УДК 336.711

СУТНІСТЬ І СТРУКТУРНІ ЗАКОНОМІРНОСТІ ФІНАНСОВОЇ ІНТЕГРАЦІЇ У ГЛОБАЛЬНОМУ ВИМІРІ В КОНТЕКСТІ «НЕДОСЯЖНОЇ ТРІАДИ»

© 2016 **КРАСНОВА І. В.**

УДК 336.711

Краснова І. В.

Сутність і структурні закономірності фінансової інтеграції у глобальному вимірі в контексті «недосяжної тріади»

Мета статті полягає у визначенні сутності фінансової інтеграції та обґрунтуванні її місця в системі заходів державного регулювання, спрямованих на пошук збалансованої моделі економічного зростання країни, через недосяжну трилему, яка відображає неможливість одночасного досягнення трьох макроекономічних політик в одній державі, а саме фінансової відкритості, монетарної незалежності та стабільності обмінного курсу. На підставі узагальнення, аналізу та порівняння різних трактувань уточнено поняття «фінансова інтеграція». Визначено ознаки інтеграції фінансових ринків, а саме: однорідність правил (відкритість); рівний доступ (доступність); єдині умови діяльності (залученість); рівність ціни (єдність); однотипність реакції фінансових активів на вплив зовнішніх трендів і новин (відклик). Політика фінансової інтеграції, зокрема її складова вільного переміщення капіталу, покликана забезпечити додаткове стимулювання внутрішнього економічного зростання завдяки залученню зовнішніх фінансових ресурсів. Для стимулювання економіки й уникнення нестійкої волатильності валютного курсу багато країн прагнуть досягти таких макроекономічних цілей, як відкритість фінансових ринків, незалежність грошово-кредитної політики та стабільність валютного курсу. Оскільки монетарна влада може вибрати в будь-який момент часу тільки дві з цих трьох цілей, трилема Манделла-Флемінга визначає можливість трьох різних комбінацій монетарної орієнтації. Наука не виробила спільного підходу до методологічного визначення індексів фінансової інтеграції. Для оцінки динаміки фінансової інтеграції використовують такі основні індекси інтеграції: KAOPEN, FINREFORM, KASHI тощо, на підставі аналізу яких в розрізі різних країн можна дійти висновку про можливість комбінації відмінних політик із тяжінням до фінансової інтеграції. В сьогоднішніх умовах доцільною є політика монетарного стимулювання зростання, а не підтримки непродуктивного грошового стиснення. Перспективами подальших досліджень є розробка напрямів монетарної політики з урахуванням пріоритетів розвитку країни.

Ключові слова: *фінансова інтеграція, трилема, монетарна політика, валютний курс, інфляція, індикатори фінансової інтеграції.*

Рис.: *4.* ***Формул:*** *1.* ***Бібл.:*** *12.*

Краснова Ірина Вікторівна *– кандидат економічних наук, доцент, професор кафедри менеджменту банківської діяльності, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03068, Україна)*

E-mail: *iryna_krasnova@i.ua*

УДК 336.711

Краснова И. В. Сущность и структурные закономерности финансовой интеграции в глобальном измерении в контексте «недосягаемой триады»

Цель статьи заключается в определении сущности финансовой интеграции и обосновании ее места в системе мероприятий государственного регулирования, направленных на поиск сбалансированной модели экономического роста страны, через недосягаемую трилемму, отражающую невозможность одновременного достижения трех макроэкономических политик в одном государстве, а именно финансовой открытости, монетарной независимости и стабильности обменного курса. На основании обобщения, анализа и сравнения различных трактований уточнено понятие «финансовая интеграция». Определены признаки интеграции финансовых рынков, а именно: однородность правил (открытость); равный доступ (доступность); единые условия деятельности (вовлеченность); равенство цены (единство); однотипность реакции финансовых активов на влияние внешних трендов и новостей (отзыв). Политика финансовой интеграции, в частности ее составляющая свободного перемещения капитала, призвана обеспечить дополнительное стимулирование внутреннего экономического роста благодаря привлечению внешних финансовых ресурсов. Для стимулирования экономики и предотвращения неустойчивой волатильности валютного курса многие страны стремятся достичь таких макроэкономических целей, как открытость финансовых рынков, независимость денежно-кредитной политики и стабильность валютного курса. Поскольку монетарные власти могут выбрать в любой момент времени только две из этих трех целей, трилемма Манделла-Флеминга определяет возможность трех различных комбинаций монетарной ориентации. В настоящее время наука не выработала единого подхода к методологическому определению индексов

UDC 336.711

Krasnova I. V. The Nature and Structural Regularities of Financial Integration in the Global Dimension in the Context of «Impossible Trinity»

