

## Финансовая система

УДК 338.23:339.7

### МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА И ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ: ОСОБЕННОСТИ СВЯЗИ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

**В. В. КОЗЮК,**

*доктор экономических наук,  
профессор кафедры экономической теории  
E-mail: victorkozyuk@rambler.ru*

**И. Н. ЧИРАК,**

*аспирантка кафедры экономической теории  
E-mail: chyрак\_irina@mail.ru  
Тернопольский национальный  
экономический университет, Украина*

---

*В статье рассматриваются особенности эволюции связи монетарной политики и финансовой нестабильности в странах с формирующимися рынками. На основе исторического опыта проведения монетарной политики и анализа влияния различных эндогенных и экзогенных переменных на состояние финансовой системы выяснено, что страны данной группы сталкиваются с целым рядом специфических макроэкономических проблем, которые необходимо учитывать для поддержания финансовой стабильности. Сделаны выводы, что для нейтрализации отрицательных эффектов, которые ведут к усилению финансовой нестабильности, регуляторы должны сочетать монетарную и фискальную политику, а также инструменты макропруденциального регулирования.*

**Ключевые слова:** монетарная политика, монетарный режим, финансовая нестабильность, кризис, долларизированная экономика, бюджетный дефицит, внешний долг, мобильность капитала.

---

Традиционные теоретические подходы к анализу связи между монетарной политикой и финансовой нестабильностью существенно различаются

в развитых странах и странах с формирующимися рынками. Глобальная торговая и финансовая интеграция, которые усилились с середины 1980-х гг., свидетельствуют о том, что последние сталкиваются с целым рядом специфических макрофинансовых проблем, которых вполне достаточно для определения методологических подходов к анализу монетарной политики и специфики поддержания финансовой стабильности в данной группе стран.

Исторический опыт современных стран с формирующимися рынками послужил эмпирической основой для объяснения того, каким образом стабильность в монетарной сфере играет ключевую роль в обеспечении общей макроэкономической и финансовой стабильности. Данной группе стран были характерны институциональная слабость и политическая нестабильность, вследствие чего причиной долговых кризисов становилась их неспособность рационализировать бюджетные доходы и расходы. Вполне закономерно, что перманентные дефолты выступили кульминацией их неспособности поддерживать макроэкономическую и финансовую стабильность. Эмпирическим свиде-

тельством так называемых «серийных дефолтов» стали латиноамериканские страны. Среди европейских стран наибольшие трудности по поддержанию платежеспособности продемонстрировала Греция. По мнению К. Рогоффа и К. Рейнхарта, дефолты и отказ от золотого стандарта являются общим свидетельством институциональной слабости и политической конфликтности [40, 41].

Противоречивая экономическая политика оказывалась явно несовместимой с жесткими требованиями режима международного золотого стандарта. Защита последнего требовала поддержания более высоких процентных ставок, что входило в прямой конфликт с поддержанием фискальной платежеспособности. Однако следование дисциплинирующей модели золотого стандарта позволяло рассчитывать на более низкие спреды. Отсюда сформировался другой классический подход к анализу проблемы связи между монетарной и финансовой стабильностью. Так, в случае неэффективной фискальной политики более жесткая монетарная политика рано или поздно будет изменена на инфляционистскую (только углубляя долговой кризис в будущем), а любая макроэкономическая экспансия несовместима с жестким режимом поддержания фиксированного курсового соотношения, которым во времена золотого стандарта выступал курс банкноты по отношению к драгоценному металлу [6, 8].

