



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.05.072>  
УДК 339.72:336.711

**Є.О. БУБЛИК**, канд. екон. наук, с. н. с.,  
с. н. с. відділу грошово-кредитних відносин,  
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»,  
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна,  
e-mail: bubl13@gmail.com,  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6080-9341>

## **ЗМІНА МОНЕТАРНИХ ПОЛІТИК ЦЕНТРОБАНКІВ ПРОВІДНИХ КРАЇН ТА ЇХ НАСЛІДКИ ДЛЯ КРАЇН З РИНКАМИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ<sup>1</sup>**

---

*Досліджено особливості трансмісії чинників фінансової нестабільності для економік, що розвиваються, під впливом проявів згортання нетрадиційної монетарної політики в країнах економічного ядра. Виявлено ознаки посилення волатильності значних обсягів потоків капіталу та загрози їх відпливу з ринків економік, що розвиваються. Узагальнено перспективні напрями посилення інституційної спроможності монетарних регуляторів країн з ринками, що розвиваються, через розвиток політик макропруденційного та валютного регулювання, а також комунікаційної політики.*

**Ключові слова:** фінансовий сектор; міжнародні потоки капіталу; макропруденційна політика; прями та портфельні інвестиції; комунікаційна політика.

---

Економічна лібералізація, якою відзначилися два десятиліття напередодні глобальної фінансової кризи (ГФК) 2008 р., крім лібералізації торгівлі та безперешкодного руху капіталу заклала основи ще одного процесу, значення якого проявилось дещо пізніше. У цей період на розвиток фінансових секторів низки економік чинили істотний вплив глобалізаційний і ще більшою мірою регіонально-інтеграційний тренди останніх десятиліть, що спонукали до фінансової відкритості. Під впливом цих трендів у багатьох країнах, зокрема в Східноєвропейському регіоні, сформувалася тенденція до посилення ролі банківського ринку із зростанням обсягів припливу іноземного

---

<sup>1</sup> Статтю підготовлено в рамках планової НДР відділу грошово-кредитних відносин ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» «Індустрія фінансових послуг в умовах «нової реальності»» (№ держреєстрації 0118U003065).

Ц и т у в а н н я: Бублик Є.О. Зміна монетарних політик центробанків провідних країн та їх наслідки для країн з ринками, що розвиваються. *Економіка України*. 2020. № 5. С. 72—84. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.05.072>

капіталу. Цей процес зумовив особливості та ефективність національних монетарних політик і помітним чином проявився під час реалізації та згортання «нетрадиційних» монетарних політик.

Визначення особливостей становлення і прояву залежності національних монетарних політик від монетарних політик провідних країн світу під впливом згортання «нетрадиційної» монетарної політики привертає дедалі більше уваги дослідників. Можна виокремити праці Дж. Азейнмана [1], М. Фрегчера [2], С. Бхатарі [3], в яких дослідники аналізують вплив зміни політик у країнах економічного ядра на малі відкриті економіки, а також доробки Г. Габріша [4], Г. Рей [5], М. Дабровські [6], С. Каркуру [7] та інших, у яких автори характеризують монетарну незалежність економік, що розвиваються. Помітний внесок у дослідження питань впливу монетарних політик провідних країн на малі відкриті економіки зробили і вітчизняні науковці: М. Зверяков [8], С. Кораблін [9], В. Козюк [10] та інші. Водночас питання визначення умов і заходів посилення інституційної спроможності монетарних регуляторів для забезпечення сталого розвитку потребує більшої уваги.

Отже, **мета статті** — узагальнити чинники та можливі прояви фінансової нестабільності для регуляторів економік, що розвиваються, внаслідок зміни монетарної політики в країнах економічного ядра.

Зростаючі обсяги та волатильність руху міжнародних потоків капіталів (МПК) істотно поглибили вплив монетарних політик розвинутих країн як головних трансмітерів капіталу на монетарне регулювання в малих відкритих економіках. Такий зв'язок є одним з характерних проявів взаємовідносин між країнами економічного ядра і країнами залежного капіталізму [8, с. 10—11], зумовленим, зокрема, підвищенням рівня їх фінансової відкритості. Внаслідок зростання обсягів транскордонних МПК напередодні ГФК і проведення політики фінансової лібералізації національні монетарні політики країн, що розвиваються, почали втрачати ефективність через звуження оперативного поля [5]. Додатковий вплив на малі відкриті економіки ЦСЄ мав екзогенний характер фінансування їх банківських ринків, що також суттєво знизило вплив монетарних інструментів їх національних регуляторів і зумовило послаблення монетарної незалежності.

