

**Валерія Корнівська**

## **ЛІКВІДНІСТЬ У ТЕРМІНАХ ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ: ПОСТКРИЗОВІ ОРІЄНТИРИ РОЗВИТКУ**

*Подано результати дослідження фінансово-інституційного змісту ліквідності як феномену, що має сумісно-розділену природу і являє собою єдність структурно-функціональних форм ліквідності як здатності – інструмента – інституту і ліквідності як здатності до обміну і до збереження вартості. Охарактеризовано сучасну кризу в контексті порушення балансу між структурно-функціональними формами ліквідності; доведено вплив фінансового посередництва на ці процеси через перевагу ліквідності та домінування короткострокових ефектів як основної цілі операційної активності на фінансових ринках. Показано головні чинники, що зумовили трансформації змісту ліквідності, якими є розвиток процесів глобалізації та надлишок ліквідних ресурсів у світовому фінансовому просторі. Доведено, що для збереження балансу між структурно-функціональними формами ліквідності контркризова трансформація фінансових відносин має бути спрямована на створення замкнених просторів циркуляції ліквідності. У цьому контексті ефективним є збереження й удосконалення існуючих монетарних суверенітетів і реалізація довгострокової парадигми національного розвитку на основі впровадження довгострокових інвестиційних проектів у реальному секторі економіки з обмеженням впливу на ці процеси системи фінансового посередництва.*

*Ключові слова:* ліквідність як здатність – інструмент – інститут, ліквідність як здатність до обміну і здатність до збереження вартості, фінансова криза, замкнені простори циркуляції ліквідності.

*JEL:* B22; E44.

Сучасна фінансово-економічна криза поставила перед науковцями багато питань про сутність і головні причини глобальної нестабільності. Серед основних дисбалансів, що зумовили кризові тенденції, називають надактивний розвиток споживання у кредит, фінансові інновації та, зокрема, сек'юритизацію в умовах трансформацій у системі ризикової складової операційної активності та істотних зрушень поведінкового характеру.

Які саме чинники стали першопричиною і створили умови для розвитку кризової вирви, сьогодні складно відповісти, адже практично одночасно розвивалися глобалізація, лібералізація європейського фінансового простору, що стала підґрунтям для лібералізації світового фінансового простору, впроваджувалася соціально спрямована політика, що потребувала розвитку ринку споживчого кредитування і т. д. Указані чинники переплелися і посилили дію один одного, створивши складно-структуровану мозаїку кризових передумов.

Виявивши системні суперечності, що призвели до біфуркаційного стану, дослідники доводять, що взаємозумовлені трансформації політич-

---

*Корнівська Валерія Олегівна (vkornivska@ukr.net), канд. екон. наук, старший науковий співробітник відділу економічної теорії ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України".*

ної, економічної та соціоінституційної сфер на тлі психологічних змін особистості спричинили зрушення в системі фінансово-економічних відносин у глобальному середовищі, які і стали підґрунтям для розвитку загально-системної нестабільності. Особливе місце серед причин сучасної кризи посідають фінансово-інституційні феномени, що зумовили трансформації в системі глобальних фінансових відносин, зокрема, це стосується так званої *ілюзії ліквідності*, що полягала у спотворенні розуміння феномену ліквідності, трансформації його змісту в системі фінансової взаємодії.

Термін "ілюзія ліквідності" введено в науковий обіг дослідницею Лондонського міського університету А.Несветайловою 2010 року. Аналізуючи сутність передкризових фінансових інновацій, вона виявляє їх головний зміст, який полягає в масовому перетворенні неліквідних активів на ліквідні (2010), що стало передумовою формування хибних орієнтирів і стимулів на фінансових ринках.

Поняття ліквідності використовують у сучасній економічній науці, здебільшого, як показник фінансового аналізу, що характеризує здатність інвестора в будь-який момент продати актив за певною номінальною ціною з коротким повідомленням і за мінімальних витрат (Миллер, Ван-Хуз, 2000. С. С-9). Ліквідність – це також можливість використання активу як засобу платежу і здатність активу зберігати свою номінальну вартість незмінною (Долан, 1991. С. 30). У радянській науковій практиці під ліквідністю розуміли мобільність активів підприємств, фірм або банків у капіталістичних країнах, що забезпечує фактичну можливість (здатність) безперебійно і своєчасно сплачувати всі зобов'язання і законні грошові вимоги (Економічна енциклопедія, 1975. С. 354). Отже, ліквідність – це, перш за все, здатність активу бути реалізованим, вона залежить як від ендогенних чинників – умов емісії фінансового інструмента, так і від екзогенних – короткострокових і довгострокових трендів руху фінансових ринків, що в сукупності обумовлюють співвідношення ризиків і прибутків від володіння фінансовим активом і, таким чином, його ліквідність.

