими деривативами.

36.4. Специфіка політики регулювання платіжного балансу в Україні

Аналіз і прогнозування показників ПБ України є надзвичайно складним завданням через властиві економіці України нестабільність та критичну залежність від зовнішньої торгівлі та, як наслідок, від кон'юктурних коливань та екстерналій світового господарства. Виразний зсув структури українського експорту у бік товарів з невеликою доданою вартістю та невисоким рівнем технологічності істотно підсилює цю вразливість.

Загострення проблем ПБ для України (див. рис.) зумовлене багато в чому зміною загальних трендів розвитку, коли з 2005 р. в країні відбувся *перехід від моделі експортоорієнтованого розвитку до моделі імпорто-*

орієнтованого споживчого капіталізму, який базувався на зовнішніх запозиченнях. Ця модель зазнала краху під впливом глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., коли були радикально скорочені можливості доступу до рефінансування надмірних споживчих апетитів. Проте реальної заміни їй у вигляді нової, більш ефективної моделі розвитку країни, яка мала б будуватися на *інноваційно-інвестиційному пріоритеті*, досі не створено – що зумовлює хронічну зовнішню платіжну нестабільність країни.

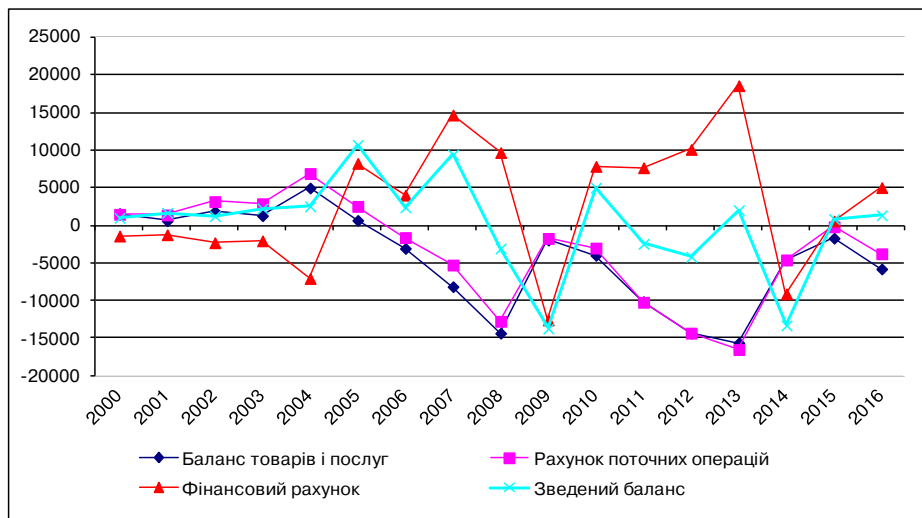


Рисунок. Довгострокова динаміка головних компонентів платіжного балансу України, млн дол. США

П р и м і т к а . Дані за 2000–2009 рр. відображені на основі даних, представлених відповідно до стандарту МВФ ВРМ5, а за 2010–2016 рр. – нового стандарту ВРМ6. Згідно з ВРМ6, показники фінансового рахунку відображаються, на відміну від ВРМ5, із протилежним знаком: приплив коштів у країну за цим рахунком – із знаком "мінус", а відплив – із знаком "плюс". З метою більшої простоти відображення та сумісності з попередніми даними знаки всіх показників фінансового рахунку за період 2010–2016 рр. змінені на протилежні.

Джерело: Національний банк України. Статистика зовнішнього сектору. Платіжний баланс. URL: <https://bank.gov.ua/>

У політиці регулювання ПБ Україні на нинішньому етапі розвитку країни центральну роль відіграють завдання врівноваження торговельного балансу, оскільки Україна все ще не досягла того рівня розвитку, коли головну роль починають відігравати фінансові фактори формування ПБ. Останнє, однак, не зменшує залежності від зовнішніх запозичень – як офіційних, так і на світових фінансових ринках, оскільки в умовах хронічного дефіциту за поточним рахунком ПБ та проблем з інвестиційним кліматом всередині країни дефіцит може реально покриватися лише за рахунок зовнішніх запозичень.