Помітно обмежена інституційна спроможність малих відкритих економік ЦСЄ проявилася за перших ознак згортання «нетрадиційної» монетарної політики [11]. Головним провідником на даному етапі виступили США. З початку XXI ст. американська економіка пережила дві масштабні кризи, які продемонстрували глобальний характер фінансових явищ і процесів у країнах економічного ядра. Фондова криза 2000—2002 рр., пов'язана з «дот-комами», і ще значніше глобальна фінансова криза вплинули на макроекономічні показники як США, так і більшості країн світу, відкритих для потоків капіталу. При цьому, якщо під час першої кризи ФРС США застосовувала традиційні монетарні інструменти, то нові масштаби фінансових втрат і потрапляння в «пастку ліквідності» під час ГФК спонукали до використання і нових заходів монетарної політики. Останні й визначили глобальний характер наслідків як американської кризи, так, відповідно, і її монетарної політики. Перелік нових заходів, що дістав загальнопоширені назви «нова»,

«нетрадиційна» монетарна політика або «політика кількісного пом'якшення», включав низку інструментів. Зміст такої політики полягав у збільшенні пропозиції грошей з розрахунку, що гроші, які вливаються в банківську систему, витратяться на кредитування економіки, що позитивно вплине на виробництво і зменшить рівень безробіття. Основним механізмом став викуп казначейських та іпотечних облігацій з фінансових ринків.

Відповідно до зазначених підходів, керівництво ФРС США реалізувало програму кількісного пом'якшення загальним обсягом близько 4 трлн. дол., яка проводилася в три етапи: листопад 2008 р. — грудень 2009 р. (підтримка великих корпорацій та банків — 1,7 трлн. дол.); листопад 2010 р. — червень 2011 р. (підтримка ліквідності фінансових установ та ділової активності — 900 млрд. дол.); вересень 2012 р. — жовтень 2014 р. (підтримка бізнес-активності з метою скорочення безробіття — 40—70 млрд. дол. на місяць) [12, с. 78]. Як наслідок, за період проведення політики кількісного пом'якшення баланс активів ФРС США збільшився майже в 5 разів [12, с. 79]. Необхідність її продовження визначалась ознаками стабілізації фінансової системи. Після США до цієї політики, з огляду на її дієвість, приєдналися Велика Британія, ЄС та Японія.

У жовтні 2014 р. ФРС США завершила використання цих інструментів, припинивши викуп нових активів, проте ще три роки вона підтримувала новий баланс активів, рефінансуючи їх [9, с. 130]. Лише в середині 2017 р., на фоні впевненого економічного піднесення, почався процес скорочення балансу і паралельно підвищення процентних ставок. Крім того, на ринки країн, що розвиваються, почали чинити вплив очікування згортання «нетрадиційної» монетарної політики, які сформувалися протягом 2013 р. Основні канали впливу «нетрадиційної» монетарної політики, як у вигляді її реальних заходів, так і очікувань, проявилися на ринках країн, що розвиваються, через ціновий канал, обмінний курс і канал МПК [2].

Ціновий канал діє через зміну ціни на фінансові активи та сировинні товари. Розгортання політики кількісного пом'якшення підтримало активність на фондових і товарних ринках і вплинуло на відносно швидке відновлення зростання цін на них. Позитивний тренд зростання цін на сировинні товари відновився у 2009 р. і вже у 2011 р. досяг докризового рівня, а за винятком енергоносіїв, навіть перевищив його. Водночас в умовах очікування згортання політики кількісного пом'якшення з 2013 р. вони почали знижуватись і до кінця 2016 р. скоротилися до 90% від рівня 2009 р.<sup>2</sup> Подібну тенденцію продемонстрували і фондові ринки: з 2009 по 2013 р. зростання індексів на фондових ринках країн, що розвиваються, становило 70—80% [13]. Цьому посприяв приплив значних обсягів іноземного капіталу на ринки таких країн.

Далась взнаки і проциклічна складова: приплив іноземного капіталу через валютно-курсовий канал почав тиснути на платіжний баланс, розширюючи можливості імпорту та обмежуючи прибутковість експорту. Протягом 2012—2013 рр., у період активізації МПК, номінальні курси національних валют країн, що розвиваються, зокрема Індонезії, Бразилії, ПАР, зміцнилися на 10—20% [14, с. 89]. Протилежну тенденцію сформувало очікування згор-

<sup>2</sup> External Sector Report. — Ch. 1 / IMF, July 2019 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/Publications/>

тання нетрадиційної монетарної політики. Протягом 2013—2014 рр. номінальний курс цих же країн знизився на 12—18% [14, с. 90].

Вагомим виявився і безпосередній вплив через канал МПК. Пожорсткішання монетарної політики ФРС США спричинило підвищення дохідності американських активів і тим самим спонукало інвесторів виходити з активів менш надійних економік, ринків сировинних товарів та нерухомості, які в попередні роки виступали безпечними гаванями для капіталу, що рятувався від посткризової невизначеності. Починаючи з другого етапу кількісного пом'якшення, емітований капітал став локалізуватися на ринках країн, що розвиваються. Якщо у 2007 р., напередодні кризи, щорічний рівень припливу портфельних інвестицій в країни, що розвиваються, становив близько 98,3 млрд. дол., то у 2010 р. — вже 184,5 млрд., а у 2012 р. — 230 млрд. дол.<sup>3</sup>