Временной период после Второй мировой войны существенно не изменил общую логику связи между монетарной политикой и проблемой финансовой нестабильности в странах периферии, однако внес существенные коррективы в базовый сценарий развития экономических процессов в них. Развивающиеся страны достаточно четко разделились по принципу ориентации экономического развития на экспорт и реализацию структуралистских программ импортозамещающей индустриализации. Можно наблюдать достаточно четкое различие в результативности макроэкономической политики. Странам с моделью экспортно ориентированного роста (в основном это азиатские страны) на протяжении 1950–1970-х гг. были свойственны инфляция значительно ниже среднего уровня, низкие бюджетные дефициты и более низкий внешний долг, чем странам, которые реализовывали стратегии развития импортозамещения (в основном это страны Латинской Америки) [2, 11]. Потребность в значительных внешних заимствованиях для масштабных инвестиций, финансирование дефицита бюджета и

платежного баланса удовлетворялись в основном с привлечением официальных каналов международного кредитования (в то время как доступность частных рынков была четко специфицирована в зависимости от фундаментальной макростабильности и надежности местного банковского сектора). При этом монетарный фактор равновесия платежного баланса продолжал оставаться актуальным независимо от активности инвестиционной деятельности внутри страны, тем самым указывая на то, что инфляционистская политика является ключевым связывающим звеном между кризисами баланса платежей и финансовой дестабилизацией [12].

Одновременно в обеих группах стран наблюдалась определенная модификация проблемы финансовой нестабильности. Ограничения по уровню депозитных ставок, кредитные потолки, рacionamento кредита, с одной стороны, отражали применение принципов финансовой репрессии, предназначенной для акселерации инвестиций за счет администрирования в сфере процентных ставок и аллокации кредита. С другой стороны, весь каркас монетарной политики опирался на полуадминистративные рычаги [9]. По этой причине финансовая система оказалась в состоянии депрессии. В неразвитой финансовой системе основной формой нестабильности выступали банковские кризисы, связанные с общим ухудшением макроэкономической ситуации, вызванной долговыми проблемами, девальвационными ожиданиями и инфляцией. Эмпирический материал опыта развивающихся стран стал основой для теоретизации феномена так называемых двойных кризисов (валютный кризис приводит к банковскому кризису, или наоборот), которые позже в условиях восстановления мобильности капиталов и глобальной финансовой интеграции превратились в атрибут финансовой нестабильности в экономиках с формирующимися рынками. То есть до 1990-х гг. развивающиеся страны преимущественно сталкивались или с банковскими кризисами, или с валютными, и только с середины 1990-х гг. именно двойные кризисы стали более выразительным проявлением финансовой нестабильности [25].

После развала Бреттон-Вудской системы и перехода к системе плавающих валютных курсов потеря номинального якоря в виде фиксированных валютных курсов и разрушение механизма контроля за монетарной экспансией породили период общей макроэкономической нестабильности. Большинс-

тво развивающихся стран продолжали политику фиксированных валютных курсов, поскольку это являлось наиболее простой и удобной стратегией обеспечения предполагаемой инфляции и макроэкономической дисциплины. Валютный курс и денежная масса были наиболее удобными инструментами влияния монетарной политики на динамику совокупного спроса и совокупного предложения. Однако масштабные инвестиционные программы, направленные на стимулирование экономического развития индустриального типа, бюджетные дефициты и недостаток институциональной защиты центральных банков породили фундаментальный конфликт с политикой фиксации обменного курса [12]. Девальвации и монетизация дефицитов быстро перерастали в гиперинфляцию. Циклические изменения макродестабилизаций, реализация стабилизационных программ, недоверие к ним и дальнейшие дестабилизирующие сдвиги в совокупном спросе превратились в господствующий макроэкономический «ландшафт» 1970–1980-х гг. [3].

Теоретическая модель Г. Кальво показывает, что в случае, когда программа стабилизации не пользуется доверием, экономические агенты пытаются переместить потребления на период, который сразу следует за ней. Таким образом, рациональное поведение и отсутствие доверия к политике запускают в действие эндогенный механизм межвременных изменений в платежном балансе, которые приводят к выходу текущего счета из состояния равновесия к валютному кризису [20]. Данная модель четко указывает на то, что макроэкономическая нестабильность в развивающихся странах может быть вызвана эндогенными, а не экзогенными переменными, т. е. монетарной или фискальной экспансией.

