

**Ніконенко У.М.**

доктор економічних наук, доцент,  
доцент кафедри фінансово-економічної безпеки,  
обліку і оподаткування  
Української академії друкарства

**Nikonenko Uliana**

Ukrainian Academy of Printing

## СУЧАСНІ ВИКЛИКИ МАКРОФІНАНСОВІЙ СТАБІЛЬНОСТІ В КРАЇНАХ – ЕКСПОРТЕРАХ СИРОВИННИХ РЕСУРСІВ

## MODERN CHALLENGES OF MACRO-FINANCIAL STABILITY IN COMMODITY – EXPORTING COUNTRIES

У статті узагальнено основні виклики макрофінансовій стабільності в країнах – експортерах сировинних ресурсів, серед яких виокремлено сучасні (нові) виклики, а саме: підвищена волатильність цін на сировину, феномен екстремально низької процентної ставки на світових фінансових ринках та зростаюча вага інституційного чинника. Обґрунтовано, що для підвищення стійкості до «раптових зупинок» потоків капіталу і нестабільності цін на сировину доцільним є обмеження проциклічності фіскальної політики, використання монетарної політики для збільшення валютних резервів та запобігання надмірному підвищенню обмінного курсу, а для профілактики реверсів платіжного балансу необхідні значні внутрішні заощадження, які дадуть змогу обмежити потребу у зовнішніх запозиченнях. Установлено, що для підвищення стійкості до мінливості потоків капіталу потрібні не лише макроекономічні, а й інституційні гарантії.

**Ключові слова:** макрофінансова стабільність, країни – експортери сировинних ресурсів, волатильність цін на сировину, рівновага платіжного балансу, реверс платіжного балансу, «раптова зупинка» потоків капіталу, інституційні чинники.

В статье обобщены основные вызовы макрофинансовой стабильности в странах – экспортерах сырьевых ресурсов, среди которых выделены современные (новые) вызовы, а именно: повышенная волатильность цен на сырье, феномен экстремально низкой процентной ставки на мировых финансовых рынках и возрастающая весомость институционального фактора. Обосновано, что для повышения «внезапных остановок» потоков капитала и нестабильности цен на сырье целесообразными являются ограничение процикличности фискальной политики, использование монетарной политики для увеличения валютных резервов и предотвращения чрезмерного повышения обменного курса, а для профилактики реверсов платежного баланса необходимы значительные внутренние сбережения, которые позволят ограничить потребность во внешних заимствованиях. Установлено, что для повышения изменчивости потоков капитала нужны не только макроэкономические, но и институциональные гарантии.

**Ключевые слова:** макрофинансовая стабильность, страны – экспортеры сырьевых ресурсов, волатильность цен на сырье, равновесие платежного баланса, реверс платежного баланса, «внезапная остановка» потоков капитала, институциональные факторы.

Basic challenges of macro-financial stability in commodity exporting countries, among which current (new) challenges have been pointed out, namely: increased volatility in commodity prices, the phenomenon of extremely low interest rates in the global financial markets and the growing institutional market, have been summarized in the article. It has been noted that traditional and new challenges are united by the problematic of balance of payments equilibrium in general and its reversal in particular, which can occur even in a relatively successful economy. It has been grounded that in order to increase resistance to «sudden stops» of capital flows and volatility of commodity prices, it is advisable to limit fiscal policy pro-cyclicality, use the monetary policy to increase foreign exchange reserves and to prevent excessive exchange rate fluctuations. It has been mentioned that the public sector borrowing practice mainly in the national currency is an important advantage. It has been found, that significant internal savings, which will enable limitation of the need for external borrowing, are needed to prevent chaotic balance of payments reversals. Such borrowings have a negative impact not only because they inflate the exchange rate or increase inflation, but above all because of the dangerous illusion that rising export

earnings and easier access to global financial markets make it possible to immediately increase private and public consumption. Accordingly, little attention is paid to increasing savings, which impedes the financing of investments from internal sources and, what is not of less importance in the short term, and maintaining a positive current account balance. It has been proved that not only macroeconomic, but also institutional guarantees are needed to increase resilience to capital flows changes. The high quality of the institutional environment not only maintains the credibility of the economy at the proper level, but also provides the preconditions for an effective macroeconomic policy (New Zealand, Australia, Canada, for example).

**Key words:** macro-financial stability, commodity-exporting countries, commodity price volatility, balance of payments equilibrium, balance-of-payments reversal, «sudden stop» of capital flows, institutional factors.

