

УДК 336.7:338.1:339.7

А. В. Шлапак,
д. е. н., доцент, завідувач кафедри міжнародної економіки,
Київський університет ім. Бориса Грінченка
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8697-7039>

DOI: 10.32702/2306-6814.2023.9.5

МАКРОЕКОНОМІЧНІ НАСЛІДКИ БАНКІВСЬКОЇ ПАНІКИ В США: РОЛЬ БЕЙЛАУТІВ У КОРЕКЦІЇ БОРГОВОГО І КРЕДИТНОГО ЦИКЛІВ

A. Shlapak,
Doctor of Economic Sciences, Associate Professor, Head of the Department
of International Economics, Borys Grinchenko Kyiv University

MACROECONOMIC CONSEQUENCES OF THE BANKING PANIC IN THE USA: THE ROLE OF
BAILOUTS IN THE CORRECTION OF THE DEBT AND CREDIT CYCLES

Мета статті полягає у дослідженні макроекономічних ефектів бейлаутів з акцентом на виокремленні ризиків для стійкості системи державних фінансів і фінансового сектору загалом. Встановлено, що поточна ситуація у банківському секторі США погіршується динамікою доходності державних облігацій і залежить від непередбачуваної поведінки вкладників. Саме в державних облігаціях банки тримають дедалі більше ліквідності після того, як правила, ухвалені після фінансової кризи 2008 р., підвищили вимоги до якості управління ризиками. І хоча банківські і фінансові установи регулярно формують попит на державні боргові зобов'язання, щоб відповідати нормативним вимогам щодо зберігання достатньої кількості високоякісних ліквідних активів у своїх балансах, зростання облікових ставок різко знизило вартість попередніх випусків таких облігацій, куплених у період низьких ставок, що обмежило їхню ліквідність. Делеверідж — процес скорочення боргового тягаря — відбувається на останніх стадіях боргового циклу і за оптимістичним сценарієм стає результатом збільшення економічними агентами власного капіталу або погашення боргів, а за песимістичним сценарієм — результатом списання кредитором суми заборгованості або реалізації політики фінансового бейлауту, коли Центробанки викуповують борги банківського і фінансового секторів з тим, аби кредитним організаціям терміново надати підтримку в ліквідності. Банківські кризи можуть створити додаткове навантаження на уряди як прямо (через зростання обсягу фіскальних витрат, які несе держава, щоб урятувати банківський сектор), так і опосередковано (через поширення панічних настроїв на ринку), а фіскальна криза може передатись на фінансовий сектор в разі оголошення серії дефолтів банківських та фінансових установ, що значно пригнітить стан внутрішньої фінансової системи. Уряд, який рішуче налаштований на уникнення рецесії, максимізацію поточного та майбутнього обсягу виробництва, визначатиме оптимальний розмір фінансової допомоги банківським установам із врахуванням ризиків загострення інфляції та втрати кредитного рейтингу.

In its entirety, the diversity of financial relations does not form a simple sum of elements, but a system that is an organic set of interacting elements, all structural units of which are interconnected. Despite the fact that each element in the financial system is relatively independent, performs only its inherent specific functions, nevertheless, all elements interact both with each other and with other elements, and in practice these relationships have importance. This approach allows us to highlight the macroeconomic effects of bailouts through the prism of the stability of the public finance system and the financial sector – both creditors and borrowers. A long period of near-zero interest rates has meant that during this time Western banks have purchased a huge amount of long-term government and mortgage bonds at extremely low interest rates. In these assets, they invested the funds of their investors. Rising inflation forced the world's leading central banks to start raising interest rates last year, which led to higher yields and a sharp drop in the value of US and European bonds. Due to this, the value of bonds issued during the period of low rates fell by 25-30% depending on the duration, and the value of long-term (50 or more years) bonds of some European countries decreased by 60-70%. In turn, this led to losses of financial institutions that invested in them. According to regulators, in the US alone, the total net unrealized loss of banks currently exceeds \$620 billion. This is about 80 times more than a year earlier. As long as the bonds are not sold, the loss is not fixed and is reflected in the financial statements as a negative revaluation of assets. Theoretically, financial institutions could hold these bonds to maturity and thus return the funds invested in them. In addition, banks could "wait out" a period of high interest rates. The subsequent easing of monetary policy and the reduction of rates would lead to an increase in the cost of bonds and the normalization of the balance sheets of financial institutions. Due to this, the problem of multibillion-dollar unrealized losses of the banking sector could be solved by itself. According to the reserve rules, banks keep some of the assets in the most liquid form, but its volume is insufficient to return funds to all customers. With a massive outflow of funds, banks are forced to sell all their assets, fixing losses on them. As a result, unrealized paper losses are transferred to the section of real ones, and if their size exceeds the bank's own capital, it is subject to bankruptcy. In some ways, today the Fed and other Western regulators face a difficult choice: continue to protect their currency by raising interest rates to further reduce inflation, or protect the banking system from a potential collapse and stop tightening monetary policy. The first option could lead to another global financial crisis, while the second would reverse the slowdown in inflation and push prices up again. Against this backdrop, the Fed launched a bank term financing program, under which banks will be able to pledge Treasury and mortgage-backed securities for cash. This will relieve banks of the need to quickly sell their assets. The provision of liquidity by central banks is likely to stop the problems of the Western financial system and maintain its stability. However, it is difficult to predict how the printing of new money will affect inflation. It is likely that banking turbulence will cause a migration of deposits from smaller institutions to the largest banks, as well as tightening lending standards. In turn, this could lead to a slowdown in the US and European economies this year and increase the likelihood of a recession. It will be more difficult for central banks to keep raising interest rates without triggering turmoil, and problems will mount as debt and credit markets shrink.