В ответ на девальвации и гиперинфляции хеджирование макроэкономических рисков приобрело форму долларизации и валютного замещения [1]. Потеря стабильного номинального якоря и последующая макроэкономическая нестабильность отразились на дальнейшей трансформации связей между монетарной политикой и финансовой нестабильностью в рассматриваемых странах. Начиная с 1980-х гг. банковские кризисы отражают закономерности функционирования специфической долларизированной экономики или так называемой дуальной банковской системы, под которой подразумевается ситуация, когда финансовые посредники и другие экономические агенты поддерживают активы и пассивы в иностранной валюте. Генетически

дуальная банковская система достаточно сильно отличается от традиционной модели банковского дела, что требует отдельных методологических подходов к ее анализу и построению эффективного механизма банковского регулирования [23].

Острота данной проблемы проявлялась через наличие определенных структурных особенностей. При недоверии к монетарной политике, низком уровне конкуренции на местных рынках и зависимости от импорта изменения валютного курса почти пропорционально переносятся на изменение цен. Отсюда любое движение курса вниз означает ускорение инфляции [19], а дальнейшее ускорение инфляции еще больше ухудшает платежный баланс и финансовую нестабильность [18, 24, 25]. Долларизация, фиксированные курсы и незначительные резервы начали рассматриваться как компоненты финансовой нестабильности, господствующей формой которой были банковские кризисы [18, 24].

Структурные трансформации, которые охватили почти все страны Латинской Америки, Азии и наиболее развитые страны Африки, продемонстрировали переход к открытой экономике, перестройку макроэкономической политики и финансовые реформы. Возрастающее значение частных рынков капитала, усиление глобальной мобильности финансовых потоков качественно изменили мировую экономику и финансовую систему. Совпадая по времени с развитием процессов глобализации, они привели к появлению новых вызовов монетарной политики и финансовой стабильности.

Опыт кризиса международной ликвидности или кризиса внешнего долга развивающихся стран в начале 1980-х гг. четко показал уязвимость стран с низкими и средними доходами к внешним шокам. Именно повышение зависимости от частных рынков капитала в финансировании бюджетных дефицитов и платежных балансов создало предпосылки для того, чтобы характер монетарной политики развитых стран имел прямое влияние на макрофинансовую ситуацию в остальном мире [4, 7]. Так, по мнению Дж. Франкеля и Н. Роубини, на протяжении 1980–1990-х гг. большинству кризисов в странах с формирующимися рынками предшествовали эпизоды повышения процентных ставок центральными банками развитых стран [28]. Аналогично курсовые колебания ведущих валют создавали значительные трудности для поддержания финансовой стабильности в странах со слабыми финансовыми системами, поскольку последние не

были способны компенсировать шоки торговли [10]. Тем не менее уязвимость стран с формирующимися рынками к более волатильным процентным ставкам признавалась значительно более существенной и опасной, чем уязвимость от волатильности валютных курсов между денежными единицами ведущих стран. Поскольку процентные ставки в большей степени более плотно определяют движение капитала, то естественно, что их колебания являются более рисковыми из соображений того, как потоки капитала приспособляются к новым равновесным условиям на глобальном денежном рынке [39]. Финансовая нестабильность все больше корреспондировала с шоками движения международного капитала и со спецификой реакции монетарной политики на такие шоки.

Финансовая глобализация развивается вместе с имперфекциями рынка капитала, что стало очевидным в условиях возникновения ряда новых феноменов в сфере спекулятивных атак, потоков капитала и регионализации валютных кризисов. Практически все валютно-финансовые кризисы 1990-х гг. в странах с формирующимися рынками связаны с тем, что приток капиталов ухудшает платежный баланс, а масштабы спекуляций превышают способность центральных банков и международной системы кредитования последней инстанции справиться с масштабными кризисами второго и третьего поколения [43]. Исследования проблемы функционирования глобальной финансовой архитектуры продемонстрировали, что в условиях регионализации валютных кризисов, вызванных стадным поведением инвесторов и растущим масштабом привлечения стран с формирующимися рынками в систему международных потоков капитала, международные финансовые организации сталкиваются с проблемой нехватки ресурсов и невозможностью своевременного оказания экстренной помощи [32]. Бреттон-Вудская модель финансовой стабильности и официального кредитования оказалась неадекватной по отношению к изменениям характера макрофинансовых потрясений в мире в условиях возрастающего значения мобильности капиталов и открытости национальных экономик [26].