The aim of the article is to determine the nature of financial integration and to justify its place in the system of measures on state regulation intended to search for a balanced model of economic growth of the country through the impossible trilemma reflecting the impossibility of simultaneous implementation of three macro-economic policies in one country, namely financial openness, monetary independence and exchange rate stability. On the basis of synthesis, analysis and comparison of different interpretations, the concept of «financial integration» is clarified. There identified signs of integration of financial markets, such as: the uniformity of rules (transparency); equal access (availability); common operating environment (involvement); equity of prices (unity); uniformity of the reaction of financial assets on the impact of external trends and news (response). The policy of financial integration, in particular its component of the free movement of capital is designed to provide additional incentives to domestic economic growth by attracting external financial resources. To stimulate the economy and prevent the unstable volatility of exchange rate, many countries seek to achieve such macroeconomic goals as openness of financial markets, independence of the monetary policy and exchange rate stability. Since the monetary authorities may choose at any moment only two of the three goals, the Mundell-Fleming trilemma determines a possibility of three different combinations of monetary targeting. At present science has not developed a unified methodological approach to determination of indices of financial integration. To assess the dynamics of financial integration the following basic indices of integration are used: KAOPEN, FINREFORM, KASHI, etc. Based on the analysis of the mentioned indices in the context of different countries, there can be made a conclusion about a possibility of combination

финансовой интеграции. Для оценки динамики финансовой интеграции используют следующие основные индексы интеграции: KAOPEN, FINREFORM, KASHI т.д., на основании анализа которых в разрезе различных стран можно сделать вывод о возможности комбинации отличных политик с тяготением к финансовой интеграции. В сегодняшних условиях целесообразна политика монетарного стимулирования роста, а не поддержки непродуктивного денежного сжатия. Перспективами дальнейших исследований является разработка направлений монетарной политики с учетом приоритетов развития страны.

Ключевые слова: *финансовая интеграция, трилемма, монетарная политика, валютный курс, инфляция, индикаторы финансовой интеграции.*

Рис.: *4.* ***Формул:*** *1.* ***Библ.:*** *12.*

Краснова Ирина Викторовна *– кандидат экономических наук, доцент, профессор кафедры менеджмента банковской деятельности, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (пр. Победы, 54/1, Киев, 03068, Украина)*

E-mail: *iryna_krasnova@i.ua*

of different policies with a tendency towards financial integration. In today's environment it is expedient to use the policy of monetary stimulation of growth rather than support unproductive monetary contraction. The prospect of further research is working out directions of monetary policy taking into account priorities in the country's development.

Keywords: *financial integration, trilemma, monetary policy, exchange rate, inflation, indicators of financial integration.*

Fig.: *4.* ***Formulae:*** *1.* ***Bibl.:*** *12.*

Krasnova Iryna V. *– Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Professor of the Department of Management of Banking Activities, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03068, Ukraine)*

E-mail: *iryna_krasnova@i.ua*

Вступ. Інтеграція фінансових ринків прискорює мобільність руху грошових капіталів від ринків із низьким рівнем прибутковості до ринків із високим рівнем прибутковості, впливаючи, таким чином, на формування інвестиційних уподобань і стратегій. Зокрема, якщо зміна прибутковості в різних сегментах фінансових ринків відбувається паралельно і в одному напрямі, тоді ефект диверсифікації буде низький; якщо ж у різних напрямах, тоді інвестори можуть отримати прибуток від диверсифікації за рахунок зниження ризику, у тому числі ризику країни. Розвиток негативної інтеграції приводить до усунення бар'єрів на шляху транскордонного переміщення грошових капіталів. Фінансова інтеграція здатна як додати нових можливостей, так і завдати чималих збитків, що призводить до формування загроз фінансово-економічній безпеці держави та загострення дилеми в процесі визначення пріоритетів розвитку країни: орієнтація національної економіки на відкритість чи захист внутрішнього ринку. Для стимулювання економіки й уникнення нестійких коливань валютного курсу багато країн хотіли б досягти таких макроекономічних цілей, як відкритість фінансових ринків, незалежність грошово-кредитної політики та стабільність валютного курсу. Незважаючи на складність і різноманітність варіантів розвитку країни, всі вони підкоряються принципу «impossible trinity» («неможлива тріада»). Цей принцип, популяризований нобелівськими лауреатами Робертом Манделлом і Полом Кругманом, говорить, що жодна країна не може дозволити собі одночасно вільний рух капіталу, фіксований валютний курс і незалежну монетарну політику. Можна вибрати тільки дві опції з трьох. Наприклад, контролювати курс і проводити потрібну монетарну політику, але тільки обмежуючи рух капіталу (як це зараз відбувається в Китаї). Можна не контролювати рух капіталу, проводити незалежну грошову політику, але доведеться відпустити курс (як у Великобританії або Канаді). Проте на практиці багато країн, що розвиваються, мають проміжні варіанти. Україна, яка прагне до надання економічному зростанню стійкого характеру, актуалізує проблему інвестиційного забезпечення зростання, в тому числі за рахунок іноземного капіталу. Отже, пошук оптимальної макроекономічної поведінки – актуальна проблема для країн будь-якого рівня розвитку, але особливої вагомості вона набуває для України, яка має великий дефіцит інвестиційних ресурсів на сучасному етапі свого розвитку.