Проте довгострокове розв'язання проблеми ПБ в Україні не може бути досягнуте методами суто торговельної політики: політика розвитку має орієнтуватися насамперед на вирішення структурних проблем нерівноваги, а отже, на пріоритет заходів структурної політики. Україні слід з

обережністю ставитися до застосування таких традиційних методів стимулювання експорту та обмеження імпорту, як девальвація національної валюти та підвищення мита, рівно як і застосування інших митно-тарифних методів обмеження імпорту, оскільки застосування таких заходів відволікає увагу від глибинних структурних причин зовнішньої нерівноваги. Водночас слід підсилити роботу щодо координації макроекономічної політики України з країнами – членами ЄС та іншими провідними країнами, що входять до "Групи 20", з метою якнайскорішого та ефективного впровадження в Україні глобальних принципів фінансового та макроекономічного регулювання.

Література

- Кругман, П.Р., Обстфельд, М. (2004). *Международная экономика*. 5-е изд. СПб.: Питер.
- Ніколайчук, С., Каушан, І. (2009). Вплив глобальної фінансово-економічної кризи на платіжний баланс України та динаміку його основних показників. *Вісник НБУ*, 11, 32–39.
- НБУ (2017). *Методичний коментар до статистики зовнішнього сектора України* (відповідно до 6-го видання "Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції"). URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19138166>.
- Шевчук, В.О.(2001). *Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України*. Львів: Каменяр.
- Черняк, О.І., Хом'як, В.Р. (2011). Криза платіжного балансу: фактори, індикатори та способи попередження. *Економіка і прогнозування*, 4, 27–37.
- Arize, Augustine C. et al. (2000). *Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Finance Revisited*. Westport, Conn.: Greenwood Press.
- Aslund, Anders and Marek Dabrowski, eds. (2008). *Challenges of Globalization: Imbalances and Growth*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, Center for Social and Economic Research.
- Bernanke, Ben S. (2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*: Remarks made at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia. The Federal Reserve Board, March 10, 2005. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
- Blanchard, Olivier (2009). What is needed for a lasting recovery. *The Financial Times*, June 18. URL: <http://www.ft.com/cms/s/0/e8bcc516-5c33-11de-aea3-00144feabdc0.html>.
- Eichengreen, Barry and Michael D.Bordo (2002). Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?: *NBER Working Paper* 8716. Cambridge, MA: National Bureau for Economic Research.
- Fleming, J. Marcus (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*, 9, 369–379.
- IMF (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual*. 6th edition (BPM6). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Frenchel, Jacob A. and Harry G. Johnson, eds. (1976). *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. London: Allen & Unwin.
- Kumhof, Michael ; Yan, Isabel K. (2009). Balance of Payments Anti-Crises: *IMF Working Paper* No. 09/134, June 1.
- Maddison, Angus (2006). *The World Economy*. Volume 1: A Millennial Perspective and Volume 2: Historical Statistics. Paris: OECD Publishing.
- Makin, Anthony J. (2009). *Global Imbalances, Exchange Rates and Stabilization Policy*. Basingstoke, Hampshire; New York, NY: Palgrave Macmillan.
- McCombie, J.S.L. and A.P. Thirlwall, eds. (2004). *Essays on Balance of Payments Constrained Growth: Theory and Evidence*. London; New York: Routledge.

- Mundell, Robert A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29 (4), 475–485.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2000). Perspectives on OECD Capital Market Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment. *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges: Proceedings of Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2000, 169–208. URL: <http://www.kc.frb.org/publications/research/escp/escp-2000.cfm>.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2005). Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 67–146.
- Polak, J.J. (2001). The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian. *IMF Working Paper No. 01/100*, August 1.
- Rhombert, Rudolf R. and H. Robert Heller, eds. (1977). *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. A Collection of Research Papers by Members of the Staff of the International Monetary Fund. IMF.
- Soukiazis, Elias and Pedro André Cerqueira, eds. (2012). *Models of Balance of Payments Constrained Growth: History, Theory and Empirical Evidence*. Basingstoke, Hampshire and New York: Palgrave Macmillan.
- Reinhart, Carmen M. And Kenneth Rogoff (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 208–215.
- Thirlwall, A. P. (2011). *Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview*. University of Kent School of Economics Discussion Papers, May.