Структурные реформы 1980–1990-х гг. осуществлялись в условиях конфликта целей монетарной политики: таргетирование валютного курса и денежной массы становились все более несовместимы между собой в силу усиления мобильности капиталов. По мнению исследователей

МВФ, повышение мобильности капиталов четко сигнализировало о серьезных трудностях в реализации монетарной политики, ориентированной на поддержание номинальной устойчивости сразу двух величин.

Большинство исследований в начале 2000-х гг. свидетельствуют о том, что мобильность капиталов выступила ключевым фактором дальнейших реформ в сфере макроэкономической политики, сориентированных на создание надлежащих монетарных условий для обеспечения финансовой стабильности. Потоки капитала начали рассматриваться в качестве главной детерминанты при выборе режима валютного курса и эволюции монетарной политики в странах с низкими и средними доходами. Опыт кризисов 1990-х гг. также повлиял на общую теоретическую позицию о роли режима валютных курсов в генерировании финансовой нестабильности. Мобильность капиталов повлияла на то, что валютные курсы оказывались под давлением в сторону повышения, а не понижения, как это имело место в течение предыдущих десятилетий. Чувствительность экспорта к потерям конкурентоспособности в ценовом сегменте, сильный эффект переноса и ожидания делали конфликт между курсовой и ценовой стабильностью ключевым фактором спекуляций. Величина валовых потоков капитала подчеркивала, что спекуляции могут достигать масштабов, несовместимых с финансовой стабильностью.

Поддержание ценовой стабильности за пределами номинальной негибкости валютного курса начала четко ассоциироваться с переходом стран с формирующимися рынками на таргетирование инфляции и обеспечение независимости центральных банков [34]. Сочетание монетарной автономии с устойчивым режимом таргетирования инфляции воспринималось как базовое условие усиления рыночных начал в реализации макроэкономической политики через гибкость курса и отмену контроля за движением капитала, что в совокупности должно закладывать макроэкономический фундамент для финансовой стабильности [31]. Система таргетирования инфляции в глобальных масштабах начала восприниматься как антипод Бреттон-Вудской системы и наиболее успешный монетарный режим с точки зрения сравнительной продолжительности поддержания всех специфицированных монетарных режимов [42].

Проблема конфликта монетарных целей предстает в ином свете, если принять во внимание так



называемую «гипотезу первородного греха» (от англ. original sin). Ее смысл сводится к тому, что в силу длительного периода высокой инфляции и администрирования в финансовом секторе финансовые системы стран с формирующимися рынками являются крайне неразвитыми. Это проявляется в невозможности таких стран генерировать долгосрочные пассивы в собственной валюте. Внешние заимствования частного и публичного секторов, а также долларизация пассивов являются ключевой проблемой финансовой устойчивости. Выбор в пользу жестких валютных курсов только поощряет долларизацию пассивов. Внешние и внутренние заимствования в иностранной валюте становятся относительно выгодными, поскольку процентные ставки по ним ниже, принимая во внимание имплицитные гарантии номинальной стабильности валютного курса. Любые изменения валютного курса будут рисковыми, а девальвация будет однозначно означать финансовый кризис. В связи с этим вопрос обеспечения финансовой стабильности не рассматривается возможным без изменения политики валютного курса. Из данной гипотезы следует, что структурно обусловленная имперфекция рынка капиталов в странах с развивающимися рынками является фактором, который определяет специфическую модель финансовой нестабильности в них [15].

