

Козюк В.В.,

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри економічної теорії
Тернопільського національного економічного університету

ЕКСПАНСІЯ КРЕДИТУ В СИСТЕМІ МАКРОФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ

Розглянуто основні сучасні теоретичні позиції, що пояснюють феномен експансії кредиту. На прикладі України показано, що в основі кредитної експансії лежить зміна поведінки економічних агентів унаслідок затяжної високої інфляції.

The main modern theoretical concerns about credit expansion are highlighted. On the example of Ukrainian empirics it is stressed that in the basis of credit expansion is a switch in economic behavior due to persistent high inflation.

Ключові слова: кредит, експансія кредиту, макрофінансові дисбаланси, економічні агенти, глобальна фінансова криза, рівноважна дезінфляція.

Напередодні глобальної фінансової кризи світ зіткнувся з характерним нагромадженням глобальних фінансових дисбалансів, під якими розуміється затяжне відхилення макрофінансових змінних (внутрішній кредит, вартість активів, валютні резерви, поточний рахунок тощо) від певного фундаментального тренду. Можливість такого тривалого нагромадження фінансових дисбалансів уже вважається особливою системною рисою сучасної глобальної економіки, яку не враховують більшість ортодоксальних макроекономічних доктрин наукового мейнстріму. Складні зворотні зв'язки між монетарними змінними національного і глобального рівнів, з одного боку, та процесами у фінансовому секторі — з другого, хоча й починають специфікуватись як окремі випадки так званих фінансових акселераторів, що досить легко включаються в стандартні моделі сукупного попиту та пропозиції, утім не дістали належного висвітлення в системному контексті. Останній має продемонструвати, що глобальні монетарні та фінансові трансформації являють собою формування нового типу фінансового домінування, яке повинне враховуватися в аналізі вразливості економіки до глобальних і локальних шоків, а також ставати підґрунтям формування макроекономічної політики та політики регулювання фінансово-банківського сектору.

Глибоке потрясіння, яке переживає вітчизняна економіка, характеризується відповідністю ряду нових теоретичних положень у сфері дослідження макрофінансових процесів як детермінант нових ризиків та вразливості, в основі яких покладено домінанту експансії фінансових дисбалансів. Так, не випадково, що період до кризи в Україні характеризувався швидкими темпами зростання кредитних вкладень та зовнішніх запозичень банківських установ, а глобальне фінансове потрясіння відзначається вагомою у нас депресією у фінансово-банківському секторі. Водночас слід визнати наявність різкого контрасту між глобальними тенденціями нагромадження фінансових дисбалансів у світі та в Україні. Перші актуалізуються в

умовах дезінфляції, і тільки в I половині 2008 року сталося взникання прискорення інфляції (яке також обумовлено процесом розкручування спіралі дисбалансів), тоді як в Україні інфляція наростала аж до кінця минулого року, тим самим засвідчуючи нетотожність між новими підходами до аналізу макрофінансових процесів, які наголошують на важливості дезінфляційного фактора появи нових викликів, і вітчизняною реальністю, яка набагато ближче за змістом до проблематики макроекономічної експансії у новому глобальному оточенні. У світлі сказаного дослідження в даному ракурсі слід визнати актуальним і затребуваним.

Теоретичні основи аналізу дестабілізаційних наслідків кредитної експансії було закладено ще у XIX ст. у рамках дискусій про заснування центральних банків та централізацію грошової пропозиції. Ще раніше основний акцент робився на інфляційних наслідках надмірної кредитної емісії банкнот, що контрастує з більш пізніми підходами, які наголошували на питаннях фінансової стабільності, колективної кредитної експансії та циклічних наслідків неадекватної конкуренції у фінансово-банківському секторі¹. Подібного вектора дискусій, але вже в контексті світової стабільності, дотримувався Ф. Хаєк². Тривалий період панування кейнсіанства, а згодом монетаризму і тепер нової макроекономіки суттєво послабили інтерес до фінансового фактора макроекономічних процесів, хоча сам М. Фрідмен ще наприкінці 1960-х років відзначав необхідність більш уважно ставитися до аналогії з докейнсіанськими часами³. У сучасному контексті дану тезу найбільш чітко сформулював В. Вайт, який категорично наполягає на неадекватності кейнсіанського фундаменту усієї макроекономічної теорії, оскільки при цьому ігноруються автономні фінансові фактори процесів у сфері споживання та інвестицій, де динаміка кредиту є одним із них⁴. Особливу увагу слід також звернути на те, що кредитний елемент, як наголошує відомий посткейнсіанець А. Лейонхувуд, є невід'ємною складовою фінансово-економічних криз (про те саме говорив сам Дж.М. Кейнс, але в аспекті так званого зниження рівня фінансового левелю (*deleveraging*)⁵.