Аналіз останніх публікацій. За останні роки дослідження проблем ефективності монетарної політики, відкритості та стабільності валютного курсу набули вагомого значення. Проте, незважаючи на суттєві наукові доробки іноземних дослідників, тема доцільності фінансової відкритості нашої країни залишається досить спірним питанням. Певні питання знайшли відображення в наукових працях зарубіжних дослідників: Р. Манделла, П. Кругмана, Т. Бека, Р. Левина, Н. Лойаза. Дослідження впливу відкритості фінансових ринків і їхній вплив на монетарну складову розвитку країни можна знайти в працях таких провідних економістів, як О. Білорус, О. Бойцун, В. Мунтіян, О. Барановський, Д. Лук'яненко, Ю. Прозорова. Зважаючи на специфіку та відмінності фінансових систем, можливості застосування зарубіжних наукових та практичних доробок в Україні обмежені, що вимагає їх адаптації до вітчизняних реалій.

Метою є визначення сутності фінансової інтеграції та її місця в системі заходів державного регулювання, спрямованих на пошук збалансованої моделі економічного зростання країни, через недосяжну трилему, яка відображає неможливість одночасного досягнення трьох макроекономічних політик в одній державі, а саме фінансової відкритості, монетарної незалежності та стабільності обмінного курсу.

Основні результати дослідження. В умовах глобальних трансформацій особливе місце належить фінансовим відносинам і фінансовому ринку. Необхідною умовою визначення місця країни у міжнародному поділі праці є поглиблення її інтеграції в міжнародний фінансовий простір. Необхідність даних процесів обумовлюється обмеженістю внутрішніх ресурсів країни та загальними інтеграційними процесами глобального розвитку. Суперечливість і комп-

лексність процесів, що відбуваються в сучасній світовій економіці, ускладнюють досягнення консенсусу з визначення процесу інтеграції фінансових ринків.

Фінансова інтеграція як об'єктивний і системний процес розвитку фінансових ринків характеризується поглибленням і переходом у нову якість взаємозв'язків і взаємозалежностей між сегментами ринками та всіма акторами фінансово-економічних відносин в умовах розвитку лібералізаційних процесів, концентрації капіталу, новітніх засобів телекомунікацій, інформаційних технологій і передових технологій фінансового менеджменту.

Визначення фінансової інтеграції містить ключові інституціональні, правові, комунікаційні та поведінкові ознаки інтегрованих ринків. Вони включають такі особливості, як однорідність правил, рівний доступ та однаковий режим функціонування учасників ринку, єдність ціни на зіставні активи, що унеможливлює арбітражні можливості.

У широкому сенсі фінансову інтеграцію варто розуміти як процес об'єднання окремих частин у ціле. Цей процес супроводжується розширенням міжнародного портфельного інвестування з урахуванням системного ризику та ризику окремої країни.

До основних ознак інтеграції фінансових ринків відносимо:

- однорідність правил – відсутність законодавчих і політичних обмежень (бар'єрів) щодо присутності іноземного капіталу на національному ринку, і навпаки (відкритість);
- рівний доступ – свобода трансграничного переміщення капіталу (доступність);
- єдині умови діяльності – рівність умов для фінансових посередників, як резидентів, так і нерезидентів (залученість);
- рівність ціни – відсутність можливості спекулятивного арбітражу за фінансовими інструментами (єдність);
- однотипність реакції фінансових активів на вплив зовнішніх трендів і новин (відклик).

Ці ознаки відіграють важливу роль, тому що розкривають багатоаспектність сутності фінансової інтеграції (рис. 1).

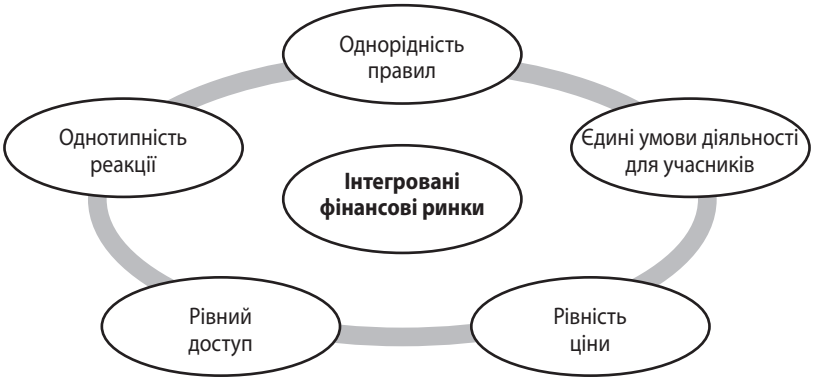


Рис. 1. Ключові ознаки інтегрованих фінансових ринків

Джерело: сформовано автором

Структурно інтеграцію фінансових ринків можна досліджувати за різними критеріями, зокрема за масштабами охоплення (інтеграція на регіональному і глобальному рівнях) та за рівнем розвитку фінансових ринків (між країнами, що розвиваються, між розвиненими країнами, між країнами що розвиваються, і розвиненими ринками).