Для сучасних теоретичних і емпіричних підходів характерним є розширення змісту поняття "ліквідність", подання її як здатності фінансових ринків або загальної величини ліквідних активів фінансового простору. Таке уявлення про ліквідність не просто розсуває горизонти використання терміна, воно є відбиттям глибинних фінансово-інституційних трансформацій, що спостерігалися в передкризовому глобальному економічному просторі й результатом мали "ілюзію ліквідності".

На фінансових ринках розкрився глибинний принцип економічної діяльності, який можна проілюструвати висловом: "Економіка таке господарство, яке здійснюється не задля просто виробництва і споживання благ, задоволення потреб або навіть реалізації життя, а задля ... грошей, їх виробництва і споживання, задоволення грошової потреби і реалізації грошового, а краще було б сказати – огрошовленого життя.... рано чи пізно економіка добігає своєї кульмінації – господарство здійснюється саме задля грошей, а вже потім задля решти негрошового" (Осипов, 2000. С. 223). Фінансові операції суб'єктів ринку, спрямовані на максимально швидке і прибуткове перетворення будь-яких активів на найбільш ліквідну форму – грошову, стали домінувати як головний напрямок операційної активності. Так, довгострокові ризикові, а тому і слабо ліквідні фінансові активи перетворювалися

завдяки сек'юритизаційним схемам на високоліквідні інструменти, що поширювалися у глобальному фінансовому просторі не тому, що були надійним інвестиційним активом, а тому, що суб'єкти фінансових ринків ефективно виконували своє основне завдання – створення ліквідного ринку, тобто ринку, на якому будь-які фінансові інструменти можна реалізувати. Таким чином, ліквідність перетворювалася з внутрішньої якості фінансового активу, що залежала від сукупності його об'єктивних характеристик (надійності емітента, строку погашення, ставки відсотку), на зовнішню властивість, зумовлену вмінням фінансових операторів довести покупцю фінансового активу його надійність і прибутковість.

Ліквідність стала залежною від суб'єкта, іноді навіть ірраціональною. Серед операторів фінансових ринків створилося уявлення про її надлишок як у контексті обсягів ліквідних ресурсів у глобальному фінансовому середовищі, так і в контексті якості, характеру самого фінансового простору, що був, на їхню думку, завжди ліквідним, інакше кажучи, глобальний фінансовий ринок міг прийняти будь-який фінансовий актив, а ресурсів було достатньо для його перетворення на гроші.

А.Несветаєлова доводить, що в умовах лібералізації фінансових ринків, яка призвела до розвитку тенденцій фінансіалізації, виникли глибинні мутації ліквідності: з показника, що характеризував ринкові можливості певних фінансових інструментів, ліквідність перетворилася на синонім "впевненості в ринковій ситуації" (2011. С. 116) "Таке тлумачення ліквідності призвело до виникнення ланцюга помилкових припущень, що слугували фундаментом грандіозної ілюзії, яка, своєю чергою, стала справжньою причиною світової кредитної кризи. Перша помилка – це віра в те, що здатність фінансових посередників локалізувати, оцінити і продати фінансові продукти і є головним чинником виникнення і розподілу ліквідності на ринку. Друга помилка – сприйняття обсягів ринкової торгівлі й обігу як синонімів ліквідності. Третя помилка – ототожнення ліквідності багатьох окремих ринків із ліквідністю (чи фінансовою життєздатністю) всієї фінансової системи... Хибне розуміння ліквідності – причина ілюзії багатства і віри у здатність фінансових ринків створювати гроші..." (2011. С.116).

Безумовно, в дослідженні феномену ліквідності треба йти далі – для усвідомлення його глибинного змісту, його суперечливої природи, що, можливо, дасть відповіді на питання про системні підґрунтя сучасного глобального фінансового простору і покаже чіткіші орієнтири посткризового розвитку. Підходи автора цієї статті ґрунтуються на теоретико-методологічних засадах, розроблених і впроваджених у сучасній інструментарій економічної теорії А.Гриценком, який досліджує економічні процеси в контексті розвитку і зняття суперечностей у системі сумісно-розділених відносин.

Спочатку спробуємо зрозуміти, в яких контекстах сьогодні використовують термін "ліквідність", і дослідити, як уявлення про ліквідність співвідносяться з її глибинною сутністю.

В Енциклопедії банківської справи України наведено такі визначення ліквідності: 1) здатність до реалізації, продажу, мобільному перетворенню матеріальних та інших цінностей на реальні гроші (в цьому значенні виокремлюють поняття "ліквідні кошти" і "ліквідні активи"); 2) здатність підприємств, банків своєчасно виконувати свої кредитно-фінансові зобов'язання, можливість конвертувати відповідні активи у грошові кошти в готів-

ковій або безготівковій формах для оплати своїх платіжних зобов'язань (у цьому значенні виокремлюють ліквідність підприємства, ліквідність банку, ліквідність держави тощо) (Енциклопедія банківської справи України, 2001. С. 331). У теорії грошей можна знайти визначення ефекту ліквідності (Білан, 2002. С. 139) і переваги ліквідності (Антологія економічної класики, 1993. С. 207).