Banking crises can put additional strain on governments, both directly (by increasing the amount of fiscal spending the government incurs to bail out the banking sector) and indirectly (by spreading market panic), and a fiscal crisis can be transmitted to the financial sector in the event of a series of defaults of banking and financial institutions, which significantly depresses the state of the domestic financial system. The government, determined to avoid a recession, maximize current and future output, will determine the optimal amount of financial assistance to banking institutions, taking into account the risks of worsening inflation and loss of credit rating.

Ключові слова: банківська паніка, борговий цикл, кредитний цикл, фінансовий цикл, фінансовий акселератор, бейлаут, шок попиту, шок пропозиції, інфляція, рецесія.

Key words: banking panic, debt cycle, credit cycle, financial cycle, financial accelerator, bailout, demand shock, supply shock, inflation, recession.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

В результаті краху банків Silicon Valley та Signature у США загроза кризи в американському банківському секторі викликала потужну реакцію на міжнародних

фінансових ринках, що позначилось на падінні платоспроможності ряду фінансових установ. Банківська паніка викликала "втечу депозитів", які вкладники, рятуючись, перекладали у великі банки або спрямовували на

купівлю державних цінних паперів. Федеральна резервна система США (ФРС) змушена була вдатись до вливання масштабних обсягів ліквідності в банківську систему у спробі зупинити процеси фінансового інфікування. Втім фінансова паніка поширилась і на європейські банки. Платоспроможності Credit Suisse не сприяла заява його найбільшого акціонера — Саудівського національного банку про те, що він не спрямовуватиме додатковий капітал для підтримки банку, і, попри втручання Швейцарського центрального банку, найбільшому банку Швейцарії UBS довелося купити Credit Suisse, що фактично стало примусовим поглинанням, яке знищило значну частину вартості акцій, що залишилася на його балансі. За перший тиждень березня 2023 року американські банки отримали від ФРС США 164,8 млрд дол США, що більш ніж у 30 разів перевершило обсяг запозичень в попередній тиждень (лютого 2023 року) (4,58 млрд дол США) [1]. Ситуація у банківському секторі США погіршується динамікою доходності державних облігацій і залежить від непередбачуваної поведінки вкладників. Саме в державних облігаціях банки тримають дедалі більше ліквідності після того, як правила, ухвалені після фінансової кризи 2008 р., підвищили вимоги до якості управління ризиками. І хоча банківські і фінансові установи регулярно формують попит на державні боргові зобов'язання, щоб відповідати нормативним вимогам щодо зберігання достатньої кількості високоякісних ліквідних активів у своїх балансах, зростання облікових ставок різко знизило вартість попередніх випусків таких облігацій, куплених у період низьких ставок, — на 25—30% залежно від дюрації, а вартість довгострокових бондів деяких європейських країн зменшилася на 60—70%. Інша проблема — непередбачувана поведінка вкладників, які в той час як банки не поспішають підвищувати ставки за депозитами, шукають нові, більш прибуткові, можливості для зберігання своїх грошей, включаючи фонди грошового ринку (де забезпечується доступ до значних обсягів фінансових ресурсів при низьких ризиках) та інвестиції в криптовалюти. ФРС США повідомила, що на кінець 2022 року американські банки мали 620,4 млрд дол США збитків за портфелями цінних паперів, які вони не планували продавати, включаючи 340,9 млрд дол США за облігаціями [1].