**Постановка проблеми.** Упродовж останнього періоду часу розвитку глобальної економіки до звичної залежності країн – експортерів сировини від цінової кон'юнктури на світових ринках додалася ще й уразливість до мінливості короточасних потоків капіталу. У поєднанні зі зростаючою волатильністю цін на сировину це створило серйозні труднощі для макроекономічної політики та полегшило умови для гострих фінансових криз, зазвичай після «раптової зупинки» потоків капіталу під впливом зовнішніх шоків. Якщо раніше вважалося, що найбільшою мірою від значних коливань сировинних цін потерпають тільки імпортери, то останній період часу продемонстрував, що те, наскільки експортери сировини можуть запобігати значним макрофінансовим та соціальним утратам, багато в чому залежить і від характеру інститутів, які визначають потенційний профіль макроекономічної політики. З огляду на те, що сьогодні питання викликів макрофінансовій стабільності в сировинних економіках залишається предметом жвавих дискусій, вибрана тема дослідження є актуальною.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідження сучасних викликів макрофінансовій стабільності в країнах – експортерах сировини, які сьогодні об'єднує проблематика рівноваги платіжного балансу загалом та його реверсу зокрема, знаходять своє відображення в публікаціях П. Бачетти, Е. Ватсона, Ф. Дельбіанко, В. Козюка, З. Ліу, Р. Маккінона, Р. Меркадо, К.М. Райнхарта, Ф. Серано, Р. Сумми, К. Требеша, М. Урібе, А. Фернандеса, А. Фіоріті, В. Шевчука, С. Шмідт-Грохе, С. Шоуші та багатьох інших. Водночас в економічній літературі недостатньо уваги отримали різноманітні нюанси надмірного припливу капіталу, що погіршує рівновагу платіжного балансу, провокуючи ефекти «раптової зупинки» чи «цінових спазмів» і стає невід'ємним елементом подальших кризових явищ.

**Метою дослідження** є виявлення сучасних викликів макрофінансовій стабільності в країнах – експортерах сировинних ресурсів.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Основні виклики макрофінансовій стабільності

для країн із сировинною орієнтацією економіки можна узагальнити так:

1) підвищена волатильність цін на сировинні товари, що має стосунок до змін світової процентної ставки та динаміки фондових ринків;

2) невизначеність щодо наслідків «нормалізації» монетарної політики у США і країнах Єврозони під час переходу від екстремально низького до деякого вищого рівноважного значення процентної ставки;

3) зростаюча вразливість країн із низьким рівнем доходу та недостатньо диверсифікованою економікою до мінливості потоків капіталу (це підвищує частоту, амплітуду і непередбачуваність фінансових криз);

4) підвищена роль очікувань учасників фінансових та інших ринків, що підсилює макроекономічні шоки, які все більше стають глобальними (США – 2008 р.) або принаймні регіональними (Мексика – 1994 р., Росія – 1998 р., Греція – 2010 р., Туреччина – 2018 р.);

5) недостатність ринкових механізмів акумуляції внутрішніх заощаджень в економіках із надмірним приватним споживанням (оскільки немає відповідних «популярних» рішень в економічній політиці, це створює ризики політичної нестабільності);

6) труднощі опрацювання та реалізації оптимальної стабілізаційної політики (не всі економісти, а головне політики, переконані, що цього достатньо для досягнення траєкторії випереджувального довгострокового економічного зростання);

7) посилення конкуренції між країнами з дешевою робочою силою та використання штучного заниження обмінного курсу для отримання переваг у зовнішній торгівлі (це перешкоджає розвитку несировинних галузей);

8) підвищена вага невирішеності інституційних проблем включно з особливостями політичного процесу (це загрожує не лише поглибленням макроекономічних дисбалансів, а й політичною дестабілізацією зі знайомим латиноамериканським характером).

Окремі з перелічених викликів мають тривалу традицію, зокрема такі, як валютна криза внаслідок надмірної абсорбції, підвищена роль очіку-

вань, недостатні внутрішні заощадження, «конкурентні» девальвації, популістські «хитання» в економічній політиці; а деякі з них можна віднести до цілком нових явищ: підвищена волатильність цін на сировину, феномен екстремально низької процентної ставки на світових фінансових ринках та зростаюча вага інституційного чинника.

Традиційні та нові виклики об'єднує проблематика рівноваги платіжного балансу загалом та його реверсу зокрема, що може несподівано виникнути навіть в успішній економіці. Останнім у часі прикладом є Туреччина – країна, яка ще на початку 2018 р. вважалася успішною, що зуміла реалізувати переваги глобалізації та досягти значного збільшення доходу (17-та економіка у світі за обсягом ВВП). У травні 2018 р. В. Фурман [1], член Ради НБУ, називав Туреччину «одним з успішних прикладів, який заслуговує на розгляд». Безперечно, все зрозуміло. Але варто поглянути на це у цілком протилежному контексті – вивчення шляхів уникнення кризових явищ та «обвалу» національної грошової одиниці. Сьогодні замість опрацювання досвіду «швидко й успішно проведених структурних і інституційних реформ», «чіткої стратегії розвитку», «розвитку інфраструктури» та «бюджетно-податкових стимулів зростання», що нібито уможливили створити «високотехнологічну та експортоорієнтовану» економіку, насправді треба зосередитися на причинах гострої валютної кризи, яка відбиває обмеження платіжного балансу та проблеми інституційного характеру.

У сировинній економіці передумови кризових явищ створює залежність від світових цін на сировину, яка в підсумку й призводить до «раптової зупинки» потоків капіталу і реверсу платіжного балансу [2]. Нерідко сприятливі умови торгівлі створює ефект «фаворитизму» іноземних позичальників (в іноземній валюті). Згодом залежність від зовнішніх кредиторів і неспроможність збільшення внутрішніх заощаджень призводить до кризових явищ, де головною проблемою стає неспроможність фінансувати надмірний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу.