Що ж до сучасного теоретичного аналізу ролі кредитної експансії у генеруванні дисбалансів, то в більшості своїй він ґрунтується на двох базових підходах. Перший з них стали розвивати функціонери Банку міжнародних розрахунків, які в основу своїх позицій поклали принцип експансії ліквідності. Дане явище впливає з того, що відповідно до ряду структурних зрушень у глобальній економіці формуються передумови для рівноважної дефляції, зокрема позитивного впливу шоку зростання продуктивності праці на зниження цін. За таких умов центральні банки починають систематично запізнюватися з підвищенням процентних ставок, оскільки

¹ Детальніше див.: *Смит В.* Происхождение центральных банков. — Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. — 283 с.

² *Hayek F.A.* Monetary Nationalism and World Stability. — London: Longmans, 1937. — 104 p.

³ *Фридмен М.* Роль монетарной политики // Если бы деньги заговорили...: Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 126—146.

⁴ *White W.* Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. — 2006. — № 205. — P. 1—20.

⁵ *Leijonhufvud A.* Keynes and the Crisis // CEPR Policy Insight. — 2008. — № 23. — P. 1—6.

інфляційні очікування формуються відповідно до фактичного тренду інфляції. Дефляційний ухил очікувань та упередження, що це може негативно позначатися на майбутній економічній динаміці, призводять до збільшення пропозиції ліквідності, внаслідок чого фінансовий ринок переобтяжується надмірними ресурсами, які уможливають експансію кредиту⁶.

Такий ефект суттєво підсилюється так званим "парадоксом довіри" (*paradox of credibility*) до центральних банків. Це означає, що центральний банк, користуючись довірою, може систематично мляво реагувати на шоки, підтримуючи у такий спосіб занижені процентні ставки. У результаті не інфляція буде першою сигналізувати про наявність надмірної монетарної експансії, а експансія кредиту та зростання вартості активів. Останнє актуалізується саме завдяки тому, що впродовж відносно тривалого проміжку часу фінансова система опиняється в стані надмірної ліквідності, чим уможливорює задоволення попиту на кредити та позики, а занижені процентні ставки заохочують генерування попиту на них, тим самим опиняючись в епіцентрі вихідного пункту розкручування спіралі фінансових дисбалансів⁷. Це означає особливу чутливість фінансової системи в умовах низької інфляції до зрушень в обсягах ліквідності, внаслідок чого пошуки доходності та ставлення до ризику стають ендегенними, втрачаючи обумовленість екзогенними об'єктивними факторами. У цій ситуації кредитна експансія є визначальною ланкою генерування дисбалансів, оскільки розширюються можливості для згладжування споживання та інвестицій, реалізації попиту на активи, перестраховування відкритих позицій, здійснення маржинальної торгівлі тощо.

Природно, що в таких умовах внутрішні фінансові дисбаланси легко трансформуються у зовнішні. Експансія споживання, підтримана фінансово-банківською системою, швидко виходить за межі можливостей національного доходу, заохочуючи розширення дефіциту поточного рахунку. Завищений попит на активи, актуалізуючись на глобальному рівні, заохочує ще більше зростання вартості активів і ще глибше гіпертрофує зовнішню нерівновагу⁸. Хоча дані явища багато в чому визначаються специфічними процесами асиметричної швидкості трансформації фінансових систем, зміною модальності формування глобальної ліквідності та обмеженими можливостями режиму таргетування інфляції протистояти роздуванню фінансових

⁶ Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy // BIS Papers. — 2003. — № 19. — P. 1–59; Borio C., Lowe Ph. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? // BIS Working Paper. — 2004. — № 157. — P. 1–51; Borio C., Filardo A. Back to the Future? Assessing the Deflation Record // BIS Working Paper. — 2004. — № 152. — P. 1–61.

⁷ Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New challenges in the New Century // BIS Working Papers. — 2006. — № 193. — P. 2–28; Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. — 2004. — № 147. — P. 1–51.

⁸ White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. — 2006. — № 205. — P. 1–20; Borio C., Shim J. What Can (Macro-)prudential Policy Do to Support Monetary Policy // BIS Working Paper. — 2007. — № 242. — P. 1–48; Козюк В.В. Макроекономічні наслідки експоненціальних трендів глобальних фінансових дисбалансів // Економіка України. — 2007. — № 6. — С. 25–35.