Об'єднавши різні уявлення про ліквідність, підкреслимо, що це, перш за все, здатність, що характеризує оперативність реалізації економічних відносин: між кредитором і позичальником, власником цінних паперів та їх емітентом, між вкладником і банком і т. д. Усе це відносини обміну. Як показує економічна теорія, одними з перших суспільних відносин, що виникли і розвивалися разом із людством, були відносини обміну (Гриценко, 2005. С. 57). Отже, ліквідність як певна здатність у процесі обміну виникає з появою перших форм людської діяльності.

На кожному етапі розвитку форм обміну можна побачити існування ліквідності як здатності, що реалізується в обміні. Первинною формою обміну у процесі сумісно-розділеної праці був обмін діяльністю. Ліквідність тут проявляється як здатність оперативної взаємодії індивідів, від якої виникає загальний корисний ефект.

Розвивається ліквідність паралельно з розвитком натурального обміну за переходу від внутрішньої форми обміну через розірвану форму до зовнішньої. Так, спільне споживання як основа внутрішньої форми обміну передбачає, що результат споживання залежатиме від кількості видобутого продукту, що, своєю чергою, залежить від узгодженості дій індивідів. Узгодженість – це внутрішня властивість ліквідності, яка розвивається з еволюцією економічного суспільства і реалізується як у зовнішній формі натурального обміну, так і у відокремленій. Спочатку між племенами спонтанно і нерегулярно здійснюється обмін багатьох продуктів на багато продуктів (зовнішня форма), потім одного продукту на один (відокремлена форма) (Гриценко, 2005. С. 58–59). Проте незважаючи на спонтанність і нерегулярність, процес обміну все ж таки відбувається, отже, існує узгодженість дій різних громад. Причому узгодженість тут має характер не тільки спільності, а й прийнятності обміну. З одного боку, обмін – це результат спільного рішення двох спільнот, тобто узгодження, з іншого – продукти, які беруть участь в обміні, є прийнятними для обміну між сторонами угоди і тому ліквідними.

Узгодженість і прийнятність – це перші характеристики, які зберегли свої властивості й проявлялися на кожному історичному етапі набуття ліквідністю нових економічних ознак, функцій і форм. У сучасному світі узгодженість як характеристика ліквідності в рамках національного економічного простору проявляється у процесі реалізації грошово-кредитної політики і регулювання фінансових ринків як складових монетарного суверенітету країни; а прийнятність як властивість ліквідності – в різному ступені реалізованості (тобто здатності швидкого перетворення на найбільш ліквідний актив) фінансових інструментів, на практиці це означає наявність різних монетарних агрегатів.

Здатність бути реалізованими характеризує певні відносини, виражені в об'єкті, що являє собою інструмент взаємодії суб'єктів відносин. Отже, перші форми ліквідності, крім характеристик здатності, несли в собі й інше функціональне навантаження, інструментальне – вони були носіями обміну.

Так, у процесі сумісно-розділеної діяльності інструментом обміну була діяльність, яку здійснював кожен з одноплемінників для досягнення загального результату. Перші форми натурального обміну, пов'язані зі спільним споживанням, також виявляли характеристики ліквідності як інструмента, оскільки не обов'язково учасники споживали особисто видобутий продукт, цілком можливо, він був видобутий одноплемінником. Отже, у процесі споживання здійснювався обмін, а інструментом був споживаний продукт. Розвиток форм натурального обміну, а в подальшому товарообміну створював умови для виявлення нових функціональних здібностей ліквідності, що полягали не лише в можливості опосередковувати актуальний акт обміну, а і зберігатися для майбутнього обміну. Цей процес обумовлював формування і розвиток ліквідності як інструмента, що мав певну фізичну форму, відповідну необхідним умовам обміну. Як ми показали, цими умовами є узгодженість і прийнятність, які характеризують ліквідність як здатність. Тому історичний процес зміни фізичних форм ліквідності-інструмента відбувався для найповнішої реалізації ліквідності як здатності до обміну.

