

Віктор КОЗЮК

## **ВРАЗЛИВІСТЬ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ ДО КОЛИВАНЬ ГЛОБАЛЬНОЇ ЛІКВІДНОСТІ**

---

---

*Розкрито зміст вразливості малої відкритої економіки до коливань глобальної ліквідності. Визначено основні макрофінансові процеси, чутливі до коливань глобальної ліквідності. Проведено емпіричний аналіз вразливості економіки України в сучасних макрофінансових процесах. Наголошено, що Україна потребує модернізації макроекономічної політики для запобігання негативним наслідкам поведінки глобальної ліквідності.*

---

---

Проблема вразливості малої відкритої економіки завжди була на порядку денному вивчення складних теоретичних та практичних моментів у міжнародній економіці. Розвиток процесів глобалізації істотно вплинув на зростання інтересу до даної проблеми. Втім зміна сутнісних рис глобальної економіки та оптимальних моделей пристосування малих країн до функціонування у ній є перманентною, завдяки чому уявлення про особливості глобальних шоків, їх вплив на малі економіки та оптимальний вибір ними макроекономічного курсу постійно оновлюються.

Передкризові події, проходження смуги глобальної кризи та посткризовий розвиток демонструють радикальні новації як в розумінні проблеми вразливості, так і в критеріях побудови ефективної макроекономічної відповіді на сучасні виклики. Проте найбільшого значення набуває процес настільки щільного переплетення між власне макроекономічними та фінансовими процесами, що питання макрофінансового аналізу та макропруденційного регулювання стають серцевиною сучасних досліджень глобальних трансформацій. Невипадково, що проблема коливань глобальної ліквідності виходить на передній план, оскільки сам

феномен глобальної ліквідності перебуває на перетині монетарних процесів і характеру функціонування фінансової системи та поведінки учасників фінансових ринків.

Теоретичні дискусії щодо даної проблеми активно точаться як довкола превалювання відмінних явищ монетарної чи ринкової ліквідності, так і довкола більш загальних паттернів глобальних макрофінансових процесів, які мають прямий чи прихований стосунок до поведінки ліквідності. Коливання глобальної ліквідності, етимологізуючись в рамках складної структури зв'язків між монетарними змінними та змінними фінансових ринків, слід визнати найбільш вагомими детермінантами поведінки цілого спектра процесів глобального та національного рівня, починаючи від обсягів потоків капіталу, динаміки цін на первинні ресурси, закінчуючи ставленням до ризику і міжчасовою оптимізацією споживання та інвестицій. Закономірно, що перетворення коливань глобальної ліквідності на одне з провідних джерел глобально-центричних шоків вимагає уточнення теоретичних та прикладних питань, релевантних проблемі вразливості малої відкритої економіки, що функціонує в актуальних глобальних макрофінансових координатах. Випадок України демонструє

практично найбільш характерний приклад того, як коливання глобальної ліквідності спроможні глибоко впливати на протікання макроекономічних процесів, перетворюючи економічне зростання у бум споживання та кредитування, а кризу та глобальну рецесію – в обвал економіки та банківської системи. З цих міркувань дослідження проблематики вразливості вітчизняної економіки до коливань глобальної ліквідності є затребуваним та нагальним.

Розуміння проблеми вразливості економіки до коливань глобальної ліквідності в економічній літературі формується під впливом як генетичних зв'язків із дослідженнями макроекономічних проблем відкритої економіки малих країн та країн, що розвиваються [1, 2, 3], так і завдяки появі дискурсів, де чітко апелюється до глобально-центричної моделі економіки із провідною роллю макрофінансових факторів у ній [4, 5, 6]. Хоча в останньому випадку дуже часто акцент робиться на окремих функціональних зв'язках ланках між глобальними процесами та вразливістю не стільки економіки до них, скільки фінансової системи. Так, дослідження, умовно кажучи, доглобального періоду, акцентували увагу на питаннях, які стосуються шоків умов торгівлі, імпортозалежності та залежності динаміки випуску від попиту розвинутих країн [7]. Окрему увагу слід приділити проблемі зовнішніх запозичень і тому, наскільки зміни в монетарній політиці розвинутих країн вплинули на спроможність країн периферії нести тягар зовнішнього боргу [8, 9, 10]. Попри те, що феномен впливу монетарних факторів провідних країн на глобальні економічні змінні (особливо ціни на енергоносії та продовольство) є відомий ще з кінця 1980-х рр., особливий акцент на проблемі вразливості почав робитись в контексті процесів підвищення мобільності капіталів та імперфекцій глобальних ринків [11, 12, 13, 14]. У дослідженнях так званого