“бульбашок”, слід визнати, що глобальний формат однотипних макрофінансових процесів посилює нерівноважний характер економічного зростання та його залежність від фінансового фактора, на чому наголошує, наприклад, С. Джонсон⁹.

Альтернативний погляд на проблему експансії кредиту та його роль у макрофінансових дестабілізаціях пов'язаний з феноменом зростання припливу капіталів у країни з ринками, що виникають, унаслідок чого у фокусі дослідження опиняється зв'язок між тим, як приплив капіталів розігріває внутрішню кон'юнктуру, зокрема, через нові можливості у сфері кредиту, і тим, як експансія споживання дестабілізує платіжний баланс. Особливо примітною рисою даних досліджень є те, що принципова увага приділяється позитивним зрушенням у макроекономічній політиці даних країн та їх успіхам у реформуванні фінансового сектору, який стає дедалі привабливішим для здійснення глобальних трансакцій, а також питанням застосування макроекономічних інструментів для гальмування експансії сукупного попиту, викликаній припливом капіталу, зростанням вартості активів та збільшенням обсягів кредитування¹⁰. Утім, слід наголосити, що в таких умовах фіксований валютний курс як акселератор експансії кредиту та сукупного попиту є закономірним, оскільки він не забезпечує коригування очікувань майбутньої платоспроможності через поточне погіршення платіжного балансу.

При цьому в науковій літературі зазначається, що одним із негативних внутрішніх наслідків гіпертрофії валютних резервів у країнах з ринками, що виникають, є надмірна внутрішня ліквідність банківської системи, яка дуже часто заохочує непродуктивне кредитування¹¹. А надшвидке зростання обсягів внутрішнього кредиту, як показав досвід валютних криз ще 1990-х років, виступає одним із ранніх індикаторів потенційної дестабілізації платіжного балансу та обвалу курсу валюти¹². Водночас недостатньо уваги приділено проблемі поєднання макроекономічної експансії, сприятливої глобальної кон'юнктури та зміні поведінки економічних агентів у напрямі завищеного попиту на кредит у результаті прискорення інфляції. Аналіз наведених теоретичних положень щодо позиціонування експансії кредиту в структурі макрофінансової дестабілізації вимагає порівняння з аналогічним випадком України, який характеризується високою інфляцією, що і є метою даної статті.

Період після Азійської кризи характеризується прискореним нагромадженням внутрішніх та зовнішніх дисбалансів. Між їх взаємною підтримкою простежується

⁹ Johnson S. The Economic Crisis and the Crisis in Economics // Institute for International Economics Speeches, Testimony. Papers. — 2009. — <http://www.iie.com>.

¹⁰ Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications // Bank of England Financial Stability Review. — 2005. — Dec. — P. 94–102; Managing Large Capital Inflows. Ch. 3 // IMF. World Economic Outlook. — 2007. — P. 1–29.

¹¹ Turner Ph. Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications // BIS Quarterly Review. — 2006. — Sept. — P. 39–52.

¹² Loayza N., Ranciere R. Financial Development, Financial Fragility, and Growth // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/170. — P. 1–31; World Economic Outlook. — Wash. (D.C.): IMF., 1998. — P. 95; Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995 // Brooking Papers on Economic Activity. — 1996. — № 1. — P. 147–198.

певний структурний зв'язок, який вимагає глобально поглянути на проблему і вийти за межі аналізу виключно експансії внутрішнього кредиту з позицій обмежених можливостей таргетування інфляції запобігати розростанню фінансових спекуляцій. Поряд зі швидким зростанням "широких" грошей та внутрішнього кредиту, спостерігається гіпершвидке нагромадження валютних резервів (табл.). Як наслідок, ціни на первинні ресурси, активи і житло також починають стрімко зростати.

Таблиця. Експансія глобальної ліквідності та її наслідки у 1995–2006 роках (1995 рік = 100 %)

Показник	1995	2000	2002	2004	2006
Індекс Goldman Sachs цін на первинні ресурси	100	100	110	147	260
Ціни активів	100	250	145	165	230
Ціни на житло	100	115	125	148	160
"Широкі" гроші	100	110	114	120	128
Внутрішній кредит	100	108	120	120	134
Глобальні валютні резерви	100	168	200	263	368

Джерела: Borio C. The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. — 2008. — № 251. — P. 3; IMF Annual Report, 2004. — Wash., D.C.: IMF, 2004. — P. 102–103; IMF Annual Report, 2006. — Wash., D.C.: IMF, 2006. — P. 129.

