

Оксана ІВАЩЕНКО

*кандидат економічних наук, доцент,
завідувач кафедри економіки та
менеджменту зовнішньоекономічної
діяльності, Національна академія
статистики, обліку та аудиту, м. Київ*

ДИЛЕМИ МОНЕТАРНОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ

Коронакриза вплинула на систему міжнародних економічних відносин через всі форми їхнього прояву, втім чи не найвиразніший вплив було здійснено саме на монетарну систему, загостривши інвестиційний прагматизм ринків [1], а відтак актуалізувавши запит на пошук нової координації міжнародної економічної політики [2], ревізії її пасток та монетарно-фіскальних дилем макроекономічної стабілізації [3; 4] в контексті платіжних дисбалансів [5-10]. Однією зі сфер державного втручання, що обмежується глобальними ринками та багатосторонніми правилами й практикою, є саме макроекономічна політика, в якій фінанси відіграють ключову роль [11-13]. З одного боку, фінансові ринки здійснюють суттєвий тиск на уряди, аби ті проводили лібералізацію, а з іншого, відкриття капітальних рахунків та більша інтегрованість до міжнародних фінансових ринків обмежують можливість держави проводити автономну макроекономічну політику. Фінансові ринки є головним джерелом нестабільності. Окрім цього, їх проциклічний характер сприяє проведенню монетарної та фіскальної політик, що скоріш загострюють, аніж усувають макроекономічну нестабільність. Зокрема, це стосується країн з ринками, що формуються, які мають великі борги та встановлюють значні фінансові обмеження.

Офіційне фінансування, багатостороннє чи двостороннє, не завжди сприяє зменшенню нестабільності, викликаної проциклічним характером приватних фінансових потоків. Країни з ринками, що формуються, які стикаються із несподіваним і швидким вилученням приватного капіталу, часто отримують офіційну допомогу за умови проведення ними проциклічної жорсткої макроекономічної політики. З іншого боку, наявні дані чітко вказують на те, що допомога країнам з низьким рівнем доходів характеризується високою волатильністю та проциклічністю. Вона має властивість закінчуватись там і тоді, коли вона найбільш за все потрібна, та вимагати проведення жорсткої фіскальної політики, коли насправді є необхідність в експансіоністській політиці. Така ситуація може завдати більше шкоди, аніж нестабільність, викликана приватними потоками капіталу до країн з ринками, що формуються, адже у порівнянні з останньою, країнам з низьким рівнем доходів не вистачає масштабу,

аби справитись із нестабільністю зовнішнього фінансування [14]. Отримання цими країнами більшого простору стратегій залежить в першу чергу від реформування міжнародної фінансової кооперації.

Загальноновизнаним є той факт, що лібералізація капітальних рахунків викликає багато спірних питань у сфері макроекономічного управління, зокрема в монетарній політиці. Згідно з загальноприйнятою економічною теорією, не можливо одночасно проводити незалежну монетарну політику, контролювати обмінний курс та зберігати відкритим капітальний рахунок. Кожен з цих трьох варіантів поодиноці є потенційно можливим, але лише два з них можуть бути обрані в якості фактичної політики. Таким чином, ця дилема отримала назву несумісної трійці. Отже, якщо капітальний рахунок є відкритим, то необхідно обрати між здійсненням контролю над обмінним курсом або проведенням незалежної монетарної політики. Використання монетарної політики в якості контрциклічного засобу з метою регулювання й стабілізації рівня економічної активності може призвести до значних циклічних зсувів обмінного курсу та платіжного балансу. Навпаки, якщо монетарна політика направлена на збереження прив'язки або фіксації валютного курсу, вона не може використовуватися як контрциклічний засіб та не може попереджувати значні коливання рівня економічної активності.

Однак, ступінь ерозії автономії монетарної політики в більшості країн, що розвиваються, є навіть вищим, ніж той, що зображується загальноприйнятою економічною теорією. У цих країнах монетарна політика не може завжди забезпечувати макроекономічну та фінансову стабільність, не дивлячись на те, чи спрямована вона на підтримання стабільності валютного курсу, або ж проводиться незалежно з метою контрциклічного регулювання економіки. Перш за все, в умовах сучасних фінансових ринків вплив монетарної політики та політики відсоткових ставок на обмінний курс є набагато більш невизначеним та нестабільним, аніж це зазвичай описується теорією несумісної трійці, через волатильність настроїв ринку та оцінок рівня ризику. Підчас фінансової кризи підвищення відсоткових ставок зазвичай не в змозі стримати падіння валюти, тоді як у більш сприятливі часи з точки зору оцінки ризику невелика арбітражна маржа може привабити значні вхідні потоки приватного капіталу та викликати посилення валюти.