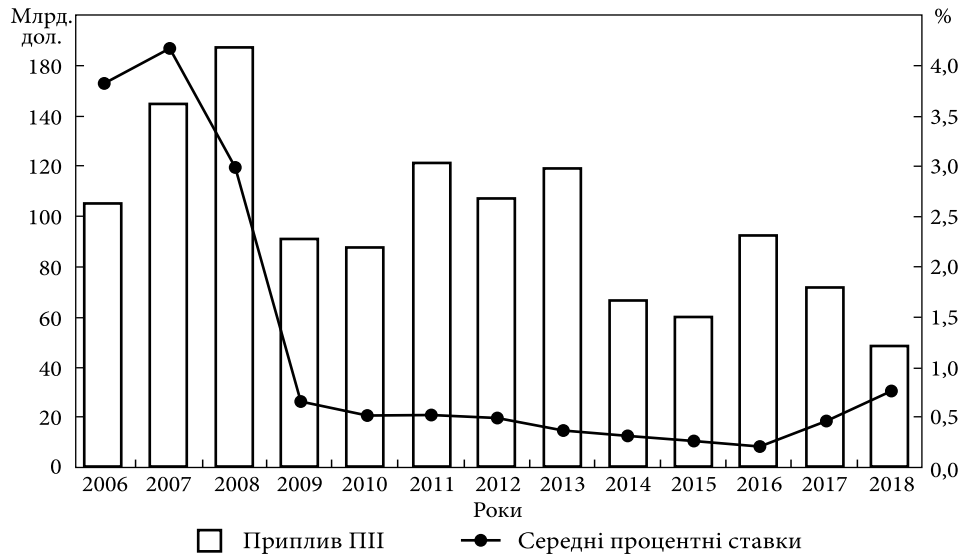
Цікаво відзначити, що на початковому етапі «нетрадиційної» монетарної політики в країнах економічного ядра, яка супроводжувалася запровадженням нульових процентних ставок у США (0,25% з 16 січня 2009 р.), провідних країнах ЄС (1% з 10 травня 2009 р.), Японії (0,1% з 10 грудня 2008 р.), Великій Британії (0,5% з травня 2009 р.), більш високі процентні ставки в країнах, що розвиваються, зумовили лише тимчасове пожвавлення припливу до них іноземного капіталу в період 2011—2013 рр. Водночас розмови про можливе підвищення ставок у 2014 р. започаткували протилежний тренд<sup>4</sup>, який посилювався з фактичним початком підвищення процентної ставки ФРС у 2016 р. Того року обсяги припливу іноземного капіталу в країни, що розвиваються, впали з 5—8% відносно світового ВВП, які мали місце протягом 2012—2014 рр., до 1—3% у 2016—2018 рр. [15, р. 9]. Зменшення обсягів припливу капіталу до країн з ринками, що розвиваються, є доволі помітним на тлі підвищення облікових ставок у країнах економічного ядра (рис. 1).

На рис. 1 графічно порівняно динаміку припливу ПІІ в країни, що розвиваються (ЄС та Центральна Азія, за винятком економік з високим рівнем доходу за методикою Світового банку), та усереднених процентних ставок ФРС, ЄЦБ, Банку Англії та Японії. Помітно, що рух ПІІ до країн, що розвиваються, в умовах «обвалу» процентних ставок у провідних економіках активізувався з лагом у два роки і змінив напрям щойно поширилися чутки про згортання кількісного пом'якшення. При цьому рух МПК на етапі згортання «нетрадиційної» монетарної політики стало прогнозувати набагато складніше, оскільки він серйозно відхилився від реальних економічних процесів і значною мірою перейшов у короткострокові волатильні потоки, які здебільшого залежать не від макроекономічних, а від поведінкових факторів і ринкових очікувань.

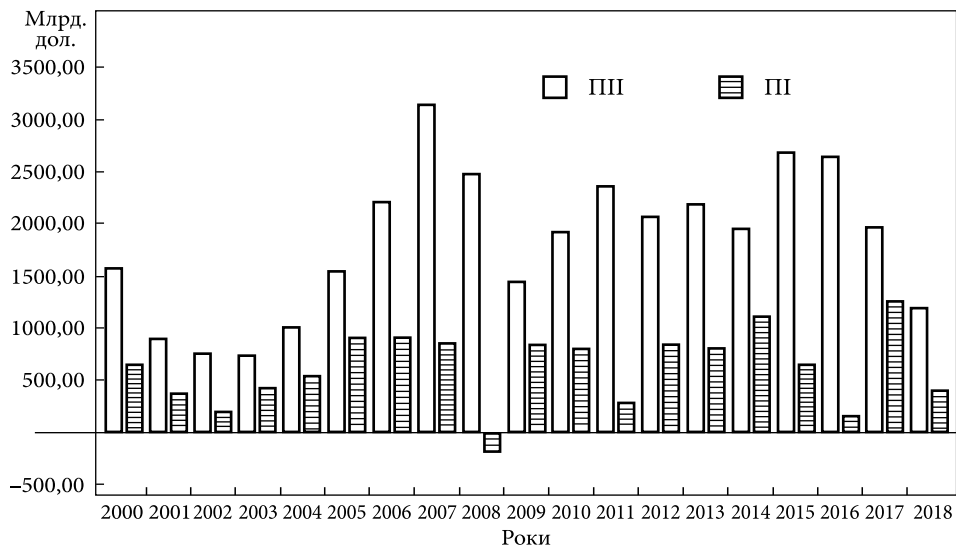
Ознакою дисбалансів на світових фінансових ринках слід вважати те, що вивільнення великого обсягу капіталу в процесі кількісного пом'якшення (понад 4,5 трлн. дол.) не спричинило його направлення в реальний сектор економіки через інвестиційні інструменти. Вільний капітал зосередився в основному на ринках фінансових активів та капіталу. Такий висновок під-