Альтернативную теоретическую позицию заняли более структурально настроенные экономисты во главе с Г. Кальво и К. Рейнхартом, по мнению которых спецификой стран с формирующимся рынком является то, что теоретически оправданное их движение в сторону гибких курсов является невозможным. Даже тогда, когда страна объявляет плавающий курс, она все равно поддерживает номинальную фиксацию. Данное явление получило название «страх перед плаванием» (от англ. fear of floating). Основными детерминирующими силами страха перед плаванием являются структурные особенности стран с низкими и средними доходами: чувствительность промышленного производства к изменению курсов, высокое значение эффекта переноса, долларизация пассивов [21]. Согласно Г. Кальво и К. Рейнхарту, формирование обязательств в иностранной валюте является причиной нежелания стран переходить на гибкий курс из соображений поддержания финансовой стабильности. Долларизация становится эндогенным структурным явлением, и снижение инфляции не обозначает

снижения склонности к деноминации финансовых транзакций в отечественную валюту. В связи с этим снижение инфляции не дает основания для однозначного выбора в пользу более гибкого курсового режима, поскольку долларизация пассивов повышает уровень финансовой нестабильности в условиях плавающих курсов [21]. По сути, феномен «страха перед плаванием» является продолжением гипотезы «первородного греха», но с противоположными выводами относительно режима валютного курса. Финансовые обязательства в иностранной валюте являются связующим звеном, объединяющим валютные и финансовые кризисы, т. е. именно в условиях долларизации пассивов вероятность двойных кризисов является выше [35].

Однако эмпирический анализ данной проблемы дает противоположные результаты. С одной стороны, снижение уровня долларизации следует за переходом на гибкий валютный курс [33]. Это можно считать свидетельством создания монетарной политикой рамочных условий для повышения финансовой стабильности с помощью более оптимального выбора в пользу поддержания ценовой, а не курсовой стабильности [17]. С другой стороны, взгляд на проблему долларизации пассивов указывает на то, что именно ее уровень определяет склонность центрального банка жестче поддерживать номинальную стабильность курсовых соотношений [16]. То есть выбор курсового режима продиктован соображениями обеспечения финансовой стабильности, а более гибкие курсы не могут в чистом виде рассматриваться как инструменты обеспечения такой стабильности.

Накануне и после глобального финансового азиатского кризиса ракурс дискуссий о взаимосвязи между монетарной политикой и финансовой нестабильностью в этих странах существенно сместился. Поддержание ценовой стабильности, финансовые реформы и некоторое расширение курсовой гибкости дополнилось политикой поддержания профицита текущего счета платежного баланса и накоплением значительного объема валютных резервов.

Странам с формирующимися рынками присуща структурная слабость, выраженная значительными политико-институциональными потерями от сбора налогов, неразвитостью финансового сектора и в необходимости во внешних заимствованиях. Значительные резервы в таких условиях превращаются в гарантию возврата внешних заимствований. Они также монетизируют внешний долг, создавая

источник ликвидности для банковской системы. Поддержание более низкого налогового бремени совмещается с внешним долгом, заниженным валютным курсом для профицита текущего счета и значительными валютными резервами для обеспечения финансовой стабильности [14].

Эволюция моделей гипертрофированного спроса на резервные активы продемонстрировала, что такой спрос обусловлен мотивами самострахования или предусмотрительным накоплением резервов на случай возникновения валютно-финансовых кризисов. Какими бы ни были мотивы накопления валютных резервов в странах с формирующимися рынками (подробный их обзор представлен В. Козюком [5]), по мнению Дж. Айзенмана, преобладание мотива самострахования изменило характер глобальной финансовой системы и базовую модель поддержания финансовой стабильности в ней. Децентрализованные масштабные резервы выступили фактором ослабления значения МВФ и подходов к проблеме разрешения кризисов. Процесс накопления резервов стал конкурентным из соображений поддержания глобальной конкурентоспособности в условиях быстрой торговой интеграции стран с низкими расходами на оплату труда, таких как Индия и Китай [13].