По-друге, наявність значних рівнів офіційних та/або приватних боргів, деномінованих в іноземних валютах, – так звана доларизація зобов'язань – призводить до значного впливу обмінних курсів на стан національної економіки та фінансові умови. Тоді як в розвинутих країнах валютна нестабільність рідко переноситься на стан платіжного балансу та національного кредитного ринку та ринку капіталів, у країнах, що розвиваються, національні цикли ділової активності, а також фінансові цикли часто асоціюються із різкими коливаннями

зовнішніх потоків капіталу та валютних курсів. Борг перетворився на набагато більш важливий канал передачі змін валютних курсів на економічну активність, аніж торгівля, яка проголошується основним каналом передачі в традиційній теорії несумісної трійці. Валютні кризи в країнах, що розвиваються, надзвичайно рідко проходять без здійснення суттєвого впливу на національні фінансові умови, платіжний баланс та економічну активність. Це є головною причиною, чому близько 85 % усіх дефолтів у країнах, що розвиваються, у 1970 – 1999 рр. були пов'язані з валютними кризами [14].

Країнам, що розвиваються, надавалась порада спрямовувати свою монетарну політику на досягнення цінової стабільності, часто у формі таргетування інфляції. Ця порада засновується на вірі в те, що цінова стабільність разом із фіскальною дисципліною сприятимуть швидкому економічному зростанню, а також забезпеченню макроекономічної та фінансової стабільності, включаючи стабільність доходів та зайнятості, платіжного балансу, потоків капіталу, відсоткових ставок, обмінних курсів та цін на активи. Однак, ця порада стає все більш непридатною для виконання, адже в багатьох країнах, що розвиваються, успіх у забезпеченні цінової стабільності та фіскальної дисципліни не супроводжувався швидкими темпами сталого розвитку. Більш важливо, що в деяких країнах з ринками, що формуються, зокрема у Східній Азії, цикли буму та спаду потоків капіталу та різкі скачки валютних курсів, платіжних балансів, зайнятості та економічної активності мали місце саме за умов цінової стабільності та фіскальної дисципліни. У більш екстремальних випадках, таких як, наприклад, у Латинській Америці, цінова стабільність досягалась за рахунок підвищення фінансової вразливості та нестабільності шляхом запровадження стабілізаційних програм, які спрямовувались на підтримку стабільності обмінних курсів за рахунок нестабільних потоків капіталу.

Список використаних джерел:

1. Відякіна М.М., Резнікова Н.В. Сучасна світова фінансова криза в деструктивних вимірах інвестиційного прагматизму. Вісник Національного банку України. 2010. № 5 (171). С. 23-27.
2. Відякіна М. М., Резнікова Н.В. Теоретичне моделювання координації міжнародної економічної політики. Культура народів Причорномор'я (Проблеми матеріальної культури. Економіка. Географія). 2014. № 257. С. 46-52.
3. 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). С. 21-44.

4. Резнікова Н.В., Панченко В.Г., Іващенко О.А. Від ревізії економічної теорії до ревізії економічної політики: пастки нового макроекономічного консенсусу. *Економіка України*. 2021. № 3 (712). С. 19-40.
5. Іващенко О.А. Потіки капіталу в контексті проблем платіжних дисбалансів: аналіз теоретичних засад та практичних моделей. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2013. Вип. 112 (Ч. II). С. 95-101.
6. Іващенко О.А. Глобальні дисбаланси як драйвер трансформації світової валютної системи: полеміка сценаріїв розвитку. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2013. №4 (69). С.59-66.
7. Іващенко О.А. Специфічні прояви глобальних економічних дисбалансів в умовах становлення Бреттон-Вудс II. *Розвиток міжнародної торгівлі в умовах глобальних економічних дисбалансів: матеріали виступів Всеукраїнського форуму з проблем міжнародних економічних відносин (11 квітня 2019 року)*. Житомир: ЖДТУ, 2019. С. 47-50.
8. Іващенко О.А. Феномен глобального надлишку заощаджень в контексті платіжних дисбалансів: детермінанти впливу та корекції. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2013. Вип. 114 (Ч. II). С. 82-89.
9. Резнікова Н.В., Іващенко О.А. Роль монетарної політики в досягненні економічної стабільності: асиметрії трансмісійного механізму. *Економіка та держава*. 2016. № 3. С. 7-12.
10. Іващенко О.А. Стабілізаційний потенціал нового макроекономічного консенсусу: критичний аналіз. *Трансформація економіки України: виклики та можливості: Матеріали II всеукраїнської науково-практичної конференції, м. Київ, 24 грудня 2020 р.* Київ: ДНДІМЕ, 2021. С. 41-46.
11. Резнікова Н.В., Рубцова М.Ю. *Міжнародна макроекономіка: теорія і практика*. Київ: Аграр Медіа Груп, 2019. 364 с.
12. Резнікова Н. В. *Макроекономические координаты глобальной независимости. Rozwój społeczności międzynarodowej: przeszłość oraz nowe wyzwania: Lwów-Olsztyn*, 2016. S. 37-48.
13. Резнікова Н.В. *Проблемы глобальной макроэкономической взаимозависимости. Modern Science — Moderní věda*. 2016. № 2. P. 52-55.
14. Резнікова Н. *Про специфіку фінансової кризи в Україні. Персонал*. 2008. № 3. С. 49-55.