<sup>3</sup> World Economic Outlook Database / IMF, October 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>

<sup>4</sup> External Sector Report. — Ch. 1 / IMF, July 2019 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.imf.org/Publications/>



**Рис. 1.** Динаміка середніх процентних ставок у США, Великій Британії, Євросоні, Японії та приплив ПІІ в країни, що розвиваються, у 2006—2018 рр.  
*Джерело:* тут і на рис. 2 складено автором за: WorldbankData [Електронний ресурс]. — Режим доступу : worldbank.org/



**Рис. 2.** Світові обсяги припливу ПІІ та ПІ у 2000—2018 рр.

тверджує і статистика припливу обсягів портфельних інвестицій (ПІ) та прямих іноземних інвестицій (ПІІ) у світовому вимірі, яка демонструє високу волатильність цих потоків (рис. 2).

Річні обсяги коливання ПІ на інтервалі від 0,3 до 1,3 та ПІІ на інтервалі від 1,2 до 2,2 трлн. дол. протягом останніх років говорять як про високий потенціал їх волатильності, так і про зниження стабільності цих інструментів. При цьому зростання обсягів ПІІ також відображає підвищення потенціалу

волатильності, оскільки, за нещодавнім дослідженням фахівців МВФ, понад 37% ПШ не мають реального економічного наповнення, тобто є фіктивними [16]. За висновком авторів цього дослідження, такі інвестиції не втілюють реальних економічних процесів, а проходячи через фіктивні підприємства, являють собою транскордонні фінансові потоки великих ТНК, метою яких є мінімізація оподаткування та виведення фінансового капіталу в офшори. Як підтвердження цього, майже 50% таких інвестицій припадають на Люксембург і Нідерланди і ще 35% — на вісім інших подібних юрисдикцій (Гонконг, Сінгапур, Віргінські, Бермудські та Кайманові острови тощо).

Такий розподіл структури світового капіталу засвідчує зростання потенціалу його волатильності, отже, потенціальної загрози для малих відкритих економік з боку раптових припливів і відпливів іноземного капіталу. Як виявили С. Бхатарі та його колеги, збільшення облікової ставки у США на одне стандартне відхилення 0,262<sup>5</sup> корелює з падінням фондових індексів у малих відкритих економіках на 0,5%, курсу національної валюти — на 0,15%, скорочення ВВП — на 0,14% і відпливу капіталу — на 0,1% від ВВП [3]. І найбільшою мірою, за їх висновками, такого впливу зазнають фінансово відкриті економіки.

Ідентифікація характеру зв'язку монетарної політики провідних країн та країн, що розвиваються, привертає дедалі більше уваги. Результати останніх досліджень дають підстави говорити про посилення залежності монетарної політики країн із слабкими фінансовими ринками і певну втрату монетарного суверенітету. На підставі ідентифікації річної зміни у чистих потоках іноземного капіталу в розмірі, що перевищує два стандартних відхилення від середнього обсягу протягом останніх 20 кварталів і триває не менше двох кварталів поспіль, Б. Айхенгрін і П. Гупта визначили, що у період 2003—2015 рр. на ринках країн, що розвиваються, трапилося 30 випадків раптового зупинення потоків капіталу порівняно з 16 випадками в період 1991—2003 рр. При цьому вони відзначають наявність короткострокового зв'язку вербальних сигналів про згортання нетрадиційної політики з раптовими зупиненнями капіталу, найбільш помітними у Чилі та Південній Кореї [17].

Водночас слід наголосити, що на етапі розгортання «нетрадиційної» монетарної політики в країнах економічного ядра помітного впливу від неї (зокрема, відпливу капіталу, девальваційного тиску та падіння фондових індексів) зазнали і розвинуті країни з потужними ринковими інститутами, тоді як на етапі згортання вплив на такі країни був набагато меншим [13]. Це можна пояснити перманентно високою привабливістю ринків саме розвинутих країн. Відтак, перспективи втрати капіталу для малих відкритих економік в умовах зростання прибутковості капіталу в розвинутих країнах виглядають достатньо однозначними.

Зростання потенціалу волатильності світових потоків капіталу зумовило зміцнення зворотного зв'язку між сигналами і регуляторними заходами провідних країн та макроекономічними показниками розвитку малих відкритих економік [1]. Про те, що монетарна політика таких країн є взаємозалежною, говорить і дослідження С. Каркуру та ін. [7], в якому зазначається, що зміни в монетарній політиці США помітно впливають на макропоказни-

<sup>5</sup> Таке відхилення приблизно відповідає одному кроку зміни процентної ставки ФРС — 0,25%.

ки і примушують реагувати центробанки Німеччини, Канади, Великої Британії тощо. Водночас і вербальні інтервенції ЄЦБ мали помітний вплив і на ринках США, особливо на вартість довгострокових інструментів.