У процесі обміну ліквідність проявляється не тільки як здатність та інструмент, що виконує технічні функції й опосередковує обмін, а і як інститут. Ліквідність як інститут виникає разом із першими формами обміну. І оскільки процес сумісно-розділеної діяльності був обов'язковим і необхідно відтворюваним з точки зору всього первісного племені, остільки цей процес створював умови для виникнення першої форми ліквідності-інституту. Інститутом ліквідність робить повсюдність і загальна прийнятність, властива всім формам обміну, в тому числі історично першим. Оскільки обмін являє собою усталене, незаперечне правило поведінки, то і ліквідність, що його опосередковує, є такою. Інститут є суспільним проявом ліквідності як чинника інтеграції господарювальних суб'єктів. Як здатність є невід'ємною внутрішньою складовою інструмента, яка проявляє інструмент на поверхні економічних явищ, так і інструмент, своєю чергою, є проявом інституту і його обумовлює. Щоб бути інструментом в обміні, ліквідність повинна мати до цього здатність, яка проявляється у процесі обміну; щоб бути інститутом, тобто загальноприйнятим правилом, стереотипом поведінки, ліквідність має брати участь у створенні основ економічної поведінки на ґрунті постійних взаємозв'язків економічних агентів, отже, вона має функціонувати, тобто бути інструментом. Таким чином, **ліквідність уявляється історично сформованим образом взаємозв'язку економічних агентів, що розвивається як єдність здатності, інструмента та інституту.**

З формуванням відносин товарообміну, коли обмін набуває характеристики регулярності й еквівалентності, а засіб, що його опосередковує, зазнає змін фізичної форми, внаслідок чого полегшується процес обміну, створюються передумови для чіткішого прояву в економічній діяльності суперечливої єдності ліквідності як здатності, ліквідності як інструмента і ліквідності як інституту.

Найяскравіше ця єдність виявляється у процесі товарообміну. Так, в обмін вступають товари, що мають здатність до обміну у зв'язку з тим, що він є узгодженим економічними агентами. Тому товари, призначені для обміну, є прийнятними як для продажу, так і для купівлі. У процесі обміну відбувається перехід товарів від продавця до покупця, тобто товари, використовувані в обміні, слугують інструментом обміну, а отже, є лік-

відністю як інструментом. Нарешті, відносини товарообміну є першою сходинкою формування загальної форми вартості, що якнайкраще характеризує інституційні засади ліквідності.

Стаючи загальним еквівалентом, загальним способом взаємодії, ліквідність починає виконувати весь набір основних інструментальних функцій: міра вартості, засіб обігу, засіб накопичення. Слушним є також твердження, що ліквідність як інструмент господарської практики, який повсюдно використовують в обміні, найяскравіше проявляється як інститут, коли здійснюється покриття всієї економічної системи таким способом взаємодії. Тобто, будучи інструментом в обігу, вона проявляє характеристику інституту, а отже, як інститут ліквідність може повноцінно функціонувати (бути загальним еквівалентом), тільки ефективно опосередковуючи економічну взаємодію господарювальних суб'єктів. Ці тези підтверджують єдність ліквідності як здатності, інструмента й інституту.

Проте вже в перших формах товарообміну проявляється відмінність між ліквідністю як здатністю, ліквідністю як інструментом і ліквідністю як інститутом. Так, догрошові форми ліквідності мали різний ступінь реалізованості в обміні у зв'язку з різним фізичним станом одиниць засобів обігу. З появою перших грошових форм ліквідності (грошово-металевої) виникла суперечність: загальний еквівалент – гроші, необхідні для спрощення процесу обміну, на певному етапі, навпаки, дезорганізовували його через незручності й втрати під час поділу шматків металу (Гриценко, 2005. С. 64).

Єдність ліквідності як здатності, ліквідності як інструмента і ліквідності як інституту полягає в тому, що прояв однієї з цих характеристик обов'язково означає існування двох інших. Наприклад, *загальний еквівалент, який є завершальною стадією формування ліквідності-інституту, функціонує як інструмент господарської практики і виконує певні інструментальні призначення (міри вартості, засобу обігу, засобу накопичення) і водночас містить у собі здатність як внутрішню характеристику, оскільки, функціонування інструмента у процесі обміну вже передбачає наявність здатності до обміну.* Тому інститут передбачає інструмент, а останній – здатність, але в деяких ситуаціях ці прояви ліквідності можуть існувати окремо один від одного. Прикладом єдності та суперечності ліквідності як інституту і ліквідності як інструмента (з його внутрішньою характеристикою – здатністю) є циркуляція ліквідності в перехідних економіках. Взаємна обумовленість усіх характеристик ліквідності спричиняє те, що деградація ліквідності як загального еквівалента призводить до руйнування її функцій як інструмента і хаотичних, безсистемних оцінок ліквідності як здатності. А суперечність полягає в тому, що ліквідність як інструмент і ліквідність як інститут характеризують різні об'єкти. Ліквідність як інститут (законодавчо встановлений засіб обігу) – це національна грошова одиниця, яка має бути найбільш здатною до обміну, проте використовуваним інструментом обміну є або більш стала валюта, або квазігрошові засоби обігу.