Основу фінансової інтеграції становить економічна, політична та валютна інтеграція. Звідси, ринки розділені в глобальному аспекті, але високоінтегровані всередині регіону. Крім того, рівень інтеграції серед фінансових ринків країн має тенденцію до зміни з часом, особливо в період фінансової кризи і в період регулювання наслідків фінансової кризи. Зокрема, інтеграція між країнами, що розвиваються (фінансовими ринками Азії, США та Японії), протягом азійської кризи 1997–1998 рр. показує наявність довгострокової ко-інтеграції та короткострокового зв'язку протягом і після кризи.

Ринки, що розвиваються, мають спільні проблеми: низька капіталізація, інституційна вузькість, законодавча недосконаліть та багато іншого. За таких умов країни вишукують можливості залучення іноземного капіталу, і інтеграційні процеси забезпечують ресурси для ринків, що розвиваються. Періодичні припливи іноземного капіталу до економік кран, що розвиваються (так само, як і вихід найбільших компаній на міжнародні фінансові ринки), закладають основу для розвитку інтеграційних тенденцій.

Як зазначає Сеабра [1], фінансові ринки країн, що розвиваються, схильні до інтеграції з недавно утвореними фінансовими ринками, ніж із розвиненими.

Нерівноправність сторін, умов і нееквівалентний обмін результатами інтеграції для різних за рівнем розвитку фінансових ринків, з одного боку, має позитивні наслідки для відстаючих країн, до яких можна віднести більш ефективний розподіл капіталу і міжнародну диверсифікацію ризиків, інноваційний розвиток фінансового ринку та макроекономічного регулювання, з іншого – може мати паразитивний характер, особливо в кризові для економіки часи, що, як правило, призводить до сегментації.

Фінансова інтеграція може реалізовуватися за двома основними моделями. У першому випадку вона відбувається в умовах обмеженого доступу суб'єктів національних економік до ресурсів ринків капіталу, будучи ключовим фактором внутрішньорегіональної взаємодії – віссю, на яку нанизуються інтеграційні процеси і в інших сферах.

У другому – взаємодія у фінансовій сфері є лише одним із процесів, покликаним досягти синхронності в інтеграції.

Як правило, фінансова інтеграція запізнюється порівняно з іншими процесами (торгівлею, рухом людських ресурсів і навіть політичною взаємодією). Досить згадати той факт, що навіть у найбільш передового інтеграційного об'єднання світу – Європейського Союзу – на тлі відкритих кордонів, тісної взаємодії в політичній і економічній сферах та інших досягнень зберігається значний дисбаланс у фінансовій сфері. У той же час зазначимо, що в окремих регіональних об'єднаннях, які перебувають на нижчій стадії розвитку, глибина фінансової інтеграції перевершує аналогічний показник розвинених регіональних угруповань.

Процес інтеграції стимулює конкуренцію і розширення ринків, що сприятиме подальшому фінансовому розвитку, і це веде до більш ефективного розподілу капіталу та зниження його вартості [2]. Інакше кажучи, економіка тим більше зростає, чим більше інтегрується фінансова система в цілому та ринок зокрема [3]. Розмір фінансового сектора має прямо пропорційне позитивне та надійне співвідношення як із темпом зростання ВВП на душу населення, так і з загальним показником продуктивності праці [4–6]. Більш розвинений єдиний ІФР надає споживачам ширший вибір фінансових продуктів, які вони можуть придбати в будь-якій точці планети, а для компаній – здешевлює та полегшує можливості позичити потрібні кошти.

Традиційний погляд на місце політики фінансової інтеграції в системі заходів державного управління охарактеризував Роберт Манделл через розгляд «недосяжної тріади», або трилеми» (рис. 2). Автор стверджував, що країна не спроможна одночасно мати і відкритий режим операцій з капіталом, і фіксований обмінний курс, і суверенітет в грошово-кредитній сфері.

Рис. 2. Трилема або Impossible державного регулювання

Джерело: сформовано автором

Опинившись у будь-якій з трьох сторін трикутника, країна втрачає бажане економічне становище в протилежному куті. Можливі три варіанти.

Варіант перший – вільний рух капіталу та незалежна монетарна політика. Національний банк залишає за собою право контролювати інфляцію через процентні ставки. У разі вільного руху капіталу високі процентні ставки (для зниження інфляції) сприятимуть притоку іноземного капіталу, що призведе до подорожчання національної валюти. Валютний курс буде плаваючим.

Варіант другий. В країні запроваджено фіксований валютний курс і незалежна монетарна політика, метою якої є контроль інфляції. В цьому варіанті ЦБ доведеться обмежувати рух капіталу.

Варіант третій. Фіксований обмінний курс і вільний рух капіталу. В цьому випадку курс прив'язаний до іноземної валюти, і експорт / імпорт нічим не обмежені. В такому випадку зберегти контроль над інфляцією практично неможливо

Отже, згідно з трилемою монетарної політики в умовах відкритої економіки при абсолютній міжнародній мобільності капіталу одночасно проводити незалежну валютну та монетарну політику не можна. Країни ЄС проводять політику відкритості фінансового ринку і стабільності валютного курсу, дозволяючи Європейському центральному банку приймати рішення щодо монетарної політики. США підтримують вільний рух капіталу та незалежність грошово-кредитної політики, дозволяючи обмінному курсу коливатися.