Під вербальними інтервенціями слід розуміти заходи мовленнєвого впливу центральних банків на поведінку учасників ринку. До таких заходів відносяться виступи офіційних представників, публікації та інші види інформаційних повідомлень центрального банку, зроблені з метою формування кон'юнктури ринку та спонукання до відповідної поведінки його учасників [18, р. 94].

Потрібно звернути увагу на наявність високого рівня залежності динаміки монетарної політики країн, що розвиваються, від інформаційного впливу ендегенного та екзогенного походження. Останнім часом дослідження демонструють наявність для фінансово відкритих економік високої залежності від комунікаційної політики провідних країн [1]. При цьому потрібно зважати, що для малих відкритих економік вплив комунікаційної політики провідних країн може бути помітно вищим за внутрішню комунікаційну політику [19].

З огляду на потужний вплив МПК і монетарних політик на малі відкриті економіки, дедалі гостріше постає питання інституційної спроможності їх регуляторів. Навіть монетарна незалежність Народного банку Польщі, який демонструє відносно самостійну політику в складі ЄС, викликає дискусію, оскільки зміни монетарної політики Польщі один-в-один повторюють напрями політики ЄЦБ. Такий факт можна оцінювати як природний збіг економічних циклів або закономірну реакцію на політику ЄЦБ, проте є всі підстави і для ідентифікації ознак конвергенції монетарних політик [20, р. 520].

За таких умов в іншому ракурсі постає проблема монетарного регулювання, сформульована у вигляді «трилеми неможливості». Її актуалізація на посткризовому етапі відзначилася тим, що втрату монетарної незалежності для малих відкритих економік уже потрібно було розглядати не як перспективу, а як чинний фактор [5]. Спроби національних регуляторів малих відкритих економік в умовах «нетрадиційної» монетарної політики обмежити приплив іноземного капіталу лише за допомогою зниження процентної ставки, як це передбачає політика інфляційного таргетування, несуть загрозу можливого стимулювання внутрішнього перегріву економіки. Підвищення ж процентних ставок може посилити приплив іноземного капіталу.

Як наслідок, інтерпретація змісту «трилеми неможливості» зазнала змін. Замість прагнення до стабільного курсу, вільного руху капіталу або монетарної незалежності центробанки балансують свої інтереси в полі трикутника «трилеми» в системі «фінансова інтеграція — фінансова стабільність». Саме про це свідчать сучасні емпіричні дослідження. Зокрема, розробки Дж. Айзенмана та Х. Іто на підставі аналізу індексів «трилеми» відзначають конвергенцію різних цілей центробанків у країнах, що розвиваються, на проміжних рівнях: з керованою гнучкістю обмінного курсу, підкріпленою значними запасами міжнародних резервів, і варіативним ступенем монетарної незалежності та інтеграції [1].

На сучасному етапі суттєво змінився підхід до оцінки безальтернативності цілей «трилеми». На відміну від поширеної за часів неоліберального консенсусу думки про вільно плаваючий курс як інструмент саморегуляції, і за такого курсу є потреба в заходах контролю за МПК. Так, дослідження

Е. Фарі та І. Вернінга підтверджує тезу про те, що для фінансової системи малої відкритої економіки заходи контролю за МПК є бажаними навіть в умовах вільно плаваючого обмінного курсу, оскільки допомагають проводити контрциклічну політику й згладжувати сплески потоків капіталу [21].

Так само ставлять під сумнів гіпотезу «трилеми» щодо ролі вільно плаваючого валютного курсу результати дослідження Г. Бекаєрта і А. Меля [22], які стверджують, що країни, де діє фіксований режим валютного курсу, можуть досягти високого ступеня монетарної незалежності, тоді як країни з плаваючими режимами валютного курсу за активізації МПК втрачають монетарну незалежність, особливо, коли глобальна фінансова відкритість сягає високих показників і зростає волатильність МПК.

Недієвість процентних ставок змусила центробанки багатьох країн у періоди девальвації, які супроводжували розгортання ГФК 2008—2009 рр., а також другу її хвилю 2013—2014 рр., вдатися до масових валютних інтервенцій та обмежень. Отже, ідея нівелювання сплесків МПК через механізм вільного курсоутворення відійшла на другий план. Це підтверджують і висновки МВФ, згідно з якими режим вільного плавання реально відбувся лише в обмеженому переліку країн. Відтак, «трилема неможливості» втратила один свій елемент, а валютне регулювання актуалізувало свою необхідність, оскільки проведення ефективної монетарної політики стало можливим за умов обмеження впливу МПК на внутрішню фінансову систему<sup>6</sup>.

З огляду на це, можна зробити припущення, що рух малих відкритих економік до запровадження контролю за МПК посилюватиметься. Таке припущення підтверджують і зміни інституціонального погляду МВФ [23] та інших МФО на доцільність реалізації заходів контролю за рухом капіталу і адаптацію до них відповідних політик у рамках макропруденційного регулювання. Потенціал запровадження такої політики зумовлює посилення уваги до пруденційних функцій центробанків [10, с. 16].