Улучшение макроэкономической ситуации, структурные реформы и накопление значительных резервов привело к качественному изменению форм финансовой нестабильности в странах с формирующимися рынками. Такая нестабильность все больше сводится к проблеме эффектов перелива колебаний глобальной ликвидности, кредитного цикла и флуктуаций стоимости активов [5, 27].

Во-первых, объемы валовых потоков капитала существенно возросли. Если в 1990-х гг. рынок долговых инструментов, который открывался для нерезидентов, привлекал капитал через более высокие ставки, то в 2000-х гг. приток капитала характеризовался растущим трендом стоимости активов [36].

Во-вторых, приток капиталов на рынок активов еще больше разогревает финансовый сектор, усиливая процикличность местных финансовых систем [22]. Рост стоимости активов поощряет экспансию внутреннего кредита и приводит к быстрому взаимному усилению внутренних и внешних дисбалансов. «Пузырь» на рынке активов стал играть значительно более существенную роль в финансовой нестабильности в странах с формирующимися рынками по сравнению с прежним периодом.

В-третьих, как показали события глобального финансового кризиса, масштабный приток капиталов, финансовые дисбалансы, экспансия кредита и финансовые «пузыри» на рынке активов четко корреспондируют с колебаниями глобальной ликвидности. Последние порождают значительные эффекты перелива, которые не могут быть преодолены исключительно традиционным набором монетарных инструментов. Более комплексный подход к нейтрализации эффектов перелива глобальной ликвидности и необходимость учета отношения к риску, который преобладает на глобальных рынках капитала, должны предусматривать и курсовую гибкость, и более активную фискальную политику, и применение повышенных требований к банковскому капиталу [30, 36].

В-четвертых, накопления значительных объемов валютных резервов могут существенно влиять на ослабление последствий глобальных финансовых потрясений, которые продемонстрировали эмпирические данные за 2008–2009 гг. [29, 38]. Увеличение внутреннего денежного предложения приводит к тому, что банковская система функционирует в состоянии избыточной ликвидности, которая может оказывать существенное влияние на внутренний рынок активов, поощряя спекуляции на нем [29].

Недостаточно вместительные внутренние финансовые рынки стран со средними доходами становятся особенно чувствительными к состоянию глобальной ликвидности. С одной стороны, курсовая гибкость позволяет снизить силу влияния притока капитала на разбухание финансового «пузыря» [22, 30]. С другой стороны, накопление валютных резервов продолжает оставаться монетарной составляющей предупреждения финансовой нестабильности [38].

Реакция по типу «пренебрежение разбуханием «пузыря», но поддержка ликвидности после того, как он лопнет», неприемлема в странах с формирующимися рынками. Очевидно, что, как и в случае с развитыми странами, для стран со средними доходами для поддержания здоровой макрофинансовой ситуации в долгосрочном периоде недостаточно лишь обеспечения курсовой гибкости и ценовой стабильности. Более оправданным теоретическим подходом к созданию рамочных монетарных условий для обеспечения финансовой стабильности будет сочетание монетарной политики и инструментов макропруденциального регулирования [37].

Проведенные исследования позволяют сформулировать выводы, предложения и рекомендации как теоретического, так и практического характера.