Проведення незалежної монетарної політики можливо лише при де-факто некерованому плаваючому курсі національної валюти [7]. Тому одночасне досягнення цілей грошово-кредитного регулювання утримання інфляції і забезпечення стабільності курсу національної валюти не можливе.

Важливим параметром для економіки є не сама інфляція, а реальні процентні ставки й обсяг кредитування нефінансового сектора, який зростає пропорційно грошовій масі. Тобто від інфляції ці найважливіші для економіки змінні не залежать. Більш того, навіть номінальні процентні ставки від інфляції не залежать. Необхідно розширювати та здешевлювати кредитування, при цьому не боятися прискорення інфляції. У сьогоднішній ситуації зниження темпів інфляції за рахунок грошового стиснення всупереч прогнозам фінансової влади веде не до зростання інвестиційної активності, а до її зниження. З метою стримування інфляції держава та монетарна влада компенсують випереджаюче зростання тарифів на послуги природних моно-

полій стерилізаційною монетарною політикою, яка обмежує грошову пропозицію. Тим самим немонетарну інфляцію намагаються погасити монетарними методами за рахунок обмеження кінцевого попиту, жертвуючи інтересами внутрішнього сектора економіки.

За умов відкритого режиму рахунку операцій з капіталом і фіксованого обмінного курсу центральний банк втратить можливість регулювати обсяг грошової маси, оскільки політика грошової експансії призводитиме до зниження процентних ставок. Це, в свою чергу, спровокує відтік капіталу, а отже, скорочення офіційних золотовалютних резервів і грошової бази, зводячи нанівець ефект грошової експансії. Такий механізм працює і у зворотному напрямі, компенсуючи наслідки політики зменшення грошової маси.

Для того щоб виміряти збіжність / розбіжність серед трьох компонентів трилеми державного управління в глобальному контексті, розраховується міра розбіжності на основі трилеми індексів, що розроблена Айзенманом, Чінном і Ітo [8]:

- індекс грошової незалежності MI заснований на кореляції процентних ставок певної країни з процентною ставкою базової країни;
- індекс стабільності обмінного курсу ERS інвертний волатильності обмінного курсу, тобто стандартні відхилення щомісячного значення національного валютного курсу від курсу базової країни;
- індекс контролю за рухом капіталу KAOPEN, розроблений Чінном і Ітo, оцінює рівень фінансової інтеграції.

Індекси трилеми вимірюють інтенсивність досягнень кожної з компонент для майже 170 країн (у тому числі й України) з 1970 по 2014 рр. [9] (рис. 3).