Щодо структурних зв'язків між відповідними внутрішніми та зовнішніми дисбалансами можна констатувати таке: в умовах повільної дезінфляції падіння ставок заохочує внутрішнє кредитування, яке розігріває внутрішній споживчий попит і спонукає до утворення платіжного дефіциту; у свою чергу, практично більшість країн з ринками, що виникають, орієнтуються на прискорене нагромадження валютних резервів, для чого вдаються до підтримання платіжного профіциту; попит на активи, представлений збільшенням валютних резервів у світі, заохочує зниження довгострокових процентних ставок, унаслідок чого з'являються додаткові можливості для експансії внутрішнього кредиту і зростання вартості житла та активів. Глобальний контекст даної закономірності також визначається тим, що країни з ринками, що виникають, опинилися в епіцентрі безпрецедентного припливу капіталів, а їх запозичення на зовнішніх ринках стали рекордними практично за осяжний період розвитку глобалізації¹³.

Природно, що в таких умовах зростання кредитних вкладень у цілому в глобальній економіці заохочувалося широким набором факторів:

- занижені ставки заохочують попит на кредити, внаслідок чого зростає вартість активів;
- зростаюча вартість активів розширює можливості для одержання кредиту під заставу;
- зростаюча глобальна економіка формує довгострокові позитивні очікування зростання перманентного доходу практично в усьому світі (в розвинутих країнах завдяки інноваціям та інвестиціям у людський капітал; у країнах з ринками,

¹³ Managing Large Capital Inflows. Ch. 3 // IMF. World Economic Outlook. — 2007. — P. 1–29.

що виникають, — провідних експортерів — завдяки зростаючому глобальному попиту та зміні щільності розподілу внутрішніх доходів; у країнах з ринками, що виникають, — експортерів сировинних ресурсів — завдяки зростаючим світовим цінам практично на всі первинні ресурси, особливо на енергоносії та метали). Цей фактор важливий з точки зору завищення очікуваної платоспроможності з боку позичальників та акцептування цього з боку кредиторів;

— експансія глобальної ліквідності уможливорює дешеві запозичення на міжнародних ринках капіталу, внаслідок чого внутрішня кредитна експансія починає дедалі більше залежати від стану глобальної фінансової кон'юнктури;

— фінансова консолідація призводить до виходу на внутрішні ринки країн із ринками, що виникають, глобальних фінансових компаній, можливості кредитування яких виходять за межі національного бізнес-циклу та поточної макроекономічної динаміки, тим самим заохочуючи швидше зростання споживання, ніж інвестицій та доходу;

— зростання глобальної ліквідності спонукає до підвищення схильності до ризику, завдяки чому країни з ринками, що виникають, опиняються в епіцентрі глобальної кредитної експансії. Невипадково, що напередодні кризи в глобальній економіці спостерігалось прискорене падіння спредів за інструментами з низьким рейтингом, а зростання обсягів пропозиції фінансових інструментів відбувалося завдяки більш швидкому приросту низькорейтингових¹⁴.

Звідси можна зробити логічний висновок про те, що в умовах зростання зовнішніх запозичень та припливу капіталів толерантне ставлення до ризику заохочувало погіршення якості внутрішніх кредитних вкладень, розширення доступу на ринок інструментів невизначеної якості, а також спричинило приращення системного ризику завдяки тому, що фінансові установи з різних сегментів фінансового ринку виявилися взаємозалежними через купівлю-продаж складних фінансових деривативів. Так, К. Боріо прямо зазначає, що зростаюче значення нових фінансових інструментів з умовними критеріями визначення фінансової вартості могло сформуватися в умовах низьких процентних ставок і спричинити різке підвищення системної вразливості фінансового сектору¹⁵.

Водночас випадок України потребує певного уточнення. З одного боку, вітчизняна економіка не стала винятком з точки зору експансії внутрішнього кредитування, зовнішніх запозичень банківського сектору, зростання вартості активів. Сприятлива кон'юнктура на ринках традиційного вітчизняного експорту в умовах зростання глобальної економіки створювала сприятливе підґрунтя для формування позитивних очікувань майбутнього. Сталий валютний курс у таких умовах виступив у ролі каталізатора макроекономічної експансії, оскільки не гальмував експортерів, заохочував приплив капіталів та зростаючий попит на активи.

¹⁴ Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. — Wash. (D.C.): IMF, 2007. — Chapter II. — P. 63—97.

¹⁵ Borio C. The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. — 2008. — № 251. — P. 1—28.