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Згідно з підходом Б. Канделона і Ф.С. Палма [2], бейлаути або операції з порятунку банків можуть підірвати стійкість державних фінансів. Бейлаути можуть включати надання ліквідності центральним банком, державну рекапіталізацію або виконання державних гарантій та інших зобов'язань, які, на переконання Д. Грей і А. Джобст [3], здійснюють потужний вплив на фіскальний ризик. Авторський колектив на чолі із В. Ачарья [4] розглядає ситуацію, за якою в разі, якщо ризик суверенного дефолту зростає, вартість державних гарантій падає, що посилює петлю зворотного зв'язку від фінансового сектора до боргового через фіскальний. У свою чергу, розглядаючи перенесення фіскальної кризи на банківську систему, Е. Боренштайн і У. Панізза [5] стверджують, що в разі оголошення проце-

дури списання боргів або їхньої реструктуризації, банки стають першими, хто постраждає від набігу вкладників та інвесторів. Таким чином, суверенні ризики банків можуть призвести до великих втрат капіталу, загрожуючи платоспроможності національної банківської системи. Р. Даліо, досліджуючи боргові цикли [6], вдається до синонімізації боргових, фінансових, кредитних і ділових циклів, що, на думку ряду вчених [7; 8; 9], є вкрай суперечливим підходом, роблячи його вразливим перед опонентами, хоча твердження про кореляцію фінансового і економічного циклів не викликає сумнівів, що пов'язано з тим, що у період економічного росту збільшується не лише попит на позикові кошти, але і сукупний борг для придбання високоризикових активів. Н. Кіотаки та Дж. Мур [10] використовують динамічну модель загальної рівноваги, щоб продемонструвати, як кредитні обмеження впливають на макроекономічні умови. На відміну від моделі Б.С. Бернанке та М. Гертлера [11], в якій зміни чистої вартості активів пов'язані зі змінами грошових потоків, у моделі Н. Кіотаки та Дж. Мура зміни цін на активи (чисті активи плюс зобов'язання) самі постають джерелом змін чистої вартості активів позичальника, а відтак довгострокові активи виступають фактором виробництва і забезпечення кредитів. В результаті існує динамічний взаємозв'язок між кредитними обмеженнями та цінами на активи, а тимчасовий шок, який впливає на ціни активів, знижує чисту вартість активів економічних агентів і призводить до більш жорстких обмежень щодо запозичень, що знижує виробництво та витрати та ще більшою мірою знижує ціни активів. Спираючись на ці дві теоретичні моделі, Б.С. Бернанке, М. Гертлер і С. Гілкріст [12] розробили основу для опису обмежень на кредитному ринку, яка включає цінову жорсткість, роль грошово-кредитної політики, затримки у прийнятті рішень щодо інвестицій та неоднорідність серед фірм. Ці доповнення спрямовані на те, щоб покращити емпіричну релевантність моделі кредитних циклів: номінальна жорсткість цін призводить до зростання здатності грошово-кредитної політики впливати на реальний сектор економіки в короткостроковому періоді (зростання цін відбувається частково, грошовий імпульс впливає на реальний сектор, що призводить до збільшення випуску та зайнятості) [13; 14], у середньостроковому періоді (по мірі наростання інфляційних процесів вплив на реальний сектор слабшає) і у довгостроковому періоді (ціни стають гнучкими). Ряд авторів [15; 16; 17] досліджували вплив фінансового акселератора, який ініціює та посилює як позитивні, так і негативні шоки у макроекономічному масштабі, що дозволило пояснити, чому відносно невелика зміна базової ставки змушує компанії та споживачів скорочувати витрати, а відтак чому відносно невеликі зміни у грошово-кредитній політиці чи в умовах кредитування можуть спричинити великі потрясіння в економіці [18].

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Мета статті полягає у дослідженні макроекономічних ефектів бейлаутів з акцентом на ризиках для стійкості системи державних фінансів і фінансового сектору.

Виклад основного матеріалу дослідження. За теорією, зміна сукупної економічної активності викликає зміну чистої вартості активів економічних агентів, що пояснюється встановленою між ними позитивною кореляцією. Через асиметрію інформації умови, на яких економічні агенти можуть залучати зовнішнє фінансування, а отже, і надбавка за зовнішнє фінансування, перебувають у зворотній залежності від їхнього власного капіталу. Оскільки премія (кредиторам) за зовнішнє фінансування обернено пропорційна чистій вартості активів економічних агентів, проциклічний характер зміни чистої вартості активів економічних агентів протягом всіх стадій бізнес-циклів передбачає також і контрциклічний характер зміни премії за зовнішнє фінансування. Цей зворотний зв'язок між змінами обсягу виробництва та премією, яку отримує кредитор за зовнішнє фінансування, робить запозичення важчим та/або більш дорогим під час рецесії, ніж під час фази зростання. Це, у свою чергу, збільшує коливання інвестицій, витрат та виробництва упродовж всіх стадій бізнес-циклів. Наприклад, будь-який негативний економічний шок, який може спричинити зменшення чистої вартості активів економічних агентів, також збільшить премію за зовнішнє фінансування. Отже, через більш високі витрати та/або зниження можливості запозичення загальний рівень інвестицій, витрат та виробництва економічних агентів знизиться. У свою чергу, це призведе до ще більшого падіння економічної активності.