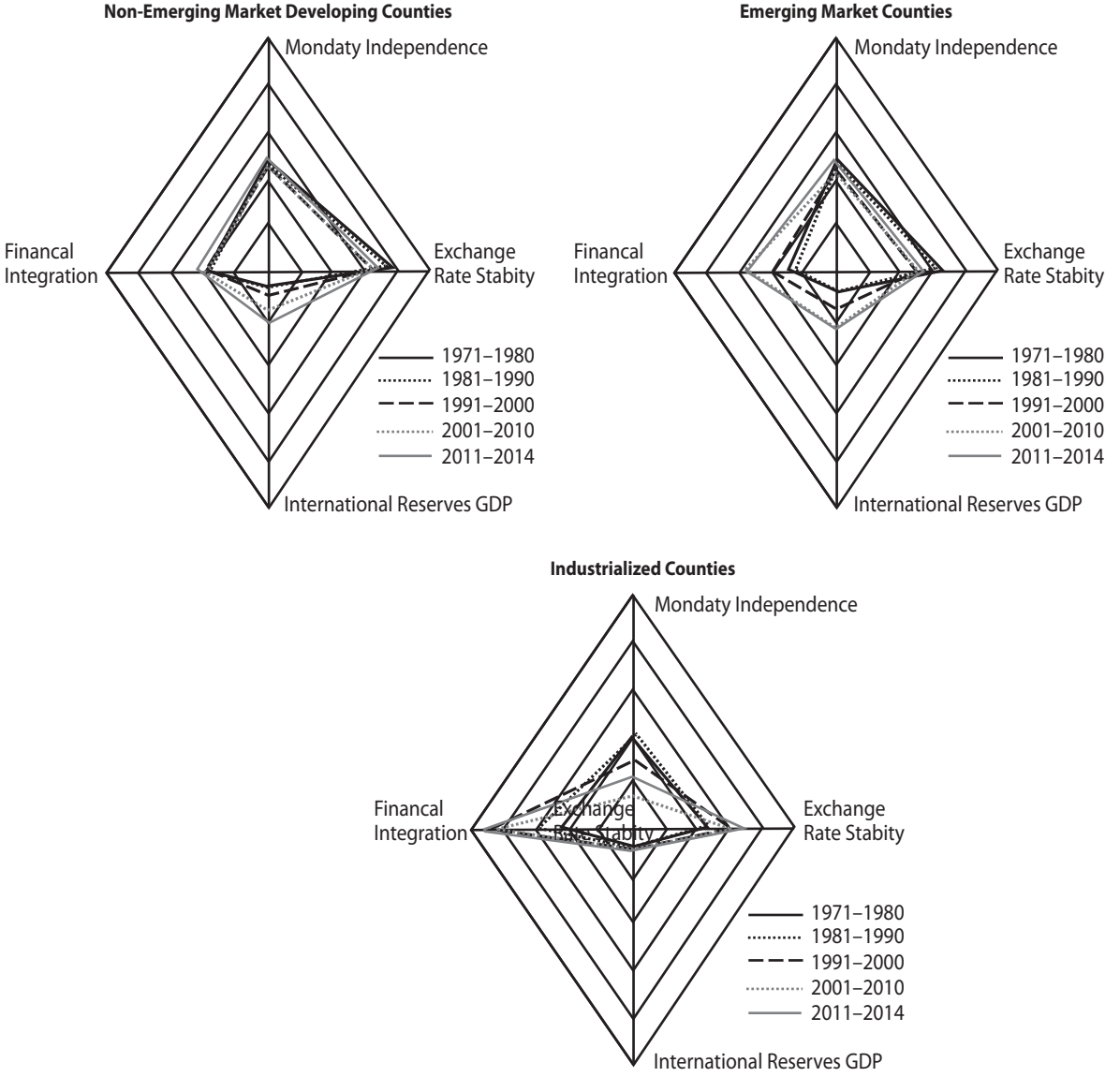


Рис. 3. Динаміка окремих індексів трилеми напрямів державного регулювання

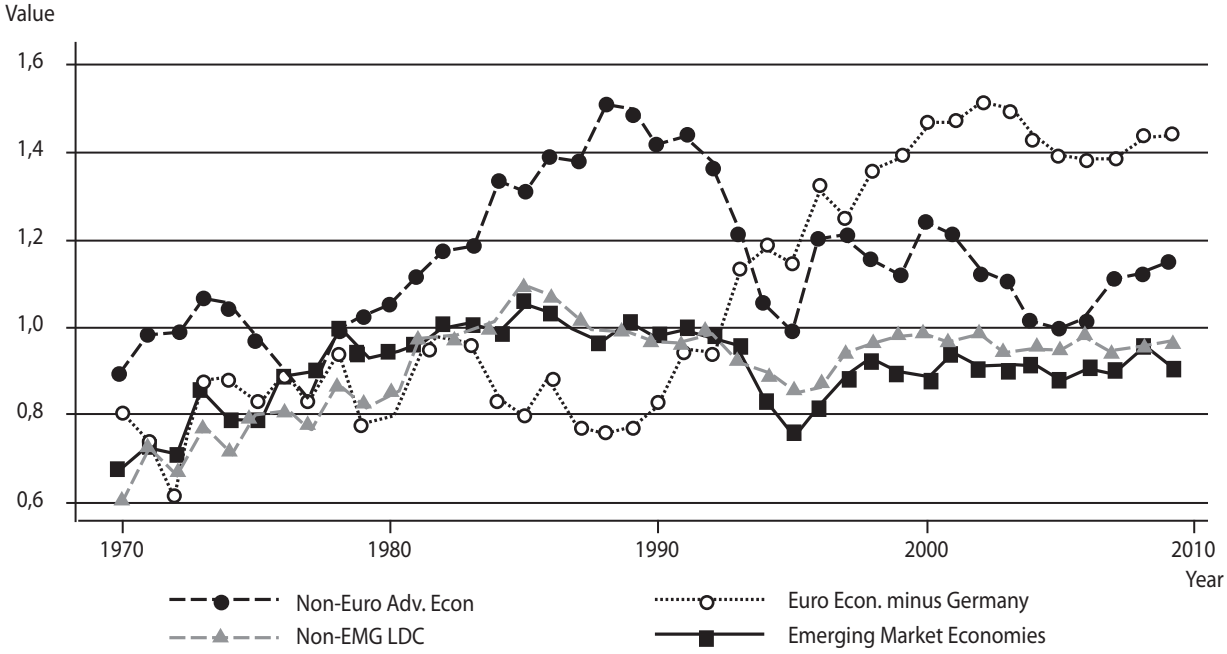
Джерело: сформовано автором

Як бачимо, залежно від інтенсивності розвитку країни і, відповідно, її фінансового ринку залежить пріоритетність фінансової інтеграції як мети розвитку країни. Чим вище рівень розвитку, тим переважне забезпечення належить фінансовій інтеграції.