З другого боку, в Україні, на відміну від решти світу, де тривалий час спостерігався процес дезінфляції, рівні інфляції зростали. При цьому прискорення внутрішньої інфляції в сукупності з припливом капіталу практично миттєво перетворило профіцитний платіжний баланс на дефіцитний. Утім, якщо взяти до уваги постсоціалістичні економіки, то така закономірність торкнулася практично всіх країн із фіксованим валютним курсом. Не випадково, що прискорення інфляції та погіршення платіжного балансу, а згодом і найбільш істотна вразливість до фінансової кризи, спостерігалися в країнах Балтії, Болгарії, Росії, Україні та певною мірою в Угорщині¹⁶. Наявність реверсу платіжного балансу та поглиблення його дефіциту в умовах прискорення припливу капіталів емпірично доводиться і на більший вибірці постсоціалістичних країн із фіксованим курсом¹⁷.

В Україні поєднання високої інфляції з кредитною експансією, відрізняючись від традиційної теоретичної схеми розкручування спіралі фінансових дисбалансів, демонструє наявність певних зв'язків між внутрішніми вітчизняними та глобальними тенденціями. По-перше, як видно з рис. 1, кредитна експансія банківської системи України є практично дзеркальним відображенням погіршення її чистої зовнішньої позиції, що за динамізмом суттєво випереджає зростання грошової маси.

По-друге, висока інфляція, перетворення депозитних ставок на від'ємні, обмежені можливості хеджування ризику інфляції через збільшення активів у валюті — усе це призвело до того, що найкращим способом хеджування знецінення заощаджень стало придбання товарів та житла у кредит.

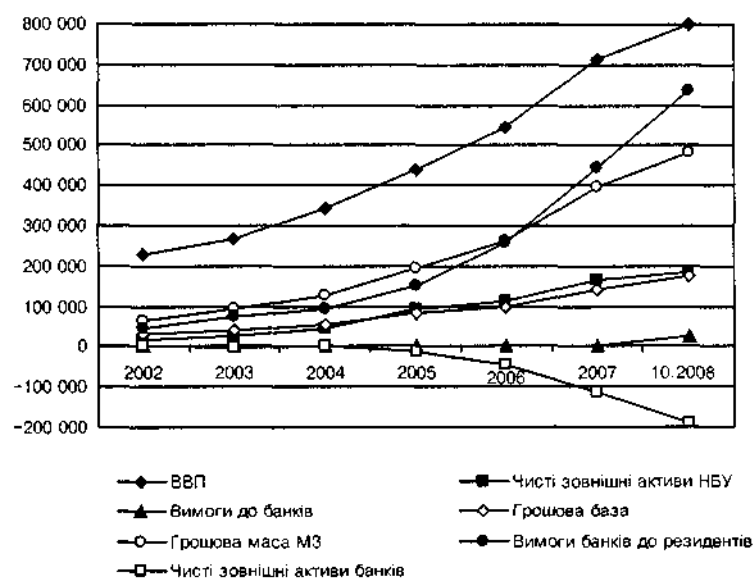
По-третє, зростаючий попит на кредити багато в чому спирався на завищені очікування майбутніх доходів. Те ж саме стосується й акцептування цього з боку банківської системи. Дана переоцінка майбутнього могла скластися виключно в умовах позитивного впливу глобальної кон'юнктури на економічну динаміку в Україні. Завдяки цьому і економічні агенти, і банківська система сформуливали однаковий вектор очікувань, що стало важливою передумовою зростаючого попиту та його задоволення.

По-четверте, із завищеним попитом на кредити як засобом хеджування інфляційних ризиків пов'язується зміна економічної поведінки, яка простежується у відносному зростанні одержаних кредитів порівняно із заощадженнями, підтримуваними у формі депозитів. В агрегованому макроекономічному вимірі це призводить до масштабного перенесення споживання на теперішній період (одержання кредитів) і зменшення відкладеного споживання у майбутньому (заощадження).

По-п'яте, перенесення споживання на теперішній період у такій формі перетворюється на потужний фактор дестабілізації платіжного балансу. Можна навіть

¹⁶ Це ще раз підтверджує теоретичне припущення про те, що в сучасних умовах стан глобальних макрофінансових процесів повинен обов'язково враховуватися макроекономічною політикою, а прискорений приплив капіталів, навіть на тлі сприятливої експортної кон'юнктури, все одно виступить каталізатором погіршення платіжного балансу і майбутньої валютної кризи. Експансія внутрішнього кредиту є однією з визначальних складових цього процесу.

¹⁷ *Zakharova D. One-Size-Fits-One: Tailor-Made Fiscal Responses to Capital Flows* // IMF Working Paper. — 2008. — WP/08/269. — P. 1–27.