Незважаючи на тривалий час, що минув після кризи, на міжнародному рівні висновки та рішення щодо реакції на посилений вплив монетарних політик розвинутих країн усе ще напрацьовуються. Проте аналіз впровадження нових практик монетарного регулювання на різних рівнях дозволяє зробити окремі припущення щодо подальших тенденцій формування монетарних політик у країнах. Очікувані тенденції певним чином уже проявляються через:

- ендогенізацію національних монетарних політик низки країн з малими відкритими економіками, спрямованих на обмеження впливу монетарних політик провідних країн;
- запровадження політик контролю за рухом МПК та їх впливу на національні фінансові системи;
- розширення функцій та повноважень регуляторів у рамках запровадження макропруденційного регулювання;
- пошук альтернативних шляхів посилення інституційної спроможності шляхом імплементації ІТ-новацій у сфері монетарного регулювання та комунікаційних політик.

<sup>6</sup> The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets // BIS Papers. — 2014. — № 78 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisppap78.htm>



Хоча монетарні політики більшості країн ЄС повторюють заходи ЄЦБ, ряд країн, зокрема Польща та Чехія, все-таки приділяють особливу увагу зміцненню монетарної незалежності й зберігають для цього певний потенціал [6]. Так само Угорщина і Румунія звертають увагу на посилення потенціалу монетарного регулювання, хоча ефективність їх монетарних політик поки що не дозволяє уникнути надмірної волатильності на фінансових ринках [4].

Потрібно зауважити, що ендогенізація національних монетарних політик у напрямі посилення дієвості внутрішніх монетарних важелів не має на увазі ізоляціонізм. Навпаки, ідеться про нову форму фінансової інтеграції через узгодження монетарних політик на міждержавному рівні [5]. Потреба в такому узгодженні походить з наявних емпіричних доказів взаємного впливу заходів монетарного регулювання країн економічного ядра. У протилежному випадку малі економіки і далі скаржитимуться на падіння ділової активності під час змін монетарної політики в провідних країнах.

Усвідомлення наявності помітного впливу монетарних політик передових економік і країн — торговельних партнерів України на макроекономічну ситуацію та, відповідно, її монетарну політику підтверджує нещодавня заява Голови НБУ<sup>7</sup>. Хоча монетарна політика України зберігає певний простір для маневру завдяки завищеній обліковій ставці, а НБУ тривалий час стерилізував ліквідність на внутрішніх фінансових ринках, загроза припливу значних обсягів іноземного капіталу лишається високою. Підтвердженням цьому слугують небезпечні тенденції. По-перше, наявність великого спреда з процентними ставками інших країн регіону, що відкриває перспективу припливу значних обсягів МПК в Україну. По-друге, політика фінансової лібералізації, яка суперечить сучасним тенденціям монетарного регулювання та сприяє трансмісії волатильних МПК і монетарних шоків. Ці висновки набувають ще більшої гостроти з огляду на приплив значних обсягів іноземного капіталу в Україну протягом 2018—2019 рр. через канал державних облігацій.

## ВИСНОВКИ

Найбільш очікуваними ефектами від згортання «нетрадиційної» монетарної політики для малих відкритих економік слід визнати активізацію руху міжнародних потоків капіталу з посиленням їх спекулятивного та волатильного характеру. За цих умов природною реакцією національних регуляторів стало посилення заходів контролю за МПК, що дістає свою підтримку і на наднаціональному рівні. Беручи до уваги вагому роль монетарної політики ФРС США та її можливий опосередкований вплив на Україну через фінансові ринки країн регіону, а також посилення залежності України від ЄС у рамках євроінтеграційного процесу, вітчизняним монетарним регуляторам потрібно також звернути першочергову увагу на можливі зміни в монетарній політиці ЄЦБ та інші виклики для монетарної політики в ЄС, наприклад, пов'язані з Brexit, оскільки вони матимуть безпосередній вплив на характер МПК у регіоні.

<sup>7</sup> Виступ Голови Національного банку Я. Смолія під час пресбрифінгу щодо рішень з монетарної політики / НБУ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://bank.gov.ua/ua/news/all/vistup-golovi-natsionalnogo-banku-yakova-smoliya-pid-chas-presbrifingu-schodorishen-z-monetarnoyi-politiki>

На національному рівні потрібно зважати на необхідність посилення інституційної спроможності державних регуляторів у фінансовій сфері реагувати на актуальні виклики зміни монетарних політик у розвинутих країнах і заздалегідь нівелювати негативні наслідки у вигляді раптових припливів та втечі МПК. Напрямами посилення інституційної спроможності регуляторів мають стати прискорення запровадження системи макропруденційного регулювання з імплементацією політики контролю за потоками капіталу, заходи з відновлення довіри до регулятора і вдосконалення комунікаційної політики, а також підвищення ролі валютного регулювання. Концептуалізація політики регуляторів у відповідь на загрози впливу нерегульованих МПК повинна передбачати можливість переорієнтації з політики лібералізації на побудову політики перманентного контролю фінансової відкритості з використанням сучасних підходів та інструментарію.