References

- Krugman, P.R., Obstfeld, M. (2004). *Mezhdunarodnaja jekonomika* [International Economics]. 5-e uzd. Sankt-Peterburg: Piter. (In Ukrainian)
- Nikolaichuk, S., Kaushan, I. (2009). Vplyv hlobalnoi finansovo-ekonomichnoi kryzy na platizhnyi balans Ukrainy ta dynamiku yoho osnovnykh pokaznykiv [Impact of the global financial and economic crisis on Ukraines balance of payments and the dynamics of its main indicators]. *Visnyk NBU*, 11, 32–39. (In Ukrainian)
- NBU (2017). *Metodychni komentar do statystyky zovnishnoho sektora Ukrainy* [Methodical commentary on statistics of the external sector of Ukraine] (vidpovidno do 6-ho vydannia “Kerivnytstva z platizhnoho balansu ta mizhnarodnoi investytsiinoi pozytsii”). URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19138166>. (In Ukrainian)
- Shevchuk, V.O. (2001). Platizhnyi balans i makroekonomichna rivnovaha v transformatsiinykh ekonomikakh: dosvid Ukrainy [Balance of Payments and Macroeconomic Balance in Transformation Economies: Ukraines Experience]. Lviv: Kameniar. (In Ukrainian)
- Cherniak, O.I., Khomiak, V.R. (2011). Kryza platizhnoho balansu: factory, indykatory ta sposoby poperedzhennia [Crisis of the balance of payments: factors, indicators and prevention methods]. *Ekonomika i prohnozuvannia*, 4, 27–37. (In Ukrainian)
- Arize, Augustine C. et al. (2000). *Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Finance Revisited*. Westport, Conn.: Greenwood Press.
- Aslund, Anders and Marek Dabrowski, eds. (2008). *Challenges of Globalization: Imbalances and Growth*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, Center for Social and Economic Research.
- Bernanke, Ben S. (2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit: Remarks made at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia. The Federal Reserve Board, March 10, 2005*. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
- Blanchard, Olivier (2009). What is needed for a lasting recovery. *The Financial Times*, June 18. URL: <http://www.ft.com/cms/s/0/e8bcc516-5c33-11de-aea3-00144feabdc0.html>.
- Eichengreen, Barry and Michael D. Bordo (2002). Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?: *NBER Working Paper 8716*. Cambridge, MA: National Bureau for Economic Research.

- Fleming, J. Marcus (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*, 9, 369–379.
- IMF (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual*. 6th edition (BPM6). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Frenchel, Jacob A. and Harry G. Johnson, eds. (1976). *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. London: Allen & Unwin.
- Kumhof, Michael ; Yan, Isabel K. (2009). Balance of Payments Anti-Crises: *IMF Working Paper* No. 09/134, June 1.
- Maddison, Angus (2006). *The World Economy*. Volume 1: A Millennial Perspective and Volume 2: Historical Statistics. Paris: OECD Publishing.
- Makin, Anthony J. (2009). *Global Imbalances, Exchange Rates and Stabilization Policy*. Basingstoke, Hampshire; New York, NY: Palgrave Macmillan.
- McCombie, J.S.L. and A.P. Thirlwall, eds. (2004). *Essays on Balance of Payments Constrained Growth: Theory and Evidence*. London; New York: Routledge.
- Mundell, Robert A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29 (4), 475–485.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2000). Perspectives on OECD Capital Market Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment. *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges: Proceedings of Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2000, 169–208. URL: <http://www.kc.frb.org/publications/research/escp/escp-2000.cfm>.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2005). Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 67–146.
- Polak, J.J. (2001). The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian. *IMF Working Paper* No. 01/100, August 1.
- Rhomberg, Rudolf R. and H. Robert Heller, eds. (1977). *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. A Collection of Research Papers by Members of the Staff of the International Monetary Fund. IMF.
- Soukiazis, Elias and Pedro Andrй Cerqueira, eds. (2012). *Models of Balance of Payments Constrained Growth: History, Theory and Empirical Evidence*. Basingstoke, Hampshire and New York: Palgrave Macmillan.
- Reinhart, Carmen M. And Kenneth Rogoff (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 208–215.
- Thirlwall, A. P. (2011). *Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview*. University of Kent School of Economics Discussion Papers, May.

Надіслано до редакції 20.08.2017