Як можна охарактеризувати сучасну кризу в контексті єдності та суперечності структурно-функціональних форм ліквідності як здатності, інструмента та інституту? На передкризовому етапі розвитку глобального фінансового простору ліквідність як здатність почала домінувати у структурі ліквідності, що було зумовлено функціонуванням фінансових посередників щодо створення ринків, на яких певні фінансові інструменти могли

ефективно обертатися залежно від трендів, що створювали оператори ринків. Ліквідність при цьому залежала не від об'єктивних чинників емісії та стану фінансового ринку, а від суб'єктивних мотивацій фінансових посередників; таким чином, будь-який фінансовий інструмент мав здатність бути ліквідним активом. При цьому сам фінансовий актив, тобто ліквідність-інструмент, міг мати сумнівну якість, зумовлену сумнівним виконанням своїх обов'язків емітентом цього фінансового активу. Водночас зробити ліквідними активи стало головним завданням операторів ринку, стереотипом фінансової поведінки, **інституційним способом взаємодії**. Отже, **ліквідність як здатність стала ліквідністю-неформальним інститутом**, але ж це був деструктивний інститут, адже ланка ліквідність – інструмент випала з тріади здатність – інструмент – інститут, оскільки ліквідність-інструмент об'єктивно не мала здатності активно обертатися на фінансовому ринку без суб'єктивного впливу фінансових операторів, що створило умови конфлікту, який розвивався і в інших структурно-функціональних формах ліквідності.

Як ми показали, для ліквідності є характерними сумісно-розділені відносини, що розвиваються між її властивостями, які формуються у процесі історичного руху ліквідності. Логіко-історичні прояви ліквідності свідчать, що вона існує одночасно і як здатність, і як інструмент, і як інститут. На поверхні економічних явищ ці характеристики проявляються під час обміну (актуального чи майбутнього) як здатність ліквідності бути загальноприйнятним засобом збереження вартості та засобом обміну.

Цей феномен має кілька етапів розвитку, першим із яких було формування і подолання суперечностей між функціональними навантаженнями інституту ліквідності, що, з одного боку, обумовлюють одне одного, а з іншого – є взаємовиключними. Ліквідність, стаючи загальним еквівалентом, завершує формування функції міри вартості, засобу обігу і засобу накопичення. Пройшовши етапи розвитку сумісності та розділеності, першим з яких було формування суперечливої єдності засобу обігу і засобу накопичення, в сучасному світі ліквідність постала як трансакція і актив. Перший етап формування двоякої природи ліквідності як засобу обміну і засобу збереження вартості проявився у функціях ліквідності як засобу обігу і засобу накопичення. Суперечності функцій ліквідності можна охарактеризувати як результат їх взаємовиключного існування: ліквідність як засіб обігу не може бути одночасно ліквідністю-засобом накопичення і навпаки. Є й інша характеристика функцій ліквідності – взаємна обумовленість: щоб стати засобом накопичення, ліквідність має бути повноцінним засобом обігу, оскільки накопичення, так чи так, здійснюється для майбутнього обміну. Крім того, "функція засобу накопичення сприяє руху грошей як засобу обігу" (Розенберг, 1983. С. 93).

Існує ще один, не менш важливий аргумент, що підтверджує єдність функцій засобу обігу і засобу накопичення як характеристик феномену ліквідності, вони мають результатом ідентичне економічне явище – рух ліквідності. Ліквідність реалізує свої функції двояким шляхом: рух ліквідності між контрагентами і самі відносини обміну або збігаються в часі, або передбачаються. Так, функція засобу обігу проявляється в умовах збігу руху ліквідності та економічних відносин (обмін – перехід ліквідності від покупця до продавця). Функція засобу накопичення пе-

редбачає майбутні відносини обміну і майбутній рух ліквідності між контрагентами (накопичення ліквідності – обмін і перехід ліквідності). Рух ліквідності – це процес, який передбачається як функцією засобу обігу, так і функцією засобу накопичення. Економічні реалії у процесі історичного розвитку висувають нові вимоги до ліквідності: простий товарний обіг, доповнений ринком праці, знаменує формування нового економічного явища – капіталу. Тобто відбувається подальший розвиток суперечностей сумісно-розділеної природи ліквідності, але вже в нових економічних формах – грошей і капіталу.

Сумісна розділеність ліквідності на цьому етапі означає, що гроші – це перша форма прояву капіталу, водночас цілі та механізми обігу грошей і капіталу є абсолютно різними. Якщо для обігу грошей важливо об'єднання товаровиробників, а гроші – лише посередник, який допомагає обміняти товари, то в обігу капіталу зовсім інші цілі, що свідчить і про зовсім інші відносини. "Не обмін споживчих вартостей є метою обігу капіталу, а збільшення вартості, засобом якого є сам обіг. Обмін споживчих вартостей перетворюється з мети на засіб. Гроші ж у формі капіталу не тільки обслуговують товарообмін, але і підпорядковують його меті збільшення вартості" (*Розенберг, 1983. С. 102*).