Депресія є фазою економічного циклу, якій характерні низький попит, низька інфляція, низькі процентні ставки, низькі потреби в кредитах (і можливості до їхньої видачі), високе безробіття, банкрутство старих секторів економіки та велика кількість винаходів, які свідчать про перехід в новий технологічний уклад. Як видно, класичне визначення депресії не відображає поточні процеси в передових економіках світу, представники уряду яких неохоче погоджуються на визнання факту рецесії, намагаючись підмінити її поняттям "ідеального шторму" або "потрійного гальмування" для характеристики одночасної рецесії у США, ЄС та Китаї. Дефляційна депресія, за підходом Р. Даліо, характеризується тим, що керівники країн реагують на початковий економічний спад зниженням процентних ставок. Однак, коли відсоткові ставки сягають 0%, далі стимулювати економіку таким чином стає неможливим. Переважають реструктуризація боргу та суворого економія у всьому, причому цей процес не врівноважується достатнім стимулюванням економіки (особливо це стосується емісії незабезпеченої грошової маси та знецінення валюти). На даному етапі борговий тягар (борги та витрати на їх обслуговування як відсоток від доходу економіки) зростає, тому що доходи знижуються швидше, ніж відбувається реструктуризація боргу, погашення боргу не призводить до скорочення його розміру; багатьом позичальникам доводиться брати додаткові борги, щоб сплатити відсотки, що зросли. Дефляційні депресії, як правило, трапляються в тих країнах, де більша частина боргу сформована в національній валюті, тому скорочення боргів призводить до масового розпродажу активів та дефолтів; проте при цьому не виникає проблем із валютою чи платіжним балансом. Інфляційні депресії, як правило, відбуваються у тих країнах, які

залежать від притоку іноземного капіталу, через що у них накопичується великий борг в іноземній валюті, який не можна монетизувати (викупити за допомогою надрукованих центральним банком грошей). Коли надходження іноземного капіталу сповільнюється, видача кредитів скорочується. У процесі інфляційного делевериджа вилучення капіталу перекидає кредитування та ліквідність і водночас падіння курсу валюти призводить до інфляції. Інфляційні депресії, в яких велика кількість боргів номінована в іноземній валюті, особливо важко піддаються управлінню, тому що уряд країни має менше можливостей розподілити тягар боргового навантаження [6].

Основна мета фінансової системи полягає в тому, щоб спрямувати заощадження на найбільш продуктивні інвестиції. У багатьох макроекономічних моделях фінансова система представлена єдиною процентною ставкою, яка врівноважує заощадження та інвестиції. Хоча ця абстракція є корисною для цілей теоретизування, вона також є обмежувальною з позицій емпіричного досвіду. Фінансова діяльність ускладнюється через транзакційні витрати, асиметричність інформації та обмежену можливість примусового виконання контрактів. Якщо інформація асиметрична, така інформація, як якість та результати інвестиційного проєкту, відома позичальнику, але кредитори можуть отримати до неї доступ тільки вдавшись до витрат на моніторинг реальної ситуації чи додаткову перевірку наданих даних. Крім того, фінансовий контракт потребує значного часу та витрат для забезпечення його дотримання. У разі порушення договору юридичне врегулювання призводить до додаткових витрат. Такі складнощі можуть призвести до того, що кредитори неохоче будуть надавати кредити. В результаті зовнішні фінансові ресурси можуть бути більш дорогими або менш доступними, ніж це зазвичай подається в теоретичних моделях без врахування фінансових розбіжностей, особливо в умовах економічного спаду.