постазійського періоду була започаткована країно-центрична модель відповіді на глобальні потрясіння [15, 16]. Глобальні умови чітко асоціювались як такі, що формуються виключно макроекономічним курсом розвинутих країн [9]. Відповідно, сприйняття вразливості артикулювало саме до індивідуальної вразливості та пристосування країни до змін у характері попиту на ринках провідних країн та зміни в умовах доступу до глобальних ринків. Іншим вектором досліджень було визнання того, що країни з ринками, що виникають, мають низку ендогенних рис, які породжують іманентну їм вразливість до глобальних умов. Серед таких рис набули найбільш повного вивчення феномени криз за типом “раптова зупинка” (sudden stop), доларизація пасивів, гіпотеза “первісного гріха” (original sign hypothesis) та “страх перед плаванням” (fear of floating), які в системній єдності продемонстрували наскільки крихкою може бути ситуація в країнах з ринками, що виникають, і наскільки глобальні фактори є вагомими у тому, що ендогенні проблеми перетворюються на системну вразливість до глобальних та внутрішніх шоків [17, 18, 19, 20]. Природно, що в такому ключі робились спроби віддзеркалити можливості країн у забезпеченні зниження такої вразливості. Достатньо логічним у цьому плані виступила країно-центрична за методологічними ознаками апологетика гіпертрофії валютних резервів [21, 22]. Втім, саме з процесу істотного зростання суверенного попиту на зовнішні активи стартує розвиток сценарію глобальних фінансових дисбалансів, що відкрило шлях до перетворення глобальної ліквідності на самостійну змінну глобальної макроекономіки.

Мірою того, як прогресували глобальні дисбаланси, зростала кількість праць, які чітко акцентували увагу на питаннях, пов'язаних із негативними наслідками зтяжненого підтримання низьких процентних

ставок, різким збільшенням кредиту та зростанням цін на первинні ресурси, – тими явищами, які чітко асоціюються із експансією глобальної ліквідності. Відповідно, тут можна виокремити низку досліджень, які привернули увагу до таких аспектів даної проблематики: різка корекція глобальних дисбалансів однозначно змінює умови доступу до фінансових ринків, чим наражає країни із дефіцитом платіжного балансу на істотні проблеми [23]; занижені процентні ставки заохочують ризикову поведінку, отже, змінюючи, мотивації у фінансовому секторі, заохочують погіршення його алокаційної ефективності і, тим самим, погіршують його стійкість [24]; нагромадження валютних резервів далеко не завжди призводить до підвищення фінансової стабільності [25]; експансія кредиту призводить до зростання вартості активів і погіршення платіжного балансу [26]; приплив капіталу та проциклічність фінансової системи швидко перетворюють профіцит платіжного балансу на дефіцит [27] тощо. Проте в більшості вказаних праць не робиться чіткого епістемологічного акценту на тому, що в основному тенденції до кризи та під час неї можна звести до логіки актуалізації похідних коливань глобальної ліквідності. Більшість вітчизняних досліджень концентруються на аналізі зв'язків між грошовою масою, інфляцією, валютним курсом та платіжним балансом, не розглядаючи докризову макроекономічну експансію та посткризову ситуацію в Україні як похідні від коливань глобальної ліквідності [28]. На заповнення указаних прогалів і спрямований ґносеологічний вектор даної статті.

Так, аналіз поведінки глобальної ліквідності чітко засвідчує, що вона справляє вплив на сукупність макрофінансових змінних. Її зростання з тривалим лагом призводить до підвищення вартості активів. Зокрема, фондові ринки демонструють вагому

чутливість до зрушень в глобальній грошовій пропозиції [29]. Іншим аспектом цієї проблеми є зростання вартості первинних ресурсів. Експансія глобальної ліквідності є потужним шоком попиту, який індукує зростання вартості сировинних товарів [30].

В основі глобалізації проблеми поведінки ліквідності перебувають як монетарні, так і фінансові фактори. З монетарної точки зору, дана проблема впливає з того, що чинна монетарна модель світу допускає можливості безконтрольної поведінки грошової пропозиції на системному рівні. Через те, що в світі не існує симетричного плавання валютних курсів, а нагромадження валютних резервів допускає істотний лаг в актуалізації інфляційних наслідків нагромадження зовнішніх активів центральними банками, втрачаються вмонтовані системні обмежувачі зростання глобальної грошової пропозиції. Глобальна ліквідність формується на перетині глобальних фінансових дисбалансів із глобалізаційними факторами дезінфляції. З фінансової точки зору, в умовах інтеграції глобальних фінансових ринків та специфічних проциклічних патернів поведінки фінансової системи, експансія грошової пропозиції у світі, виражена чи то зростанням грошових агрегатів в найбільш розвинутих країнах, чи то зростанням обсягів валютних резервів в країнах з ринками, що виникають, призводить до системного самовідтворення глобальних фінансових дисбалансів. Наприклад, зростання вартості активів тягне за собою експансію кредиту, бум споживання та погіршення платіжного балансу. Аналогічно, зростання вартості первинних ресурсів тягне за собою приплив капіталів, гіпертрофію валютних резервів, експансію кредиту та, знову таки, зростання вартості активів і бум споживання. Підтримання низьких процентних ставок у глобальній системі призводить до низки істотних спотворень в алокацій-