Отже, початкова єдність капіталу і грошей як його форми містить суперечність, що виявляється в різних цілях товарного обігу для грошей і для капіталу, яке долається у процесі підпорядкування товарообігу меті збільшення вартості. На цьому етапі розвитку ліквідності ми також спостерігаємо процес її безперервного руху, вираженого Марксом у формулах простого товарного обігу  $T-G-T$  і в загальній формулі капіталу  $G-T-G'$ .

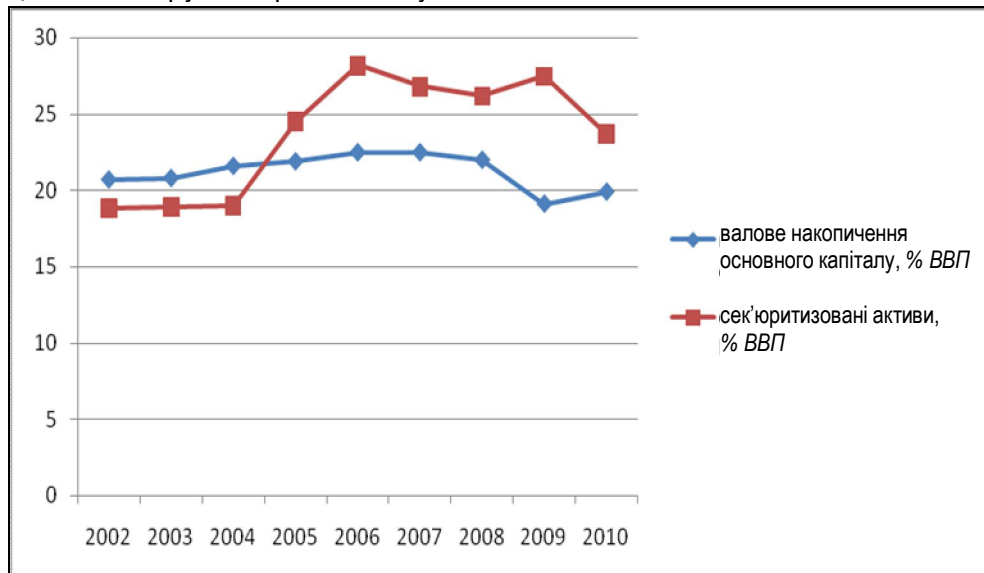
Подальше ускладнення форм економічної взаємодії у зв'язку з виходом на новий рівень розвитку продуктивних сил приводило до виникнення нових форм ліквідності-інструмента, нових сутнісних характеристик ліквідності-інституту, що, своєю чергою, впливало на розвиток сумісно-розділеної природи ліквідності, яка сьогодні проявляється як трансакція і актив. Методологічною основою визначення сучасних характеристик ліквідності став підхід, який демонструє теорія грошово-кредитної політики. Він свідчить, що за визначення грошової маси в обігу існують два методи: трансакційний і ліквідний (*Миллер, Ван-Хуз, 2000. С. 45-46*). Перший за основу бере функцію грошей як засобу обігу і включає у грошову масу тільки те, що є засобом обігу. Другий виходить із того, що до складу грошової маси можуть входити різні активи, які мають різний ступінь реалізованості (або ліквідності). Таким чином, ліквідність-трансакція – це грошова форма, ліквідність-актив – форма фінансових активів.

Що для економічної практики означає сумісно-розділена природа феномену ліквідності? Перш за все, те, що надмірне "захоплення" якоюсь однією характеристикою ліквідності призводить до складних деструктивних процесів спотворення уявлення про її системність. Двояка природа ліквідності як трансакції та як активу є відбиттям балансу між споживанням і накопиченням, балансу короткострокових і довгострокових мотивацій. Процеси, які, в термінах А.Несветаїлової, призвели до "ілюзії ліквідності", були пов'язані з виокремленням у ліквідності її одного функціонального навантаження – ліквідності-трансакції, що спричинило у глобальному середовищі розвиток парадигми "короткострокових ефектів". Постійний обіг активів на



фінансових ринках ускладнював фіксацію ліквідності як активу, оскільки придбання фінансового інструмента означало його практично одночасну продаж і трансформацію ліквідності-активу в ліквідність-трансакцію. При цьому зростання попиту на фінансові активи було зумовлене не так бажанням володіти фінансовим інструментом до строку його погашення, як спекулятивним мотивом отримання прибутку від перепродажу.