На сучасному етапі додатковим викликом для центробанків малих відкритих економік постає складно прогнозована реакція міжнародних потоків капіталу на монетарні заходи регуляторів провідних країн з огляду на перспективи гальмування економічної динаміки в умовах коронавірусної пандемії. Очікуваними наслідками додаткових емісійних програм порятунку слід вважати подальше зростання волатильності глобальних МПК, що є додатковим аргументом на користь розвитку політики їх контролю в малих відкритих економіках.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. *Aizenman J., Binici M., Hutchison M.* The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets // VOX. — 2014. — April 4 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://voxeu.org/article/transmission-fed-tapering-news-emerging-markets>
2. *Fratzcher M., Duca L., Straub R.* On the International Spillovers of US Monetary Easing / ECB // Working Paper. — 2013. — No. 1557 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1557.pdf>
3. *Bhattarai S., Chatterjee A., Park W.* US Monetary Policy Spillovers // Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper. — 2017. — July. — No. 17 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3011843](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3011843)
4. *Gabrisch H.* Monetary policy independence reconsidered: evidence from six non-euro members of the European Union // *Empirica*. — 2017. — Iss. 44. — P. 567—584.
5. *Rey H.* Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence // National Bureau of Economic Research. — 2015. — No. 21162 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nber.org/papers/w21162.pdf>
6. *Dąbrowski M., Papież M., Śmiech S.* Monetary Independence of Central and Eastern European Economies with Flexible Exchange Rate Regimes // *Eastern European Economics*. — 2019. — Iss. 57. — No. 4. — P. 295—316.
7. *Curcuro S., Kamin S., Li C., Rodriguez M.* International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2018. — August. — No. 1234 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1234.pdf>
8. *Зверяков М.І.* Глобалізація і деіндустріалізація: зміст, суперечності та способи їх розв'язання // *Економіка України*. — 2017. — № 11. — С. 3—16.
9. *Кораблін С.О.* Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків : моногр. / НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». — К., 2017. — 308 с.
10. *Козюк В.* Незалежність центральних банків у сировинних економіках // *Вісник Національного банку України*. — 2016. — № 235. — С. 6—25.

11. *Chen J., Mancini-Griffoli T., Sahay R.* Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? // *International Monetary Fund*, 2014. — WP/14/240 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14240.pdf>
12. Брус С.І., Бублик Є.О. Політика кількісного пом'якшення у США та ЄС: особливості, ризики, перспективи // *Економіка України*. — 2016. — № 2. — С. 76—95.
13. *Borrallo F., Hernando I., Valles J.* The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America. *International Spillovers of Monetary Policy* // *New Economic Papers*, 2016 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://econpapers.repec.org/paper/bdewpaper/1606.htm>
14. *Головнин М.* Внешние эффекты денежно-кредитной политики США // *Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право*. — 2018. — Т. 11. — № 2. — С. 82—99.
15. *Clark J. et al.* Emerging market capital flows and US monetary policy // *International Finance*. — 2020. — Vol. 23. — No. 1. — P. 2—17.
16. *Damgaard J., Elkjaer T., Johannesen N.* The rise of phantom investments // *Finance & Development*. — 2019. — Vol. 56. — No. 3 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/09/the-rise-of-phantom-FDI-in-tax-havens-damgaard.htm>
17. *Eichengreen B., Gupta P.* Managing sudden stops / *The World Bank*, 2016 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://voxeu.org/article/managing-sudden-stops>
18. *Anufriieva K., Shapoval Y.* Verbal interventions of the National Bank of Ukraine: The impact of exchange rate // *Journal of International Studies*. — 2019. — Vol. 12. — No. 3. — P. 92—108.
19. *Shapoval Y., Anufriieva K., Brus S., Bubyk Y.* Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine // *Banks and Bank Systems*. — 2019. — No. 14 (2). — P. 106—119.
20. *Goczek Ł., Mycielska D.* Actual monetary policy independence in a small open economy: the Polish perspective // *Empirical Economics*. — 2019. — Vol. 56. — No. 2. — P. 499—522.
21. *Farhi E., Werning I.* Dilemma not trilemma? Capital controls and exchangerates with volatile capital flows // *IMF Economic Review*. — 2014. — No. 62. — P. 569—605.
22. *Bekaert G., Mehli A.* On the global financial market integration «Swoosh» and the Trilemma // *NBER Working Papers*. — 2017. — No. 23124 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/23124.html>
23. *Blanchard O., Hagan S., Towari S., Vinals J.* The liberalization and management of capital flows: an institutional view / *IMF*, November, 2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

Стаття надійшла 04.03.2020

## REFERENCES

1. Aizenman J., Binici M., Hutchison M. The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets. *VOX*, April 4, 2014, available at: <https://voxeu.org/article/transmission-fed-tapering-news-emerging-markets>
2. Fratzcher M., Duca L., Straub R. On the International Spillovers of US Monetary Easing. *Working Paper*, ECB, No. 1557, 2013, available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1557.pdf>
3. Bhattarai S., Chatterjee A., Park W. US Monetary Policy Spillovers. *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper*, No. 17, July, 2017, available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3011843](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3011843)
4. Gabrisch H. Monetary policy independence reconsidered: evidence from six non-euro members of the European Union. *Empirica*, Iss. 44, 2017, pp. 567—584.
5. Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research*, No. 21162, 2015, available at: <https://www.nber.org/papers/w21162.pdf>
6. Dąbrowski M., Papież M., Śmiech S. Monetary Independence of Central and Eastern European Economies with Flexible Exchange Rate Regimes. *Eastern European Economics*, Iss. 57, No. 4, 2019, pp. 295—316.
7. Curcuru S., Kamin S., Li C., Rodriguez M. International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing. *Board of Governors of the Federal Reserve*