Використовуючи ці індекси, обчислюється рівень відносної розбіжності (рис. 4) за формулою (1):

$$d_{it} = \sqrt{(MI_r_{it} - 1)^2 + (ERS_r_{it} - 1)^2 + (KAOPEN_r_{it} - 1)^2}. \quad (1)$$

Можемо зробити кілька цікавих висновків. За останні два десятиліття країни з розвиненою економікою, як правило, мають дві комбінації відмінних політик із тяжінням до фінансової інтеграції. У країнах, що належать до Єврозони, наприкінці 90-х років відбулась диференціація між показниками трилеми, позбувшись власної монетарної політики, повністю фінансово відкрившись, прийшовши до стабільного обмінного курсу з єдиною монетарною політикою ЄЦБ. У той же час група країн єврозони має найвищий рівень політики розбіжності між групами країн (вибір на користь високого ступеня стабільності обмінного курсу та фінансової інтеграції), за яким слідує група країн, що не входять до єврозони. Вони демонструють вищу волатильність. Однак починаючи з 2000-х років стабільність обмінного курсу утримується на середньому рівні, тобто країни частково зберегли монетарну незалежність. Країни з розвиненою економікою роблять вибір на користь більшої фінансової незалежності та фінансової інтеграції. Країни з високим рівнем доходу мають розходження у комбінації типу політики. Група країн з ринком, що формується, мають низьку розбіжність в останні два десятиліття, характеризуються значною волатильністю та обирають іншу макроекономічну політику. Ці країни зберегли вищий ступінь монетарної незалежності, не були фінансово відкритими, для них характерна певна волатильність обмінного курсу. За роки кризи 1982 р. (боргова криза), 1997–1998 рр. (азійська фінансова криза) і 2008–2009 (глобальна фінансова криза), політика конвергенції компонент має тенденцію до зростання.



Note: «Euro economies» include Austria, Beligium, France, Italy, Netherlands, Finland, Greece, Ireland, Portugal and Spain

Рис. 4. Рівень розбіжності (дисперсії) вибору тріади політики в розрізі груп країн

З огляду на розмір накопичених глобальних фінансових активів, наслідки навіть від невеликої зміни міжнародних потоків капіталу на макроекономічну стабільність окремої країни можуть бути надзвичайно великими. Як правило, такі потоки безпосередньо залежать від глобального фінансового циклу, в рамках якого фактори просування в розвинених країнах, в яких перебувають основні постачальники міжнародних кредитів, справлятимуть помітніший вплив, ніж фактори тяжіння в окремій країні (тобто попит на кредити в тій чи іншій країні) [10]. Глобальний фінансовий цикл потоків капіталу, цін активів і зростання обсягів кредитування корелюється з оцінкою рівня невизначеності і неприйняття ризиків. Обсяг транскордонного кредитування / запозичень визначається розвитком подій у тих країнах, де розташовані великі фінансові установи, що спрямовують такі кредитні ресурси та які впливають на кредитне плече глобальних банків і потоки кредитів у міжнародній фінансовій системі.

Дійсно, майже всі масштабні хвилі припливу капіталу до країн, що розвиваються, з кінця 1970-х років були викликані політикою грошової експансії в розвинених країнах [11] і посилені кредитними циклами глобальних банків [12]. Водночас на ці хвилі впливало також сприйняття ризиків на фінансових ринках розвинених країн. Як правило, хвилі йшли на спад після жорсткої грошово-кредитної політики в країнах – емітентах резервних валют. Ця закономірність знову спостерігалася після глобальної фінансової кризи.

Низка епізодів фінансової напруженості та відновлення довіри в розвинених країнах, незважаючи на триваюче пом'якшення грошово-кредитної політики, може служити поясненням скорочення припливу капіталу до країн, що розвиваються, в середині 2011 р. і його подальшого відновлення рік потому. Крім того, у зв'язку з передбачуваними змінами в грошово-кредитній політиці Сполучених Штатів значно змінилося сприйняття ризиків, що відбилося на підвищенні волатильності потоків капіталу в країни, що розвиваються. Як правило, міжнародні потоки капіталу формують у приймаючих країнах фінансовий цикл. Приплив капіталу призводить до збільшення обсягу кредитування національних банків, скорочення спредів у процентних ставках, підвищення цін національних активів і зростання обмінного курсу. Це забезпечує додатковий стимул для розширення внутрішнього кредитування, оскільки зростання економіки прискорюється, а підвищення вартості активів (формально) покращує платоспроможність позичальників. З іншого боку, це стимулює також новий приплив капіталу, у тому числі у формі операцій «керрі-трейд»[1]. Однак такий приплив капіталу значно підвищу фінансову вразливість, а зростання заборгованості та погіршення стану рахунку поточних операцій у кінцевому підсумку спричинюють відтік капіталу і підвищують імовірність фінансової кризи.

Висновки. Фінансова інтеграція як складова глобалізації вимагає усунення бар'єрів на шляху потоків капіталу без обмеження його руху і валютних операцій, однак намагаючись розв'язати поточні економічні питання за допомогою прискорення лібералізації, уряди не достатньо уваги приділяли фундаментальним проблемам монетарної політики й економічного зростання. Фінансова інтеграція є безповоротнім вектором розвитку України. З використанням концепції недосяжної трилеми доведено неможливість одночасного досягнення трьох макроекономічних політик в одній державі. Однак аналіз трилеми доводить, що таргетувати потрібно не рівень інфляції, а процентні ставки, і метою діяльності ЦБ має бути забезпечення економічного зростання. В сьогоднішніх умовах доцільною є політика монетарного стимулювання зростання, а не підтримки непродуктивного грошового стиснення. Монетарна політика повинна сприяти економічному зростанню, а не служити засобом боротьби з інфляцією. Макроекономічна політика боротьби з інфляцією, спрямована на стиснення грошової маси та кредиту, робить систему менш стійкою до впливу зовнішніх шоків. Існують цілком обгрунтовані побоювання, що в сьогоднішній ситуації зниження інфляції за всяку ціну призведе до обмеження потенціалу економічного зростання.