У фінансовому просторі спостерігалася цікава ситуація: починаючи з 1990-х років поступово знижувалися відсоткові ставки як результат експансіоністської політики центральних банків світових держав; фінансовий простір був заповнений недорогими ресурсами, що могли поглинути будь-які активи; ринки фінансових інструментів були апріорі ліквідними, адже тренди руху фінансових ринків та їх стратегічний розвиток багато в чому залежали від самих операторів. Склалася умови для загального благоденства й упевненості в завтрашньому дні. Проте фінансові посередники діяли так, як в умовах нестабільності та значних ризиків, – були постійно налаштовані на якнайшвидший продаж фінансових активів. 70% акцій, якими торгували на світових фінансових ринках, належали покупцю лише кілька секунд, далі їх перепродавали. Циркуляція ліквідності у глобальному фінансовому просторі в докризовий період була зумовлена переважно короткостроковими мотиваціями. Так, транскордонні потоки капіталу зросли з 4,9 трлн дол. 2000 року до 11,7 трлн дол. 2007-го, причому на 60% це зростання було забезпечене збільшенням транскордонного короткострокового кредитування, інакше кажучи, короткострокових банківських фінансових продуктів (Long-term Finance and Economic Growth, 2013). Небажання мати "на руках" фінансовий актив упродовж тривалого періоду зумовлювало розвиток операцій репо – продажу цінного паперу зі зворотним викупом.



**Рисунок. Динаміка світового валового накопичення капіталу і сек'юритизованих активів**

Складено на основі даних Світового банку // <http://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?display=graph> і McKinsey Global Institute. Mapping global financial markets 2011 // [http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial\\_Markets/Mapping\\_global\\_capital\\_markets\\_2011](http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial_Markets/Mapping_global_capital_markets_2011).

Короткострокові мотивації операційної активності у глобальному економічному просторі почали домінувати над довгостроковими з середини 2000-х. Порівнявши світове валове накопичення капіталу (як показник довгострокових інвестиційних інтересів, спрямованих на розвиток реального сектора економіки) і сек'юритизовані активи (як відбиття короткострокових мотивацій, спрямованих на отримання прибутку і позбавлення від ризику в короткостроковому періоді), ми побачили, що інвестиційні стимули в реальному секторі перебувають приблизно на постійному рівні, натомість короткострокові мотивації фінансових ринків значно коливаються, але ж явно домінують над валовим накопиченням капіталу.

Такі тенденції розвитку фінансових ринків були зумовлені стимулами операторів фінансових ринків і ґрунтувалися на бонусних мотиваціях, пов'язаних із прямою залежністю заробітків фінансових установ від кількості реалізованих фінансових продуктів, тому основним завданням фінансових посередників було забезпечення постійної ліквідності ринку через спонукання клієнтів до продажу і купівлі фінансових активів. Перевагу ліквідності можна пояснити, здебільшого, спекулятивними мотивами. Наявність великих обсягів грошових ресурсів створювала ілюзію, що придбаний фінансовий актив завжди можна вигідно реалізувати й отримати надприбутки від операцій, адже обсяги глобальної ліквідності грандіозні. Натомість відповідальність за проведені операції була мінімальною, отже, проблема домінування короткострокового транзакційного мотиву операційної активності на фінансових ринках – перш за все, проблема відповідальності. Формування довгострокових інвестиційних стратегій – це довгострокова відповідальність, але фінансово-інституційні механізми, що домінували на передкризовому етапі розвитку, не були налаштовані на такі ризики.

Якщо ми проаналізуємо передкризовий стан фінансових ринків у США, то побачимо, що найбільш динамічний період припав на час активного розвитку пайових фондів грошового ринку (середина 1990-х років), які почали поступово замінювати комерційні банки як ощадні інститути. Це було пов'язано з тим, що для банків тоді діяв припис Q<sup>1</sup>, що обмежував величину відсоткових ставок, які могли запропонувати банки своїм клієнтам, натомість пайових фондів це правило не стосувалося. Таким чином, було створено потужну ресурсну базу цих фінансових інститутів, вони розміщували кошти в цінних паперах, і що важливо – ці вкладення Корпорація зі страхування депозитів не страхувала. Інакше кажучи, держава не брала гарантійної участі у процесах цього сегмента. Він був абсолютно лібералізованим, а класичний статус фінансового посередника, який "бере на себе ризик", був трансформований у "торговця ризиком".

Виникає питання, чи сама внутрішня сутність фінансового посередника як такого призводить до хибних стимулів, чи, може, є чинники, що впливають на ці процеси. Безумовно, такими чинниками були надлишок ліквідності та глобалізація, що відкрили простір для операційної активності мобільному фінансовому оператору, який функціонував в умовах максимальної лібералізації транскордонного руху фінансових потоків. На рівні глобальної економіки ліквідним можна було зробити будь-який фінансовий інструмент, але це не означало, що він буде прийнятним для всього

<sup>1</sup> Припис Q – розпорядження Федеральної резервної системи США на обмеження для комерційних банків значень відсоткових виплат за депозитами.

глобального фінансово-інституційного простору, адже максимальну ліквідність, як і завжди, мали грошові активи. Отже, передкризова лібералізація і відсутність урегульованості фінансових відносин у глобальному просторі призвели до того, що, усвідомлюючи ризики відсутності регулювання, фінансові посередники віддавали перевагу утриманню активів у регульованому просторі, де можна знайти відповідального. Саме тому на фінансових ринках постійно спрацьовувала перевага ліквідності, що означала вихід у законодавчо обмежений монетарним суверенітетом грошово-кредитний простір, де відповідальність лежить на центральному банку як кредиторі останньої інстанції.