них процесах. Створюються передумови для пошуку дохідності, пропозиції складних фінансових інструментів, адекватна ринкова оцінка яких об'єктивно ускладнена. Відбувається вирівнювання спредів, послаблюються кредитні вимоги. Завдяки таким змінам нагромаджуються передумови для підвищення вразливості фінансового сектора. Кожний наступний виток експансії ліквідності погіршує стан фінансового сектора на системному рівні. У випадку країн з ринками, що виникають, особливе занепокоєння викликає проблема платіжного балансу та доларизації пасивів, оскільки вони в сукупності створюють додаткові ризики. Реверси в поведінці глобальної ліквідності призводять до появи зворотних тенденцій у поведінці вартості активів та первинних ресурсів, однак завдяки вразливості фінансового сектора економіка опиняється в стані глибокої рецесії через різке обмеження кредитів, розширення спредів та ринкову невизначеність, яка спонукає до падіння інвестицій і споживання.

Систематизація глобальних макрофінансових зрушень дозволяє виокремити основні процеси, які особливо чутливі до коливань глобальної ліквідності, характеристика яких в умовах експансії та стиснення глобальної ліквідності подана в табл. 1.

Україна як мала відкрита економіка виявилась надзвичайно чутливою до коливань глобальної ліквідності. Цьому сприяли як структурні особливості вітчизняної економіки – насамперед панівна частка експорту металів, монетарна політика фіксованого курсу, так і загальні закономірності впливу глобальної ліквідності на країну, щодо якої є позитивні прогнози розвитку. Дану картину можна представити як цілісну систему. Експансія ліквідності заохочує зростання цін на метали. Це позначається на позитивному прогнозі зростання. Підвищується рейтинг країни та зменшуються спреди. Зростають

зовнішні запозичення, які підштовхують експансію внутрішнього кредиту та споживання. Погіршення платіжного балансу не створює обмежень на шляху припливу капіталів через толерування ризикової поведінки та зростання вартості активів. Фіксований курс забезпечує практично цілковиту трансмісію імпульсів від стану глобальної ліквідності до стану внутрішнього попиту. При цьому експансія внутрішнього кредиту погіршує стан банків, оскільки конкуренція відбувається не на основі процентних ставок, а на основі пом'якшення кредитних вимог. Зміни в поведінці глобальної ліквідності одразу призводять до різкого погіршення макрофінансової ситуації, що в умовах відпливу капіталів та падіння курсу гривні переростає у кризу. Наведений алгоритм розвитку ситуації, який з точки зору теоретичних узагальнень ілюструє табл. 1, можна підтвердити на основі емпіричних даних.

Так, зокрема, рис. 1 демонструє, що зростання світових цін на метали відновилось після 2002 р. і за своєю швидкістю поступалось виключно зростанню вартості енергоносіїв. Уповільнення зростання цін на метали розпочалось з 2007 р., а вже у 2008 р. перетворилось на обвал, за яким відбулося досить швидке відновлення внаслідок реанімації глобального попиту та відновлення фінансування масштабних будівельних проектів в Азії. Оскільки металургійний експорт є основою створення доданої вартості України, то поведінка вітчизняного ВВП досить чітко прив'язується до глобальної сировинної кон'юнктури.

Відповідно до теоретичних міркувань про зв'язок між оцінкою перспективного зростання та поведінкою спредів у фазі експансії глобальної ліквідності можна спостерігати достатньо швидке падіння надбавки за ризик на вітчизняні боргові інструменти, завдяки якому різко збільшились обсяги зовнішніх фінансових вливань (рис. 2.).