1. Страны с формирующимися рынками до 1980-х гг. сталкивались с целым рядом специфических макрофинансовых проблем, порожденных глобальной торговой и финансовой интеграцией, что предопределяло специфику поддержания финансовой стабильности в данной группе стран. Институциональная слабость и политическая нестабильность не позволяли им рационализировать бюджетные доходы и расходы, что вело к возникновению долговых кризисов. Для стран с экспортно ориентированным развитием характерны более низкие бюджетные дефициты и внешний долг по сравнению со странами, реализующими стратегии развития импортозамещения.
2. Потребности в значительных внешних заимствованиях для финансирования дефицита бюджета и платежного баланса привели к фундаментальному конфликту с политикой фиксации обменного курса, к девальвации национальных валют и гиперинфляции, а их хеджирование – к долларизации экономики и валютному замещению. Потеря стабильного номинального якоря и последующая макроэкономическая нестабильность отразились на дальнейшей трансформации связей между монетарной политикой и финансовой нестабильностью. Долларизация, фиксированные курсы и незначительные резервы начали рассматриваться как компоненты финансовой нестабильности, основной формой которой выступали банковские кризисы.
3. В условиях повышения мобильности капиталов и глобальной финансовой интеграции в 1990-х гг. в странах с формирующимися рынками главным атрибутом финансовой нестабильности стал феномен двойных кризисов: валютный кризис приводил к банковскому или наоборот. Возрастание значения частных рынков капитала и усиление глобальной мобильности финансовых потоков привели к качественному изменению мировой экономики и финансовой системы, к появлению новых вызовов монетарной политики в форме усиления спекулятивных атак и регионализации валютных кризисов. Практически все валютно-финансовые кризисы этого периода в странах с формирующимися рынками связаны с ухудшением платежного баланса от притоков капитала и с масштабными валютными спекуляциями, которые превышали способности центральных банков и международной системы кредитования справиться с кризисами второго и третьего поколения.
4. Если в 1990-х гг. приток капиталов привлекался более высокими процентными ставками, то в 2000-х гг. он провоцировался растущим трендом стоимости активов. Приток капиталов на рынок активов все больше разогревает финансовый сектор, усиливает процикличность финансовой системы, ведет к быстрому взаимному усилению внутренних и внешних дисбалансов. Возникающие «пузыри» на рынке активов начинают играть все более существенную роль в усилении финансовой нестабильности.
5. Мобильность капитала выступала ключевым фактором дальнейших реформ в сфере макроэкономической политики, сориентированных на создание надлежащих монетарных условий для снижения финансовой нестабильности. Потоки капитала начали рассматриваться как главная детерминанта выбора режима валютного курса в странах с низкими и средними доходами. Валютные курсы оказались под давлением в сторону повышения, что привело к снижению конкурентоспособности экспорта в ценовом сегменте. Сильный эффект переноса и ожидания сделали конфликт между курсовой и ценовой стабильностью ключевым фактором спекуляций, а объем валовых потоков капитала свидетельствовал, что спекуляции могут достичь масштабов, не совместимых с финансовой стабильностью.
6. В силу длительного периода высокой инфляции и администрирования в финансовом секторе финансовые системы стран с формирующимися рынками являются крайне неразвитыми, что не позволяет им генерировать долгосрочные пассивы в собственной валюте. Необходимость во внешних заимствованиях частного и публичного секторов, а также долларизация пассивов являются ключевой проблемой финансовой устойчивости.
7. Масштабный приток капитала, финансовые дисбалансы, экспансия кредита и финансовые «пузыри» на рынке активов четко корреспондируют с колебаниями глобальной ликвидности, которая порождает значительные эффекты перелива, преодолеть которые невозможно исключительно традиционным набором моне-

тарных инструментов. В подходах к нейтрализации эффектов перелива капиталов должны предусматриваться курсовая политика, более активная фискальная политика и повышенные требования к банковскому капиталу.