*Щоб не порушувалася системність ліквідності, її сумісно-розділена природа як трансакції та активу, вона має циркулювати в чітко обмеженому фінансовому просторі.*

Трансформацію фінансових відносин слід спрямувати, перш за все, на створення замкнених просторів циркуляції ліквідності з чіткими, прозорими і максимально короткими ланцюжками відповідальності, тобто відповідальність має бути персоніфікованою. Посткризове відновлення залежить, по-перше, від збереження і розвитку існуючих монетарних суверенітетів. По-друге, основи глобального управління, на якому сьогодні наполягають голови європейських наднаціональних структур, будуть неефективними в контексті виходу з біфуркаційного стану. По-третє, реалізація довгострокової парадигми економічного розвитку, заснованої на стратегічних інвестиційних проектах, як пріоритетний напрямок фінансово-кредитних процесів у глобальній економіці потребує докорінного переформування світової фінансової системи й упровадження нових засад функціонування світового фінансового ринку з адресним довгостроковим фінансуванням проектів, що мають важливе економічне і соціальне значення в умовах уособленої відповідальності за отримані інвестиційні кошти. При цьому фінансовий простір інвестиційних проектів має бути чітко обмеженим наново створеними інституційними механізмами захисту довгострокового інвестування від спекулятивних мотивацій як реалізаторів проектів, так і будь-яких інших сторін.

### **Література**

- Несветаїлова А. (2010) Загадки глобального кредитного краха или Об иллюзии ликвидности // Вопросы экономики. № 12. С. 33–58.
- Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. (2000) Современные деньги и банковское дело. М.: ИНФРА-М. XXIV.
- Долан Э.Дж. и др. (1991) Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Л. Румянцев А.М. (ред.) (1975) Экономическая энциклопедия. Политическая экономика / Под ред. А.М.Румянцева. М. Советская энциклопедия. Т. 2.
- Осипов Ю.М. (2000) Очерки философии хозяйства. М.: Юристъ.
- Несветаїлова А. (2011) За пределами политэкономии Мински: ликвидность и финансовые инновации в контексте глобального кредитного кризиса // Вопросы экономики. № 6. С.107–122.
- Стельмах В.С. та ін. (ред.) (2001) Енциклопедія банківської справи України / Під ред. В.С.Стельмаха та ін. К.: Молодь; Ін Юре.
- Білан О.М. (2002) Дослідження ефекту ліквідності на міжбанківському ринку України. Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. Матеріали науково-практичної конференції. К. С.139–145.

- Столяров И.А. (сост.) (1993) Антология экономической классики: Т.Мальтус, Д.Кейнс, Ю.Ларин / Сост. И.А.Столяров. М.: Эконом – Ключ.
- Гриценко А. (2005) Развитие форм обмена, стоимости и денег. К.: Основа.
- Розенберг. Д.И. (1983) Комментарии к "Капиталу" К.Маркса. М.: Экономика.
- (2013) Long-term Finance and Economic Growth // [http://www.group30.org/rpt\\_65.shtml](http://www.group30.org/rpt_65.shtml).

---



---

## LIQUIDITY IN TERMS OF ECONOMIC THEORY: MILESTONES OF THE POST CRISIS DEVELOPMENT

*Valeria Kornivska*

**Author affiliation:** PhD in Economics, Senior Researcher, Department of economic Theory, State Organization "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine". Email: [vkornivska@ukr.net](mailto:vkornivska@ukr.net)

The article presents the results of a research on the financial and institutional contents of liquidity as a phenomenon having a jointly divided nature and being a unity of the structural and functional forms of liquidity as an ability – instrument – institution and liquidity as ability to exchange and conservation of the value. The author characterizes the ongoing crisis in the context of infringement of the balance between the structural and functional forms of liquidity. Proven the influence of the financial mediation on those processes in connection with the preference of liquidity and the domination of short term effects as the main objective of transactional activities on the financial markets. The article shows the main factors determining the transformations of the liquidity contents, namely the development of globalization processes and the excess of liquid resources in the world financial Space. It is proven that, in order to maintain the balance between the structural and functional forms of liquidity, the anti-crisis transformation financial relations should be directed to the creation of closed spaces for the circulation of liquidity. In the given context, efficient is the preservation and improvement of the existing monetary sovereignties and realization of a long term paradigm of national development based on the introduction of long term investment projects in the real sector with a restriction on the influence on those processes on the part of the system of financial mediation.

**Keywords:** liquidity as an ability–instrument–institution, liquidity as an ability to exchange and an ability to conservation of the value, financial crisis, closed spaces for the circulation of liquidity.

**JEL:** B22; E44.