Таблиця 1

**Характерні особливості протікання макрофінансових процесів в умовах експансії та стиснення глобальної ліквідності**

Макрофінансові процеси	Фаза експансії глобальної ліквідності	Фаза стиснення глобальної ліквідності
<b>Поведінка цін на первинні ресурси</b>	Загалом спостерігається зростання вартості первинних ресурсів. Найшвидше зростають ціни на енергоносії, потім метали, далі ціни на продукти. Відсутність когерентної поведінки цін в розрізі видів первинних ресурсів пов'язується із відмінностями в еластичності їх пропозиції та ступені фінансизації відповідного ринку.	Ціни на первинні ресурси різко падають як внаслідок стиснення глобального попиту, так і внаслідок звуження спекулятивної складової попиту. Невизначеність перспектив глобального економічного зростання також заохочує падіння даних цін. Однак ціни на первинні ресурси досить швидко відновлюються в умовах, коли стабілізаційні заходи у світі зорієнтовані на стимулювання глобального попиту.
<b>Вартість активів</b>	Зростає завдяки зростанню попиту на них, зниженню процентних ставок та завдяки збільшенню інвестицій і запозичень приватного сектора.	Падає завдяки зниженню попиту, розширенню спредів, зменшенню інвестицій внаслідок невизначеності та обмеженню запозичень приватного сектора, платоспроможність якого погіршується.
<b>Потоки капіталів</b>	Різно зростають. Це стосується як ПІІ, так і портфельних вкладень. Потоки капіталу виходять за межі переливу відповідно до утворення процентних диференціалів на ринках окремих країн і стають загальною тенденцією, сфокусованою на ринок активів.	Різно падають. Як правило, спостерігається вплив капіталів, внаслідок чого чисті потоки стають від'ємними. В окремих випадках спостерігається пошук "рятувних гаваней", або ринків, що пропонують активи, не чутливі до змін у глобальному попиті.
<b>Доступ до глобальних джерел запозичень</b>	Різно зростає, оскільки на глобальних ринках формуються низькі процентні ставки. Зростає фінансовий ліверідж у фінансовому та реальному секторах.	Різно обмежується через брак ліквідності та невизначеність.
<b>Динаміка внутрішнього кредиту</b>	Різно прискорюється через підвищення лівереджу глобальних фінансових установ, низькі ставки та зростання вартості застави в зв'язку зі зростанням вартості активів.	Різно обмежується, оскільки погіршується платоспроможність, а ліквідність ринку стискається, обмежуючи доступ до ринкового рефінансування. Вартість застави падає через падіння ринку активів.
<b>Поведінка спредів</b>	Спреди звужуються. Падіння спредів на більш ризикові інструменти є істотнішим, ніж на менш ризикові.	Спреди різко розширюються. Розширення спредів здебільшого відбувається в розрізі однотипного класу активів, або країн. По ризикових інструментах спреди зростають. По безризикових – дещо звужуються.
<b>Ставлення до ризику</b>	Домінує прийняття ризику. Схильність до ризику заохочується низькими ставками та доступом до ліквідності.	Домінує відхилення ризику, обумовлене ринковою невизначеністю та обмеженням доступу до ліквідності.
<b>Валютний курс, платіжний баланс</b>	Внаслідок припливу капіталів валютний курс опиняється під підвищувальним тиском. Платіжний баланс погіршується внаслідок експансії споживання. Зростання валютних резервів здебільшого обумовлено намаганнями обмежити підвищення курсу.	Внаслідок впливу капіталів та дефіциту платіжного балансу валютний курс піддається девальваційному тиску. Центробанки уникають зменшення резервів, допускаючи конкурентні девальвації. Платіжний баланс може вирівнюватися внаслідок різкого стиснення внутрішнього споживання, або ж залишитись у дефіцитному стані у випадку, коли стабілізаційний пакет компенсує втрачений попит, або коли падіння експорту внаслідок стиснення глобального попиту є більш істотним, ніж падіння імпорту.

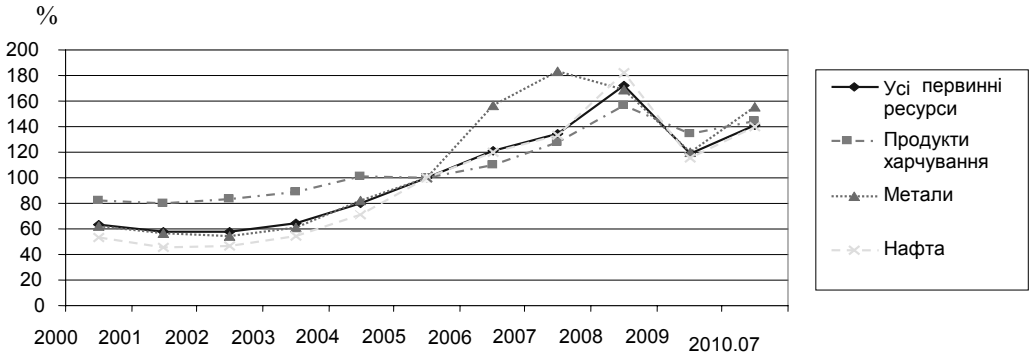


Рис. 1. Зростання світових цін на первинні ресурси\*

\* Побудовано на основі даних IMF Primary Commodities Statistics [www.imf.org].