В моделі Б.С. Бернанке та М. Гертлера [11] відтворено зв'язок між балансами позичальників та їх доступом до зовнішнього фінансування чи його вартістю. У цій моделі є два ключові гравці: домогосподарства, які є кредиторами, та власники бізнесу/підприємці, які є позичальниками. Крім того, існує асиметрична інформація між позичальниками та кредиторами, оскільки кредитори можуть спостерігати за результатами інвестиційного проєкту позичальника лише відстежуючи капіталізацію позичальників. Агентські витрати, що виникають через асиметрію інформації, можуть призвести до того, що ціна незабезпечених фінансових ресурсів перевищить вартість власних фінансових ресурсів фірми. За таких умов фінансовий стан позичальника є ключовим чинником, який визначає кредитні умови, на яких він може залучити капітал. Зокрема, чиста вартість фірми впливає на премію, яка має бути виплачена за доступ до зовнішніх джерел фінансування. Відтак зміни у фінансовому стані фірм протягом бізнес-циклу викликають контрциклічну надбавку за ризик боргу, яка посилює коливання обсягу виробництва та інвестицій. Цей ланцюжок подій відомий під назвою "фінансовий акселератор", тому що існує ефект зворотного зв'язку між фінансовим станом позичальників та умовами кре-

диту, який може посилювати коливання ділового циклу. Наприклад, чиста вартість компанії погіршується, коли негативний шок скорочує грошові потоки та знижує вартість її основних активів. Внаслідок погіршення стану балансів позичальників вартість фінансування зростає, що обмежує обсяг доступних інвестицій, що, в свою чергу, ще більше знижує чисту вартість компаній, посилюючи зростання витрат на фінансування та ще більше знижуючи рівень інвестицій. До економічних збурень, які можуть посилюватися і поширюватися механізмом фінансового акселератора, зараховують усі шоки, що викликають: зміну вартості ліквідних активів економічних агентів; зміну продуктивності; зміну сукупного попиту, викликану зменшенням грошової маси або обсягів зовнішнього попиту; зміни вартості неліквідних активів економічних агентів, які можуть виникнути через зміну процентної ставки або зміни цін на активи, які можуть бути викликані діями осіб, які визначають економічну політику, або змінами в очікуваннях щодо майбутнього економічного розвитку, продуктивності та ін.. Зміна непогашених зобов'язань економічних агентів також може бути викликана зміною процентної ставки за умови, що непогашені кредити оподатковуються за плаваючими відсотковими ставками.

Вплив механізму фінансового акселератора на ключові макрозмінні залежить від характеру шоку: в разі, якщо інфляція виявляється несподівано низькою протягом терміну дії кредиту, боржник стикається із витратами погашення, які у реальному вираженні вищі, ніж передбачалося (адже кредит погашається більш "дорогими грошми"). Несподіване зниження цін знижує чисту вартість активів боржників і, як наслідок, негативно впливає на їхню здатність брати кредити. Вища реальна вартість погашення боргу переміщає кошти від позичальників, які мають високу граничну схильність до споживання, до кредиторів (тих, хто вирішує заощаджувати), які мають низьку схильність до споживання. В результаті знижується сукупний попит — ситуація, яка відбувалась в розвинених економіках під час дефляції та практично нульових процентних ставок. Відповідно, фінансовий акселератор посилюватиме шоки попиту, але пом'якшуватиме шоки пропозиції. Позитивний шок попиту підвищить обсяги виробництва та інфляцію, а зростання інфляції (хоча і тимчасове при таргетуванні інфляції) знизить реальну вартість обслуговування боргу, підвищуючи здатність позичальника отримати фінансування. Після шоку пропозиції, що збільшує випуск та знижує інфляцію, реальна вартість погашення боргу зростає, зменшуючи чисту вартість активів позичальника та демпфуючи тим самим частину зростання випуску.

Зокрема, Дж. Гінакополос [19] підкреслює циклічність ставок по кредитах під заставу через невизначеність щодо майбутнього зростання цін на активи та подальшого впливу, який ставки чинитимуть на ціни активів. У моделі Дж. Гінакополоса вводиться фактор неоднорідності покупців, які по-різному оцінюють активи: одна група покупців готова платити за активи більше, ніж будь-які інші покупці, що часто передбачає використання більшого фінансового леверіджу (кредитного плеча), що віддзеркалює співвідношення обсягу позичкових ресурсів до власного капіталу. Якщо покупці

з високою часткою позичкових коштів зазнають шоку або через посилення заставних обмежень, або через погіршення балансу, вони купуватимуть менше, і ціна активу впаде. Цей шок часто викликається несприятливими новинами, які збільшують невизначеність щодо майбутньої дохідності активів, змушуючи кредиторів збільшувати маржу. В результаті виникне петля зворотного зв'язку, що призведе до більш різкого зниження цін на активи. За цих обставин центральному банку слід розглянути можливість обмеження леверіджу в періоди буму, щоб уникнути майбутніх фінансових криз. Цикли леверіджу в економіці, яка пережила масштабні інформаційні атаки (як, наприклад, оголошення підняття провідними Центробанками облікових ставок), але не настільки руйнівні, щоб викликати паніку, можуть призвести до фінансового інфікування (т.зв. ефект зараження), втечі до добре забезпечених активів та нормування випуску облігацій. Варто зауважити, що незабезпечений кредит при цьому демонструє високу циклічність і часто призводить до збільшення обсягу виробництва, оскаржуючи уявлення про те, що саме забезпечений борг відіграє ключову роль у впливі на макроекономічні умови.