ЛІТЕРАТУРА

1. Seahra F. A Cointegration Analysis Between Mercosur and International Stock Markas // Applied Economics Letters. 2001. Vol. 8. P. 475–478.

2. Климко Г. Н., Каніщенко Л. О., Пригода В. М. Основи економічної теорії: політекономічний аспект: підруч. для студ. екон. спец. вищ. закладів освіти. Київ: Знання-Прес, 2002. URL: http://enbv.narod.ru/text/Econom/polit/str/r032.html

3. Jean-Claude Trichet: Financial markets integration in Europe: the ECB's view. Speech by Mr Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, at the 9th European Financial Markets Convention Federation of European Securities Exchanges, Brussels, 26 May 2005 URL: http://www.bis.org/review/r050530c.pdf

4. Thorsten B., Levine R., Loayza N. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*. 2000a. № 46 (1). P. 31–47.

5. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*. 2000b. № 58 (1–2), October-November. P. 261–300.

6. Jappelli T., Pagano M. Financial market integration under EMU // Economic Papers 312. University of Naples Federico II, CSEF and CEPR First draft, 11 November 2007. Revised, 28 April 2008. March 2008. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12323_en.pdf

7. Poppery H., Mandilarasz A., Birdx G. Trilemma Stability and International Macroeco nomic Archetypes in Developing Economies, 2011. URL: http://www.fahs.surrey.ac.uk/economics/discussion_papers/2011/DP03-11.pdf

8. Aizenman J., Cheung Y.-W., Ito H. International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There No End to Hoarding? // NBER Working Paper. 2014. № 20386. URL: http://www.nber.org/papers/w20386.pdf

9. Nishiotis G.P. Investment barriers and international asset pricing: Evidence from closed-end country funds // Working paper, Tulane University, New Orleans, LA. 2002.

10. Rey H. The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. London: London Business School, CEPR, 2013.

11. Akyüz Y. The boom in capital flows to developing countries: Will it go bust again? *Eckonomitek*. 2012. Vol. 1. P. 63–96.

12. Bruno V., Shin H. Capital flows, cross-border banking and global liquidity. Griswold Center for Economic Policy Studies // Working paper № 237a, June 2013.

REFERENCES

Aizenman, J., Cheung, Y.-W., and Ito, H. «International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There No End to Hoarding?« NBER Working Paper. 2014. № 20386. http://www.nber.org/papers/w20386.pdf

Akyuz, Y. «The boom in capital flows to developing countries: Will it go bust again?« *Eckonomitek* vol. 1 (2012): 63-96.

Beck, T., Levine, R., and Loayza, N. «Finance and the Sources of Growth« *Journal of Financial Economics*, no. 58(1-2), October-November (2000b): 261-300.

Bruno, V., and Shin, H. «Capital flows, cross-border banking and global liquidity. Griswold Center for Economic Policy Studies« *Working paper*, no. 237a, June (2013).

«Jean-Claude Trichet: Financial markets integration in Europe: the ECB's view. Speech by Mr Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, at the 9th European Financial Markets Convention Federation of European Securities Exchanges, Brussels, 26 May 2005« http://www.bis.org/review/r050530c.pdf

Jappelli, T., and Pagano, M. «Financial market integration under EMU« Economic Papers 312. University of Naples Federico II, CSEF and CEPR First draft, 11 November 2007. Revised, 28 April

[1] Операції «керрі-трейд» належать до потоків капіталів, що спрямовуються для отримання арбітражної прибутку на основі різниці в номінальних процентних ставках різних країн і в очікуванні зміцнення обмінного курсу в країні призначення.

2008. March 2008. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12323_en.pdf

Klymko, H. N., Kanishchenko, L. O., and Pryhoda, V. M. «Osnovy ekonomichnoi teorii: politekonomichnyi aspekt« [Basic economic theory: political economy aspect]. http://enbv.narod.ru/text/Econom/polit/str/r032.html

Nishiotis, G. P. «Investment barriers and international asset pricing: Evidence from closed-end country funds« In *Working paper* New Orleans, LA: Tulane University, 2002.

Poppery, H., Mandilarasz, A., and Birdx, G. «Trilemma Stability and International Macroeco nomic Archetypes in Developing Economies, 2011« http://www.fahs.surrey.ac.uk/economics/discussion_papers/2011/DP03-11.pdf

Rey, H. *The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence* London: London Business School, CEPR, 2013.

Seahra, F. «A Cointegration Analysis Between Mercosur and International Stock Markas« *Applied Economics Letters* vol. 8 (2001): 475-478.

Thorsten, B., Levine, R., and Loayza, N. «Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes« *Journal of Monetary Economics*, no. 46(1) (2000a): 31-47.