\*\* 2005 р. = 100%

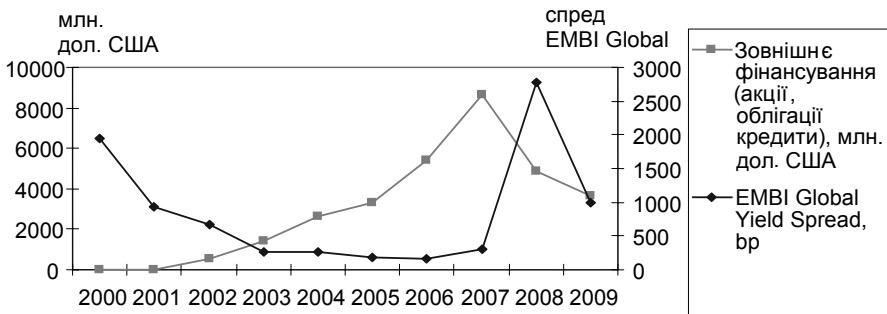


Рис. 2. Зовнішнє фінансування та спред України EMBI Global, 2000–2009 рр.\*

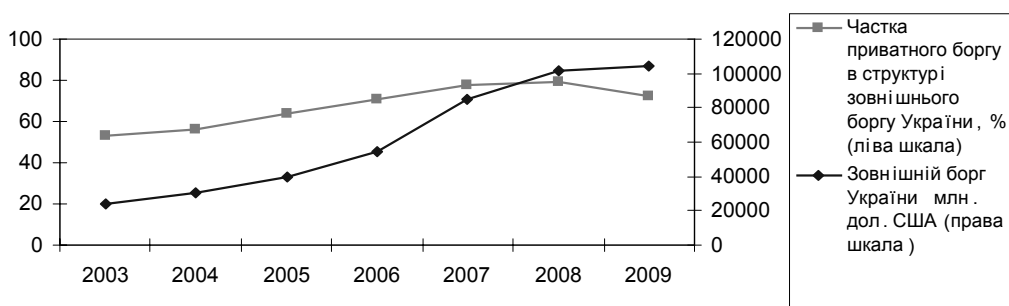
\* Побудовано на основі даних Global Financial Stability Report за відповідні роки [www.imf.org].

Дані рис. 2 свідчать про те, що існує обернена залежність між обсягами зовнішнього фінансування вітчизняної економіки та поведінкою спреду EMBI Global. При чому приріст фінансування через акції, облігації та кредити істотно зростає за падіння величини спреду, що говорить про достатньо високу еластичність потоків капіталу щодо поведінки надбавки за ризик. Розгортання кризових подій з 2008 р. також відобразило високу еластичність реакції падіння обсягів зовнішнього фінансування на різкий стрибок спреду. Подолання моменту ескалації кризи, виражене падінням спреду з пікового значення, втім, супроводжується не відновленням зовнішнього фінансування, а уповільненням його падіння.

Така інерція в поведінці глобальних ринків свідчить про те, що нормалізація ситуації зі суверенним ризиком (наближення його до відносно об'єктивного, порівняно зі стрибком під час ескалації кризи) не гарантує автоматичного доступу до глобальних джерел запозичень, оскільки фінансовий сектор потерпає від браку ліквідності, навіть незважаючи на збільшення грошової пропозиції провідними центральними банками.

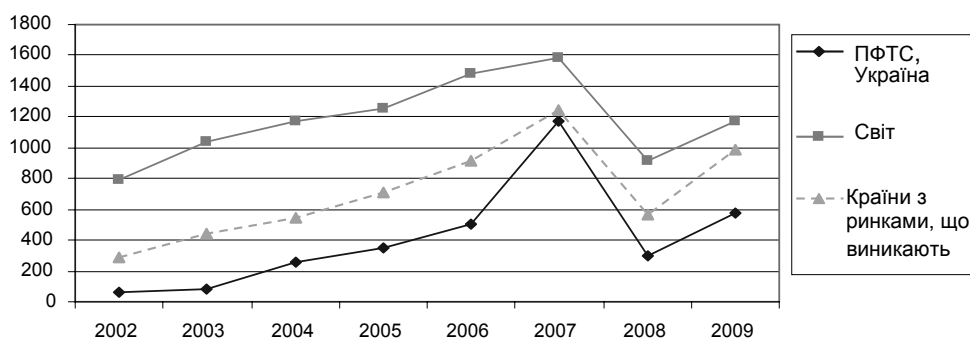
Швидке зростання зовнішніх запозичень призвело до відповідного нагромадження зовнішнього боргу (рис. 3.).

Як видно з рис. 3., зростання зовнішнього боргу і особливо його частки, що при-



**Рис. 3. Динаміка зовнішнього боргу України та його частки, що припадає на приватний сектор, 2003–2009 рр.\***

\* Побудовано за даними НБУ.



**Рис. 4. Динаміка індексу фондових ринків, 2002–2009 рр.\***

\* Побудовано за даними НБУ та Global Financial Stability Report.

падає на приватний сектор, є дзеркальним відображенням процесів розширення доступу до глобальних ринків запозичень. Під час кризи та після неї частка приватного боргу почала знижуватись, відображаючи як обмеженість доступу до джерел запозичень, так і відновлення зростання державного зовнішнього боргу. Останнє зумовлено відновленням співпраці з МВФ задля макроекономічної стабілізації та різким погіршенням фіскального балансу. Загалом така картина відповідає закономірностям поведінки щодо запозичень під час кризи та після неї, коли уряд змушений вдаватись до стабілізації ситуації із застосуванням важелів дефіцитного фінансування, внаслідок надмірних запозичень приватного сектора перед кризою. Не-

зважаючи на те, що бюджетний дефіцит не відображено як об'єкт впливу з боку поведінки глобальної ліквідності (табл. 1.), можна стверджувати, що стиснення глобальної ліквідності, призводячи до кризи, однозначно не є нейтральним щодо фіскальної позиції країни, яка переживає кризу.