- System International Finance Discussion Papers*, No. 1234, August, 2018, available at: <https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1234.pdf>
8. Zveryakov M. Globalization and deindustrialization: content, contradictions and ways to solve them. *Economy of Ukraine*, No. 11, 2017, pp. 3—16 [in Ukrainian].
  9. Korablin S. Macroeconomic Dynamics of Ukraine: The Trap of Commodity Markets. NAS of Ukraine, Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine. Kyiv, 2017 [in Ukrainian].
  10. Koziuk V. Independence of central banks in commodity economies. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, No. 235, 2016, pp. 6—25 [in Ukrainian].
  11. Chen J., Mancini-Griffoli T., Sahay R. Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? International Monetary Fund, WP/14/240, 2014, available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14240.pdf>
  12. Brus S., Bublyk Ie. The quantitative easing policy in the USA and EU: specific features, risks, and prospects. *Economy of Ukraine*, No. 2, 2016, pp. 76—95 [in Ukrainian].
  13. Borralo F., Hernando I., Valles J. The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America. International Spillovers of Monetary Policy. *New Economic Papers*, 2016, available at: <https://econpapers.repec.org/paper/bdewpaper/1606.htm>
  14. Golovnin M. External effects of US monetary policy. *Outlines of global transformations: politics, economics, law*, Vol. 11, No. 2, 2018, pp. 82—99 [in Russian].
  15. Clark J. et al. Emerging market capital flows and US monetary policy. *International Finance*, Vol. 23, No. 1, 2020, pp. 2—17.
  16. Damgaard J., Elkjaer T., Johannesen N. The rise of phantom investments. *Finance & Development*, Vol. 56, No. 3, 2019, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/09/the-rise-of-phantom-FDI-in-tax-havens-damgaard.htm>
  17. Eichengreen B., Gupta P. Managing sudden stops. The World Bank, 2016, available at: <https://voxeu.org/article/managing-sudden-stops>
  18. Anufriieva K., Shapoval Y. Verbal interventions of the National Bank of Ukraine: The impact of exchange rate. *Journal of International Studies*, Vol. 12, No. 3, 2019, pp. 92—108.
  19. Shapoval Y., Anufriieva K., Brus S., Bublyk Y. Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine. *Banks and Bank Systems*, No. 14 (2), 2019, pp. 106—119.
  20. Goczek Ł., Mycielska D. Actual monetary policy independence in a small open economy: the Polish perspective. *Empirical Economics*, Vol. 56, No. 2, 2019, pp. 499—522.
  21. Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchangerates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*, No. 62, 2014, pp. 569—605.
  22. Bekaert G., Mehli A. On the global financial market integration «Swoosh» and the Trilemma. *NBER Working Papers*, No. 23124, 2017, available at: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/23124.html>
  23. Blanchard O., Hagan S., Towari S., Vinals J. The liberalization and management of capital flows: an institutional view. IMF, November, 2012, available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

Received on March 4, 2020

*Yevhen Bublyk*, PhD (Econ.), Senior Researcher,  
Senior Researcher of the Department of Monetary Relations,  
Institute for Economics and Forecasting,  
26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

#### CHANGING MONETARY POLICIES OF CENTRAL BANKS OF LEADING COUNTRIES AND THEIR IMPLICATIONS FOR EMERGING MARKET COUNTRIES

The article examines the peculiarities of the financial instability factors transmission for developing economies under the influence of the manifestations of the collapse of non-traditional monetary policy in the countries of the economic core. It is noted that such influence is manifested in emerging markets even at the stage of expectations through official announcements.

The main factors of negative impact transmission are the increase in FDI volatility and falling prices in commodity markets.

During the quantitative easing phase, small open economies have accumulated significant amounts of liquidity in the form of portfolio and foreign direct investment. Under the influence of the expected increase in interest rates in the countries of the economic core, the threat of capital outflows from emerging markets is growing. At this stage, the movement of capital flows is much more difficult to predict, as it is largely determined by short-term instruments, behavioral factors and market expectations. In these conditions, the issue of strengthening the institutional capacity of monetary regulators of small open economies to respond adequately to rapid changes in processes becomes especially relevant.

While avoiding excessive restrictions on financial and trade openness, regulators should focus on the development of macroprudential and monetary regulation policies, as well as communication policies. Modern tools of macroprudential regulation open up prospects for strengthening the prudential function of regulators with a focus on identifying systemic risk factors and harmonizing policies to prevent them. The development of currency regulation as a necessary mechanism for restricting the pro-cyclical movement of international capital deserves special attention. For Ukraine, the need to modernize approaches to financial openness is also due to the high risks of pro-cyclical impact of international capital flows given the uncertainty of interest rate prospects. Under such conditions, the policy of financial liberalization contradicts current trends in monetary regulation and facilitates the transmission of volatile ICFs and monetary shocks.

**Keywords:** *financial sector; international capital flows; macroprudential policy; direct and portfolio investments; communication policy.*