ВИСНОВКИ

Зазвичай боргові кризи виникають з причини того, що борги та вартість їхнього обслуговування зростають швидше, ніж доходи, які необхідні для погашення останніх. Делеверідж — процес скорочення боргового тягаря — відбувається на останніх стадіях боргового циклу і за оптимістичним сценарієм стає результатом збільшення економічним агентом власного капіталу або погашення боргів, а за песимістичним сценарієм — результатом списання кредитором суми заборгованості або реалізації політики фінансового бейлауту, коли Центробанки викуповують борги банківського і фінансового секторів з тим, аби кредитним організаціям терміново надати підтримку в ліквідності. Банківські кризи можуть створити додаткове навантаження на уряди як прямо (через зростання обсягу фіскальних витрат, які несе держава, щоб урятувати банківський сектор), так і опосередковано (через поширення панічних настроїв на ринку), а фіскальна криза може передатись на фінансовий сектор в разі оголошення серії дефолтів банківських та фінансових установ, що значно прігнітить стан внутрішньої фінансової системи. Уряд, який рішуче налаштований на уникнення рецесії, максимізацію поточного та майбутнього обсягу виробництва, визначає оптимальний розмір фінансової допомоги банківським установам. Відтак податкові надходження, які можуть бути використані для фінансування бейлаутів, у загальному вигляді мають властивість кривої Лаффера, відображаючи залежність між податковими надходженнями і ставками податку. На практиці уряди фінансують бейлауту у короткостроковій перспективі, беручи позики або випускаючи облігації, які погашаються за рахунок майбутніх податків. З цього спостереження випливають два обмеження на розмір екстреної допомоги. По-перше, чим більший борг уряду, тим нижча його здатність надати фінансову допомогу. Це пов'язано з тим, що крива податкових надходжень Лаффера залишає уряду менше можливостей підвищення податкових ставок для погашення свого боргу, пов'язаного із фінан-

совою допомогою. По-друге, оголошення про екстрену допомогу знижує ціну державного боргу через очікуване його знецінення за рахунок емісії нових боргів. Прикметно, що якщо у фінансовому секторі країни є активи у вигляді державних облігацій (що зазвичай так і буває), то порятунок фактично пов'язаний із деякими "супутніми збитками" для самого фінансового сектора: якщо криза у фінансовому секторі потужна, а існуючий державний борг великий, тоді інвестиційні витрати на повне фінансування за рахунок податкових надходжень як існуючого державного боргу, так і екстреної допомоги високі, і уряд, в разі відсутності таких ресурсів, може оголосити стратегічний дефолт. Припускаючи, що такий дефолт може бути пов'язаний із супутніми перешкодами (зменшення довіри з боку інвесторів до уряду щодо спроможності ним обслуговувати боргові зобов'язання або девальвація валюти, в якій вони деноміновані), уряд кожної країни має унікальну ситуацію для настання суверенного дефолту в залежності від обсягів наявного боргу, доступності зовнішньої фінансової допомоги і обсягів зобов'язань фінансового сектора. Відтак держава з великими обсягами заборгованості, яка зіткнулася з вкрай неплатоспроможним фінансовим сектором, буде змушена пожертвувати своїм кредитним рейтингом, щоб урятувати фінансовий сектор і водночас підтримати економічне зростання. Неоднозначність поточної ситуації у банківському секторі США пов'язана з тим, що саме такі виклики стоять перед фінансовими регуляторами і американським урядом, що зазвичай характерні для урядів країн, що розвиваються.

Прикметно, що обсяги фінансових бейлаутів впродовж кризи 2008 року становили 111 млрд дол США і надавались здебільшого не через механізм дисконтного вікна, тоді як лише за перший місяць спроб вгамувати банківську кризу в США із понад 170 млрд дол США 152,85 млрд дол США були надані саме у вигляді короткострокових позик комерційним банкам терміном до 90 днів в надії, що ринки повернуться до стану рівноваги, і довіра до банківської системи буде відновлена. Це означає, що аналітично ми не можемо використовувати "історичне кліше", екстраполюючи наслідки попередніх серій бейлаутів на поточну ситуацію. У другій половині 2023 року може відбутись нова хвиля потрясінь у американському банківському секторі, яка здатна поширитись, серед іншого, і на європейські ринки, через макроекономічні канали, дослідженню яких і була присвячена дана стаття. Втім малоімовірно, що банківська паніка лютого-березня 2023 року переросте у банківську кризу зразка 2008 року, адже уряди і центральні банки мають потужний інструментарій її угамування. Центральні банки, швидше за все, боротимуться із загрозою банківської кризи за допомогою повернення до політики монетарного пом'якшення і збільшення боргового тягаря, як вони це робили в минулому, а відтак боротьба із інфляцією, яка власне і викликала запит на більш жорстку монетарну політику, може бути відтермінована, а інфляція продовжить зростати.