Вітчизняний фондовий ринок демонструє достатньо високий рівень кореляції із поведінкою глобального ринку та ринку країн з ринками, що виникають. Дані рис. 4 засвідчують, що зростання та падіння індексу ПФТС практично повністю наслідують глобальні тенденції.

Як демонструє рис. 4., до 2006 р. фондовий ринок України зростав практично когерентно із ринками світу та країн з ринками,

що виникають. Випереджаюче зростання у 2007 р. при перших ознаках кризи обернулось на випереджаюче падіння у 2008 р. Така закономірність є типовою для країн, що в умовах експансії глобальної ліквідності підтримували фіксований курс. Реверс в потоках капіталів одразу призвів до падіння вартості активів на фондовому ринку.

Вразливість вітчизняної економіки стає особливо чітко помітною, якщо прийняти до уваги наступні тенденції: зростання зовнішніх запозичень обумовлювалось підвищенням лівереджу фінансового сектора, завдяки чому чисті зовнішні активи банківської системи швидко погіршувались (рис. 5.); основою кредитної експансії банківської системи виступили зовнішні запозичення, оскільки

приріст обсягів кредитних вкладень найчіткіше корелює із різким падінням показника чистих зовнішніх активів (рис. 5.); зовнішні запозичення як основа кредитної експансії виступили прямим каналом доларизації пасивів, оскільки поруч із збільшенням обсягів кредитних вкладень спостерігалось зростання частки доларизованих кредитів (рис. 6.).

Розгортання подій за сценарієм одночасної експансії внутрішнього кредиту і посилення доларизації пасивів є прямою ознакою того, як відсутність дій, спрямованих на гальмування внутрішнього споживання та приборкання інфляції, створюють монетарні передумови для погіршення макрофінансової стабільності. З одного боку, завдяки банківським зовнішнім запозиченням та вну-

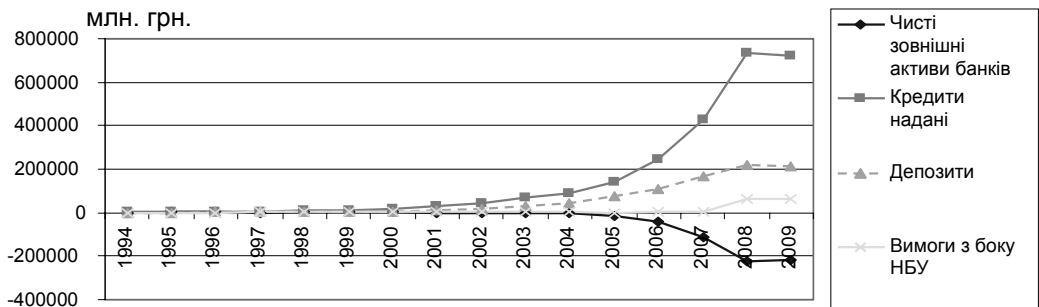


Рис. 5. Динаміка кредитів, депозитів, чистої зовнішньої позиції банків та кредитів НБУ\*

\* Побудовано за даними НБУ.

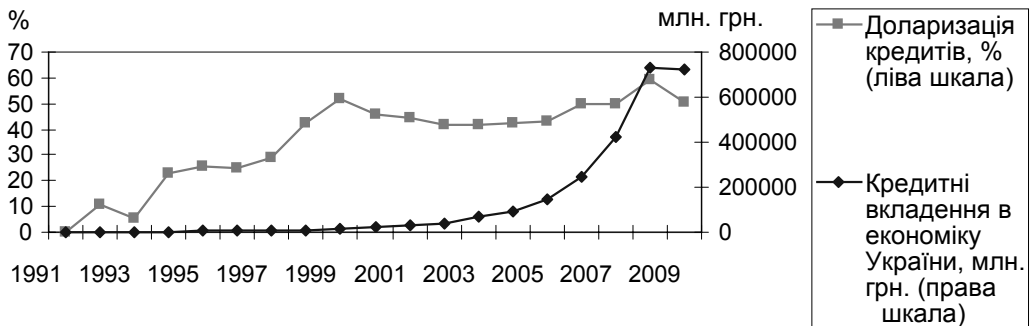


Рис. 6. Динаміка кредитних вкладень в економіку України та їх доларизація, 1991-2009 рр.\*

\* Побудовано за даними НБУ.