Джерело: <http://www.bank.gov.ua>.

Рис. 1. Номінальне вираження монетарної і кредитної експансії в Україні з 2002-го по жовтень 2008 року, млн грн

сказати, що дія даного фактора певною мірою може відображати кінцевий вимір тих каналів впливу на перетворення профіциту поточного рахунку на дефіцит, який асоціюється з масштабним припливом капіталів, зовнішніми запозиченнями та перегрівом внутрішньої кон'юнктури.

Отже, у наявності чітка логічна схема нагромадження напередодні кризи в економіці України макрофінансових дисбалансів, які багато в чому випливають з поєднання наслідків монетарної політики, інертної до рівня інфляції й різкого прискорення банківського кредитування та зовнішніх запозичень банківської системи, із сприятливими глобальними умовами на фінансових та сировинних ринках (рис. 2). Більше того, слід визнати, що без відповідних глобальних тенденцій напередодні кризи макроекономічна експансія вітчизняної економіки не набула би таких яскраво виражених рис як з міркувань забезпеченості ресурсами (приплив капіталу, зовнішні запозичення), так і з точки зору завищених оцінок майбутніх доходів, які послуговували основою рівноважного зміщення попиту на кредити та акцепту такого попиту.

Для емпіричного підтвердження значення інфляційного фактора зміни економічної поведінки щодо одержання кредитів та створення депозитів, а також їх впливу на платіжний баланс розраховується показник співвідношення між обсягами кредитних вимог банків до домогосподарств та їх депозитами у національній валюті, який співставляється з рівнем інфляції та станом поточного рахунку платіжного балансу. Попри евристичну простоту даного показника, загалом він повністю ілюструє фінансовий прояв макроекономічного виміру змін в економічній

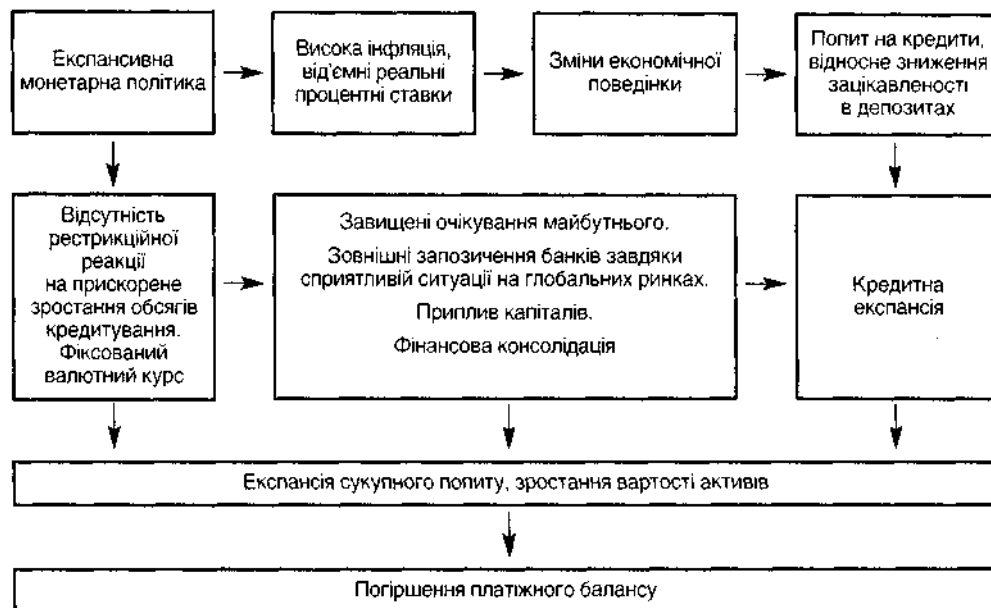


Рис. 2. Монетарні аспекти нагромадження макрофінансових дисбалансів вітчизняної економіки

поведінці. Обмеження даного аналізу сектором домогосподарств елімінує вплив інвестиційних міркувань на кредитну експансію і дозволяє побачити зміни в економічній поведінці населення.

Проведений аналіз дав змогу виявити чітку пряму лінійну залежність між рівнем інфляції в Україні та названим вище співвідношенням $y = 0,0806x + 0,1133$, $R^2 = 0,8115$, а також обернену залежність між останнім і станом поточного рахунку платіжного балансу $y = -8,1952x + 10,978$, $R^2 = 0,7875$. Простежується висока статистична значимість показника щільності зв'язку (R^2) в обох випадках, однак у другому вона є нижчою. Це можна пояснити більш широким набором факторів, які впливають на стан поточного рахунку, а також тим, що впродовж аналізованого періоду відбувся реверс поточного рахунку, що спричинило розширення діапазону коливань його значень.