**Список литературы**

1. Берг Э., Бореништейн Э. Полная долларизация: преимущества и недостатки // Вопросы экономики. МВФ. Вашингтон. О.К. Изд. на русс. яз. 2000. № 24. С. 1–22.
2. Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. М.: Экономика. 2000. 324 с.
3. Карагодин И. Стабилизационные программы в Латинской Америке // МЭиМО. 1994. № 3. С. 83–95.
4. Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. Тернопіль: Карт-бланш. 2002. 238 с.
5. Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка. 2009. С. 395–421.
6. Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / пер. с англ. М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ. 1997. 799 с.
7. Кузнецов В. Мировая валютная система капитализма: под знаком «долгового» кризиса. М.: Финансы и статистика. 1990. 144 с.
8. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей / пер. с англ. М.: Прогресс. 1992. 520 с.
9. Мусеев С. Политэкономия финансовой репрессии // Вопросы экономики. 2002. № 12. С. 36–50.
10. Сорос Дж. О глобализации / пер. с англ. М.: Эскмо. 2004. 224 с.
11. Федякина Л.Н. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. М.: Дело и Сервис. 1998 304 с.
12. Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. Львів: Каменяр. 1999. 340 с.
13. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. 2007. № 13277. P. 3–19.
14. Aizenman J., Marion N. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection // Economic Journal. 2004. Vol. 17. P. 370–400.
15. Allen M., Rosenberg Ch., Keller Ch., Setser B., Roubini N. A Balance Sheet Approach to Financial Crisis // IMF Working Paper. 2002. WP/02/210. P. 1–63.
16. Berkmen P., Cavallo E. Exchange Rate Policy and Liability Dollarization: What Do the Data Reveal About Causality? // IMF Working Paper. 2009. WP/09/33. P. 1–38.
17. Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S. Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes // NBER Working Paper. 1999. № 7143. P. 1–46.
18. Bussiere M., Saxena S., Tovar C. Chronicle of Currency Collapses: Re-examining the Effects on Output // ECB Working Paper. 2010. № 1226. P. 1–54.
19. Ca'Zorzi M., Hahn E., Sanenhez M. Exchange Rate Pass-through in Emerging Markets // ECB Working Papers. 2007. № 739. P. 1–33.
20. Calvo G. Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates // Journal of Political Economy. 1986. № 94. P. 1319–1329.
21. Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. 2000. № 8006. URL: <http://www.nber.org>.
22. Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications // Bank of England Financial Stability Review. 2005. Dec. P. 94–102.
23. Cayazzo J., Garcia Pascual A., Gutierrez E., Heysen S. Toward an Effective Supervision of Partially Dollarized Banking Systems // IMF Working Paper. 2006. WP/06/32. P. 1–50.
24. Duttagupta R., Cashin P. The Anatomy of Banking Crises // IMF Working Paper. 2008. WP/08/93. P. 1–39.
25. Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper. 2002. № 8716. P. 1–55.
26. Eichengreen B., Kletzer K., Mody A. The IMF in a World of Private Capital Markets // IMF Working Paper. 2005. WP/05/84. P. 1–48.
27. Financial Stability in Emerging Markets: Dealing with Global Liquidity / Ed. By U. Volz. Bonn: Deutsches Institut fur Entwicklungspolitik. 2012. 74 p.
28. Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. 2001. № 8634. P. 1–108.
29. Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis // ECB



Working Paper. 2009. № 1060. P. 1–42.

30. Ghosh A., Gorelti M., Joshi B., Ramakrishnan U., Thomas A., Zalduendo J. Capital Inflows and Balance of Payments Pressures – Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies // IMF Policy Discussion Paper. 2008. PDP/08/2. P. 1–19.

31. Ho K., McCauley R. Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. 2003. № 130. P. 1–55.

32. Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? // IMF Working Paper. 2001. WP/01/76. P. 1–37.

33. Kokenyne A., Ley J., Habermeier R. Dedollarization // IMF Working Paper. 2010. WP/10/188. P. 1–50.

34. Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. 2001. № 7. P. 1–29.

35. Lahiri A., Vegh C. Living with Fear of Floating: An Optimal Policy Perspective // NBER Working Paper. 2001. № 8391. URL: <http://www.nber.org>.

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

37. Moreno R. Policymaking from a «macroprudential». Perspective in Emerging Market Economies // BIS Working Paper. 2011. № 336. P. 1–20.

38. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008 // Paper to be presented at the ASSA Meeting, San Francisco, Jan. 3–5, 2009. P. 1–15.

39. Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. NBER Working Papers. 2001. № 8535. P. 1–52.

40. Reinhart C., Rogoff K. A Decade of Debt / Peterson Institute for International Economics. 2010. P. 1–34.

41. Reinhart C., Rogoff K. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises // NBER Working Paper. 2008. № 13882. URL: <http://www.nber.org>.

42. Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Paper. 2006. № 12711. P. 1–31.

43. Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. // Brooking Papers on Economic Activity. 1996. № 1. P. 147–198.