Література:

1. The Federal Reserve System. The Board's H.4.1 statistical release "Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks". 16.03.2023. URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/20230316/>
2. Candelon B., Palm F.C. Banking and Debt Crises in Europe. The Dangerous Liaisons? De Economist. 2010. Vol. 158. P. 81—99.
3. Gray D., Jobst A. Systemic Contingent Claims Analysis — Estimating Market-Implied Systemic Risk. IMF Working Paper. 2013. № 13/54. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1354.pdf>
4. Acharya V. V., Drechsler I., Schnabl P. A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk. 2012. URL: https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/intmacfin/3.3_Schnabl_paper.pdf?4e-401bca6487c5ddf708b7363db9b9bde
5. Borensztein E., Panizza U. The Costs of Sovereign Default. IMF Staff Papers. 2008. № 59. P. 683—741.
6. Dalio R. Principles For Navigating BIG DEBT CRISES. Part 1: The Archetypal Big Debt Cycle. 2018. URL: <https://www.bridgewater.com/big-debt-crises/principles-for-navigating-big-debt-crises-by-ray-dalio.pdf>
7. Durdu C. B., Zhong M. Understanding bank and nonbank credit cycles: A structural exploration. 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/work919.pdf>
8. Azariadis C. Credit Cycles and Business Cycles. 2018. URL: <https://ssrn.com/abstract=3105905>
9. Azariadis C., Kaas L., Wen Y. Self-Fulfilling Credit Cycles. Review of Economic Studies. 2016. Vol. 83 (4). P. 1364—1405.
10. Kiyotaki N., Moore J. Credit Cycles. Journal of Political Economy. 1997. Vol. 105 (2). P. 211—248.
11. Bernanke B.S., Gertler M. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. The American Economic Review. 1989. Vol. 79 (1). P. 14—31.
12. Bernanke B.S., Gertler M., Gilchrist S. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. 1999. URL: <https://nyuscholars.nyu.edu/en/publications/chapter-21-the-financial-accelerator-in-a-quantitative-business-c>
13. Reznikova N., Ivashchenko O., Hrynychak N., Dvornyk I. Monetary traps of the new macroeconomic consensus: problems of stabilization policy after COVID-19. Economic of development. 2022. Vol. 21 (1). P. 17—24.
14. Резнікова Н., Панченко В. Мінні поля міжнародної економічної політики: як країнам не втратити здатність до розвитку. Київ: Аграр Медіа Груп, 2022. 674 с.
15. Bernanke B. S. The financial accelerator and the credit channel. BIS Review. 2007. Vol. 68. URL: <https://www.bis.org/review/r070621a.pdf>
16. Foroni C., Gelain P., Marcellino M. The Financial Accelerator Mechanism: Does Frequency Matter? 2022. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwp/efcb.wp2637~e8ac25af28.en.pdf>
17. Banerjee R., Serena J. M. Dampening the financial accelerator? Direct lenders and monetary policy. 2022. URL: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeridas/DocumentosTrabajo/21/Files/dt2201e.pdf>
18. Резнікова Н.В., Панченко В.Г., Іващенко О.А. Від синтезу економічних теорій до політичного консенсусу: монетарно-фіскальні дилеми макроекономічної стабілізації в умовах коронакризи. Економіка України. 2021. № 4 (713). P. 21—44.

19. Geanakoplos J. The Leverage Cycle. NBER Macroeconomics Annual. 2009. Vol 24. P. 1—65. URL: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/648285>

References:

1. The Federal Reserve System (2023), "The Board's H.4.1 statistical release "Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks", available at: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/20230316/> (Accessed 10 April 2023).

2. Candelon, B. and Palm, F.C. (2010), "Banking and Debt Crises in Europe. The Dangerous Liaisons?", *De Economist*, vol. 158, pp. 81—99.

3. Gray, D. and Jobst, A. (2013), "Systemic Contingent Claims Analysis — Estimating Market-Implied Systemic Risk", *IMF Working Paper*, vol. 13/54, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp-1354.pdf> (Accessed 10 April 2023).