З цього випливає, що рівень інфляції як результат монетарної політики фіксованого курсу, інертного до змін у глобальних тенденціях на товарних і фінансових ринках, істотно визначив передумови для погіршення макроекономічної стійкості вітчизняної економіки (зокрема, у зв'язку з тим, що через зміни економічної поведінки в напрямі перенесення споживання у теперішній період погіршився платіжний баланс, збільшилася зовнішня заборгованість фінансового сектору, який намагався задовольнити внутрішній попит на кредити, запозичуючи за кордоном, посилювалася доларизація економіки). Важливість виявленої закономірності демонструє необхідність виходу за традиційні для вітчизняної науки стереотипи пошуку зв'язків між грошовою масою та інфляцією як критерієм оцінки довгострокової

макроекономічної стабільності й урахування складного набору міжчасових зв'язків у макроекономіці, яка не функціонує поза фінансовим сектором.

Попри підтвердження гіпотези про те, що рівень інфляції змінює економічну поведінку в напрямі перенесення споживання на теперішній період, що погіршує платіжний баланс, слід визнати: такий зв'язок є відносно короткостроковим ефектом, який, проте, важливий з точки зору моніторингу процесів нагромадження вразливостей до шоків та кризових обставин. Така його короткостроковість зумовлена поєднанням таких моментів:

- зростаюча інфляція змінює економічну поведінку, але ще не переростає у гіперінфляційне прискорення зростання цін, яке б спонукало до різких обмежувальних рішень з боку НБУ;

- зростання попиту на кредити спирається на завищені очікування майбутніх доходів, тобто це випадок, коли починають даватися ознаки перші наслідки перегріву економіки, але у прискоренні інфляції економічні агенти ще не можуть розпізнати майбутній економічний обвал. По суті, це означає, що інфляція в Україні зберігає роль раннього індикатора перегріву економіки, чого не простежується у розвинутих країнах і найбільш успішних у сфері дезінфляції країнах з ринками, що виникають. Тобто це випадок, протилежний так званому "парадоксу довіри" до центральних банків, або, іншими словами, — це традиційний випадок недовіри до монетарної політики. Крім того, це означає, що такий зв'язок між інфляцією і змінами в економічній поведінці виникає тоді, коли економічні агенти формують позитивні очікування майбутніх доходів, хоча інфляція, демонструючи перегрів економіки, ще не вплинула на економічну динаміку, а кроки з обмеження сукупного попиту ще не були реалізовані, отже, не встигли позначитися на рестрикції доходу¹⁸;

- говорячи про позитивні очікування майбутніх доходів, які переорієнтовують економічних агентів на збільшення теперішнього споживання за рахунок попиту на кредити, треба визнати, що йдеться саме про номінальні доходи. Очікування зростаючих номінальних доходів відображає поєднання недовіри до монетарної політики, неспроможності контролювати інфляцію і знизити її до конвенціональних рівнів цінової стабільності, внаслідок чого припускається, що їх рівень буде достатнім для покриття платежів, які знецінюватимуться в майбутньому. Водночас дані очікування слід розглядати у контексті як завищеного сприйняття економічної динаміки (через глобальні та національні тенденції у сфері економічного зростання та підвищення доходів), так і фіксованого валютного курсу або курсу з потенційним підвищенням вартості національної валюти. Саме такий нюанс допомагає чіткіше зрозуміти тренд у бік доларизації кредитування не тільки сектору домогосподарств, а й реального сектору. Тобто доларизація зобов'язань

¹⁸ Дана теза має дуже важливе значення з точки зору теоретичних дискусій про природу очікувань економічних агентів. З одного боку, хеджуючи ризик інфляції через збільшення споживання та зменшення заощаджень, вони демонструють наявність раціональних очікувань. З другого, підтримання завищених оцінок майбутніх доходів в умовах прискорення інфляції є свідченням скоріше адаптивних очікувань, ніж раціональних. Це є продовженням дискусій на тему "грошової ілюзії".