трішній доларизації пасивів у вітчизняній економіці почала формуватись чітка тенденція до неспівпадіння між валютною структурою активів та пасивів у банківському та реальному секторі. Якщо банківський сектор намагався, доларизуючи внутрішні кредити, запобігти розриву у валютній структурі вкладень та зобов'язань, то це аж ніяк не вплинуло на його платоспроможність та ліквідність в умовах падіння спроможності економічних агентів обслуговувати кредити. Аналогічно, відсутність зміни валютного курсу на момент зростаючого обсягу запозичень свідчила про намагання створити стимули для експорту шляхом запобігання ревальвації, тоді як саме вона була необхідна з точки зору обмеження впливу припливу капіталів та зовнішніх запозичень на внутрішній ринок. Прискорення інфляції у такий спосіб погіршувало і платіжний баланс, завищуючи реальну вартість гривні. З іншого боку, доларизація кредитів є прямим наслідком прискорення інфляції та переорієнтації економічних агентів на споживання у борг замість заощаджень, що також погіршило платіжний баланс України [31]. Якщо прийняти до уваги, що споживання у борг фінансувалось за рахунок прогресуючої доларизації кредитів, обсяг яких зростає експоненціально, то можна побачити, що вітчизняна економіка опинилась в стані надзвичайно серйозної вразливості до будь-яких стресів у глобальній економіці.

З огляду на вищезазначене стає зрозуміло, що експансія глобальної ліквідності створює передумови для розкручування спіралі зовнішніх та внутрішніх дисбалансів вітчизняної економіки. Щодо зовнішніх, то погіршення платіжного балансу обумовлено експансією кредиту, зростанням зовнішніх запозичень, прискоренням інфляції, при тому, що фіксований валютний курс не стримував інфляційні процеси, а прискорював їх завдяки припливу капіталів на ринок активів та зростанню цін на світових ринках первинних ресурсів.

Щодо внутрішніх, то експансія внутрішнього кредиту супроводжувалась зниженням кредитних вимог, доларизацією пасивів та прогресуючою втечею від національної валюти.

Варто визнати, що виявлений характер вразливості малої відкритої економіки до коливань глобальної ліквідності ставить питання про те, що є більш важливим фактором у поглибленні такої вразливості: експансія ліквідності сама по собі, чи брак відповідного макроекономічного менеджменту, спрямованого на подолання загроз, асоційованих із макрофінансовими процесами, похідними від зростання глобальної грошової пропозиції. Беручи до уваги коло країн, які постраждали від кризи, та широкий набір спільних паттернів нагромадження фінансових дисбалансів і протікання кризових процесів у таких країнах, можна побачити певну неготовність сприйняття ризиків, що походять із ситуації гіпертрофії глобальної ліквідності (надзапозичення, переливи капіталів в особливо значних масштабах), а також неспроможність запобігати даній проблемі, використовуючи конвенціональний набір інструментів макроекономічної політики. Зокрема, література з питань припливу капіталу в особливо значних обсягах прямо вказує на обмежену ефективність підвищення валютного курсу, не підкріпленого іншими заходами впливу на обмеження внутрішнього попиту [27]. Аналогічно, підвищення курсу навряд чи може компенсувати екзогенне ставлення до ризику. Це означає, що, по суті, на сьогодні бракує автоматичних інструментів пристосування до шоків глобальної ліквідності, які доповнили би можливості гнучкого валютного курсу. На сьогодні активно дискутується запровадження гнучких контрциклічних вимог до адекватності капіталу фінансових установ.

Проте, чи не найбільшу проблему становить пошук найбільш адекватного відображення глобальної макрофінансової моделі світу у схемах, доступних до відносно легкої

імплементатії у поточній монетарній політиці. Це обумовлено як проблемами поведінкової природи процесів формування вартості активів, так і невизначених лагів зв'язку між останнім та динамікою реальних макроекономічних змінних, платіжним балансом і вразливістю фінансового сектора. Щодо конкретного випадку України, то можна побачити як брак контролю за інфляцією та намагання стимулювати ВВП в умовах експансії ліквідності призводить до появи системної вразливості усєї економіки. Цілком закономірно, що посткризовий розвиток повинен супроводжуватись трансформацією монетарної політики в напрямку забезпечення цінової стабільності, розширення курсової гнучкості та підвищення капіталізації банківської системи. Окремим напрямком макроекономічної політики має стати експліцитне визначення цілей із дедоларизації вітчизняної економіки. Аналітичний інструментарій макроекономічної політики повинен бути побудований на принципах макропруденційного нагляду, в якому макроекономічні процеси мають бути інтегровані зі станом фінансового сектора та поведінкою глобальних змінних.