4. Acharya, V. V., Drechsler, I. and Schnabl, P. (2012), "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk", available at: https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/intmacfin/3.3_Schnabl_paper.pdf?4e401bca-6487c5ddf708b7363db9bdbe (Accessed 10 April 2023).

5. Borensztein, E. and Panizza, U. (2008), "The Costs of Sovereign Default", *IMF Staff Papers*, vol. 59, pp. 683—741.

6. Dalio, R. (2018), "Principles For Navigating BIG DEBT CRISES. Part 1: The Archetypal Big Debt Cycle", available at: <https://www.bridgewater.com/big-debt-crises/principles-for-navigating-big-debt-crises-by-ray-dalio.pdf> (Accessed 10 April 2023).

7. Durdu, C. B. and Zhong, M. (2020), "Understanding bank and nonbank credit cycles: A structural exploration", available at: <https://www.bis.org/publ/work919.pdf> (Accessed 10 April 2023).

8. Azariadis, C. (2018), "Credit Cycles and Business Cycles", available at: <https://ssrn.com/abstract=3105905> (Accessed 10 April 2023).

9. Azariadis, C., Kaas, L. and Wen, Y. (2016), "Self-Fulfilling Credit Cycles", *Review of Economic Studies*, vol. 83 (4), pp. 1364—1405.

10. Kiyotaki, N. and Moore, J. (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105 (2), pp. 211—248.

11. Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *The American Economic Review*, vol. 79 (1), pp. 14—31.

12. Bernanke, B.S., Gertler, M. and Gilchrist, S. (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", available at: <https://nyuscholars.nyu.edu/en/publications/chapter-21-the-financial-accelerator-in-a-quantitative-business-c> (Accessed 10 April 2023).

13. Reznikova, N., Ivashchenko, O., Hrynychak, N. and Dvornyk, I. (2022), "Monetary traps of the new macroeconomic consensus: problems of stabilization policy after COVID-19", *Economic of development*, vol. 21 (1), pp. 17—24.

14. Reznikova, N. and Panchenko, V. (2022), *Minni polia mizhnarodnoi ekonomichnoi polityky: iak krainam ne vtratyt' zdattnist' do rozvytku* [Minefields of international economic policy: how countries do not lose their ability to develop], Ahrar Media Hrup, Kyiv, Ukraine.

15. Bernanke, B.S. (2007), "The financial accelerator and the credit channel", *BIS Review*, vol. 68, available at:

<https://www.bis.org/review/r070621a.pdf> (Accessed 10 April 2023).

16. Foroni, C., Gelain, P. and Marcellino, M. (2022), "The Financial Accelerator Mechanism: Does Frequency Matter?", available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2637~e8ac25af28.en.pdf> (Accessed 10 April 2023).

17. Banerjee, R. and Serena, J. M. (2022), "Dampening the financial accelerator? Direct lenders and monetary policy", available at: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeridas/DocumentosTrabajo/21/Files/dt2201e.pdf> (Accessed 10 April 2023).

18. Reznikova, N., Panchenko, V., and Ivashchenko, O. (2021), "From Synthesis of Economic Theories to Political Consensus: Monetary and Fiscal Dilemmas of Macroeconomic Stabilization in the Context of the Coronavirus Crisis", *Economy of Ukraine*, vol. 4 (713), pp. 21—44.

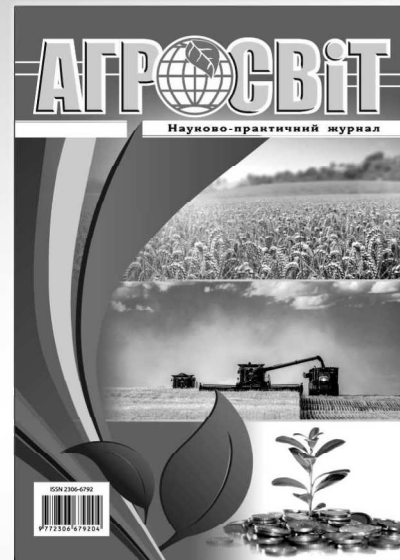
19. Geanakoplos, J. (2009), "The Leverage Cycle", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 24, pp. 1—65, available at: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/648285> (Accessed 10 April 2023).

Стаття надійшла до редакції 18.04.2023 р.

АГРОСВІТ

<https://nauka.com.ua>

Передплатний індекс: 23847



Виходить 24 рази на рік

Журнал включено до переліку наукових фахових видань України з ЕКОНОМІЧНИХ НАУК (Категорія «Б»)

Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292