економічних агентів і доларизація вимог банків є відображенням поєднання очікувань зростання номінальних доходів та збереження сталого курсу або курсу з ревальвацийним трендом;

— іншим аспектом короткостроковості даного ефекту є платіжний баланс. Приплив капіталу формує очікування зростання курсу, тим самим сприяючи реальній переоцінці національної валюти. Але позитивні очікування майбутнього ще не зруйновано кризою платіжного балансу і вони тривають тільки в міру того, як приплив капіталу дозволяє підтримувати валютний курс та збільшувати резерви за швидкого погіршення поточного рахунку. Доки зберігалися позитивна глобальна та національна економічна динаміка, приплив капіталу, реалізація зовнішніх запозичень тощо, доти уможливлювалося підтримання позитивних оцінок майбутнього, яке в сукупності з хеджуванням ризику інфляції переросло у стрімке нарощування кредитних зобов'язань. Тобто поки перегрів внутрішнього сукупного попиту не зруйнував стабільність платіжного балансу, переорієнтація в економічній поведінці була можливою.

Водночас слід визнати, що фактор платіжного балансу може робити відносною короткостроковість даного ефекту. Це прямо впливає зі стану глобальної ліквідності та ставлення до ризиків. Так, в умовах експансії глобальної ліквідності можливості підтримувати платіжний баланс дефіцитним стають невизначено довгими, що є більш радикальним випадком загальної закономірності: за глобалізації підтримання нерівноважних платіжних балансів розтягується в часі завдяки фінансовій інтеграції та мобільності капіталів усупереч поведінці валютних курсів¹⁹. За умов зворотної динаміки глобальної ліквідності термін підтримання платіжної нерівноваги скорочується, оскільки ринки менш схильні акцептувати розширення дефіциту поточного рахунку, внаслідок чого інфляція, і відповідно переоцінка реального валютного курсу, набагато швидше призводить до кризи платіжного балансу та обвалу валютного курсу. З цього випливає, що поєднання стрімкого погіршення платіжного балансу з економічним зростанням могло відбуватися тільки у виняткових умовах експансії глобальної ліквідності і тривати доти, доки не розпочалося глобальне коригування фінансових ринків та валютних курсів. Це саме стосується випадку ревальвации, яка, будучи необхідною з точки зору обмеження впливу валютних резервів на грошову пропозицію, тільки за сприятливої глобальної фінансової кон'юнктури і відповідного ставлення до ризику могла заохочувати попит на кредити та його задоволення всупереч тому, що вона мала би слугувати застереженням про перспективні ризики фінансування платіжного дефіциту. Саме тому уявна вітчизняна макроекономічна стабільність та нехтування проблемою інфляції і нарощуванням обсягів кредитування могли підтримуватися тільки

¹⁹ Так, С. Фішер констатує, що запізнення валютного курсу при врегулюванні проблеми платіжного балансу внаслідок фінансової глобалізації несе в собі ту небезпеку, що валютні кризи виникають за набагато вищого рівня дефіциту та зовнішнього боргу порівняно з випадком, якби валютний курс швидко реагував на зміни в платіжному статусі країни. Див.: *Fischer S. Financial Market Liberalization / Financial Globalization. Fifth BIS Annual Research Conference. 19–20 June 2006 // BIS Working Paper. — 2006. — № 32. — P. 4–11.*

до перших ознак глобальної дестабілізації, навіть безвідносно до того, наскільки внутрішнє прискорення інфляції могло би позначитися на погіршенні очікувань щодо зростання майбутніх номінальних доходів.

У сучасних теоретичних дискурсах експансія кредиту як елемент розкручування спіралі фінансових дисбалансів пов'язується з рівноважною дезінфляцією, пошуками дохідності та глобальною фінансовою інтеграцією. Дещо відмінне тлумачення пов'язується з характерним випадком країн з ринками, що виникають, які, підтримуючи фіксований валютний курс, неспроможні контролювати внутрішній сукупний попит в умовах масштабного припливу капіталу. Випадок України набагато ближче відповідає другому підходу, однак пов'язується нами не тільки з припливом капіталів, який перегріває внутрішню кон'юнктуру, а в першу чергу з тим, що затяжна висока інфляція змінює економічну поведінку в напрямі завищення попиту на кредити. У таких умовах експансія внутрішнього кредиту відображає завищений попит на них з точки зору хеджування ризику інфляції та можливості акцептування цього з боку банків завдяки зовнішнім запозиченням та завищеним очікуванням номінальних доходів. Емпірично існує щільний зв'язок між співвідношенням кредитування домогосподарств, їхніми депозитами у національній валюті та інфляцією. Цей саме показник чітко вказує на погіршення платіжного балансу внаслідок перенесення попиту на теперішній період. Такий ефект може мати відносно короткостроковий характер завдяки обмеженому періоду прогресуючої інфляції, рівень якої є порівнянним із позитивними очікуваннями майбутнього, але стан глобальної ліквідності здатен впливати на його відносне подовження завдяки своєму впливу на потоки капіталів та ставлення до ризику.