Таким чином, еволюція теоретичних уявлень про вразливість демонструє, що глобалізація розширює діапазон потенційного негативного впливу на малу відкриту економіку, якщо остання не здійснює здорову макроекономічну політику. Мірою глобальної фінансової інтеграції та в силу специфічних монетарних взаємин між провідними дефіцитними та профіцитними країнами світу глобальна грошова пропозиція опиняється за межами системного контролю, тим самим призводячи до перетворення коливань глобальної ліквідності на ключовий фактор вразливості. Це обумовлено тим, що її поведінка справляє потужний вплив на вартість первинних ресурсів, вартість активів, переливи капіталів, доступність глобальних джерел запозичень, ставлення до ризику, поведінку внутрішнього кредиту, ва-

лютного курсу, платіжного балансу та валютних резервів. Вітчизняна економіка структурно схильна до того, щоб бути об'єктивно вразливою до коливань глобальної ліквідності з огляду на сировинний експорт та імпорт, доларизацію. При цьому, макроекономічна політика в Україні не стримувала інфляцію, погіршення платіжного балансу, експансію внутрішнього кредиту, доларизацію пасивів, внаслідок чого надзапозичення призвели до вразливості фінансової системи держави, а ціни на первинні ресурси – перегрів внутрішнього попиту. Пристосування до шоків глобальної ліквідності потребує модернізації монетарної політики НБУ та запровадження принципів макропруденційного нагляду, а дедоларизація повинна бути визнана експліцитною метою макроекономічної політики.

### Література

1. Obstfeld M. *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model* // *The Mundell-Fleming Lecture, presented at First Annual Research Conference of the IMF, November 9–10, 2000.* – P. 1–54.
2. Obstfeld M., Rogoff K. *Foundations of International Macroeconomics.* – Cambridge: MIT Press, 1996. – 670 p.
3. Mody A., Rogoff K. *Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Countries Versus Advanced Economies* // *NBER Working Paper.* – 2004. – № 10673. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
4. Saez L., Fratzscher M., Thimann Ch. *The Transmission of Emerging Market Shocks to Global Equity Markets* // *ECB Working Paper.* – 2007. – № 724. – P. 5–40.
5. Borio C., Filardo A. *Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation* // *BIS Working Papers.* – 2007. – № 227. – P. 1–67.
6. Fratzscher M., Straub R. *Asset Prices and Current Account Fluctuations in G7 Economies* // *ECB Working Paper.* – 2009. – № 1014. – P. 5–21.
7. Кругман П., Обстфельд М. *Международная экономика. Теория и практика: Пер. с англ.* –

М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. – 799 с.

8. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.

9. Frankel J., Roubini N. *The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises* // NBER Working Papers. – 2001. – № 8634. – P. 1–108.

10. Ford R., Laxton D. *World Public Debt and Real Interest Rates* // IMF Working Paper. – 1995. – WP/95/30. // www.imf.org.

11. Fratzscher M. *On Currency Crises and Contagion* // ECB Working Paper. – 2002. – № 139. – P. 5–30.

12. Eichengreen B. *Financial Stability* // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 1–16.

13. Calvo G., Mendoza E. *Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach* // American Economic Review: Papers and Proceedings. – 2000. – May. – P. 54–72.

14. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. *Capital Flows and Exchange Rate in Latin America: The Role of External Factors* // IMF Staff Papers. – 1993. – Vol. 40. – № 1. – P. 108–150.

15. Eichengreen B. *Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend.* – Wash.D.C.: Institute for International Economy, 1999. – 216 p.

16. *Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World* // IMF Occasional Papers. – 2001. – № 193. – P. 1–61.

17. Eichengreen B., Hausmann R. *Exchange Rate and Financial Fragility* // NBER Working Paper. – 1999. – № 7418. – P. 1–54.

18. Calvo G., Reinhart C. *Fear of Floating* // NBER Working Paper. – 2000. – № 7993. // www.nber.org.

19. Calvo G., Reinhart C. *When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options* // *Reforming the International Monetary and Financial System.* / Ed. By P. Kenen and A. Swoboda. – Washington D.C.: IMF, 1999. – P. 175–201.

20. Mendoza E. *Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution* // NBER Working Paper. – 2002. – № 8950. – P. 1–37.

21. Aizenman J. *Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture* // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.

22. Durdu C. B., Mendoza E., Terrones M. *Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Merchantilism* // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/146. – P. 1–54.

23. Goldstein M. *What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?* // IIE Working Paper. – 2005. – № 5–7. – P. 1–115.

24. Borio C., White W. *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regims* // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.

25. Turner Ph. *Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications* // BIS Quarterly Review. – 2006. – Sept. – P. 39–52.

26. Borio C. *The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations* // BIS Working Paper. – 2008. – № 251. – P. 1–28.

27. *Managing Large Capital Inflows. Chapter 3* // IMF. *World Economic Outlook.* – 2007. – P. 1–29.

28. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В. С. Стельмаха / К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.

29. Becker S. *Global Liquidity “Glut” and Assets Price Inflation* // Deutsche Bank Research. – 2007. – May 29. – P. 1–8.

30. Krichene N. *Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets* // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/130. – P. 1–26.

31. Козюк В. В. *Експансія кредиту в системі макрофінансових дисбалансів* // *Фінанси України.* – 2010. – № 1. – С. 54–65.