Особливістю сировинної економіки порівняно з більш диверсифікованими економіками на зразок Туреччини чи країн Південно-Східної Азії (Індонезія, Таїланд, Малайзія) стає висока ймовірність синхронного погіршення умов торгівлі після підвищення світової процентної ставки. У цьому разі платіжний баланс зазнає «подвійного шоку», адже вплив капіталу доповнюється зменшенням надходжень від експорту. Також погіршення умов торгівлі може стати ще однією причиною виникнення «раптової зупинки» потоків капіталу.

Як нещодавно продемонстрував теоретично і емпірично С. Шоуша [3], макроекономічний вплив цін на сировину в економіці з відкритістю для потоків капіталу («виникаючі» ринки) стає набагато сильнішим. Головними стають механізми коштів оборотного капіталу і процентної ставки. Менше впливають механізми фінансового акселератора і банківських балансів. Після підвищення цін на сировину відбувається зміцнення обмінного курсу, підвищення цін на товари внутрішньої торгівлі (наприклад, нерухомість) та зниження премії від ризику для країни-експортера. Оскільки банки надають позики в місцевій грошовій одиниці, а позичають за кордоном в іноземній, підвищення цін на внутрішньому ринку та здешевлення зовнішніх запозичень дають змогу розширити обсяги внутрішнього кредитування. Водночас зниження реальної процентної ставки на внутрішньому ринку знижує вартість оборотних коштів і, таким чином, створює бум у сировинному та несировинному секторах, передусім у будівництві, тоді як вплив на промисловість незначений (хоча вартість оборотних коштів знижується, протилежний вплив має підвищення вартості чинників виробництва). Збільшенню обсягів кредитування сприяють підвищення вартості банківських активів та балансовий ефект. Зрозуміло, що в разі зниження цін на сировину або «раптової зупинки» потоків капіталу ситуація змінюється на протилежну.

Для ілюстрації різноманітних аспектів сировинно-мотивованого реверсу потоків капіталу найчастіше використовують досвід саме країн Латинської Америки, але основні елементи так само легко простежити на нещодавньому прикладі Туреччини. Залежність країн Латинської Америки від цінових циклів на сировинних ринках та потоків капіталу акцентовано у багатьох дослідженнях [4], а краще розуміння складної взаємодії обох шоків дає можливість пояснити окремі результати, коли дослідники не знаходять достатньої «ваги» цінового шоку для сировинних економік навіть у короткочасному періоді. Наприклад, для країн Латинської Америки виявлено, що на зміни умов торгівлі припадає лише 26% змін доходу, а такий «незвичайний» результат пояснено особливостями ринку праці [5]. Раніше для «виникаючих» ринків відповідна залежність оцінювалася на рівні 10% [6].

Логічно припустити, що ефект від поліпшення умов торгівлі (ТОТ) нівелюється надмірним зміцненням (нестабільністю) грошової одиниці та легшим доступом до зовнішніх запозичень приватного і державного секторів. Дослідження для Аргентини, що враховує обидва чинники – умови торгівлі і приплив капіталу, – показало вагу цін на сировину в цикліч-

них змінах ВВП на рівні 38%, споживання – 42%, інвестицій – 61% [7]. Інструментальним чинником стало підвищення продуктивності праці. З урахуванням супутнього зниження премії від ризику, підвищення цін на сировину та результуючий приплив капіталу збільшують обсяги ВВП, інвестицій і споживання, але погіршують торговельний баланс, що можна розглядати як передумову для наступного реверсу платіжного балансу.

У Бразилії сировинний бум 2003–2010 рр. і кращий доступ до світових фінансових ринків схилили до більшої переорієнтації фіскальної політики на соціальні цілі, що сприяло збільшенню як приватних інвестицій, так і споживання на додаток до інших чинників, таких як стрімке розширення споживчого кредитування, інтенсивне створення нових робочих місць у державному секторі, зростання реальної заробітної плати [8]. Обсяги експорту зросли із 72 млрд доларів у 2003 р. до 197 млрд доларів у 2008 р., що сприяло рекордному збільшенню валютних резервів [9]. Проте сировинний бум, який поєднувався зі значним припливом капіталу, так і не було використано для підвищення стійкості до макроекономічних шоків. У 2012–2016 рр. економіка Бразилії опинилася у черговій рецесії.

У Туреччині структура експорту набагато краща, але «раптової зупинки» уникнути не вдалося. Успіхи лише захопили додаткові запозичення приватного сектору, що загалом є характерним для багатьох сировинних економік, коли сприятлива кон'юнктура супроводжується значними запозиченнями ззовні.

Класично для підвищення стійкості до «раптових зупинок» і нестабільності цін на сировину пропонується обмеження проциклічності фіскальної політики, використання монетарної політики для збільшення валютних резервів та запобігання надмірному підвищенню обмінного курсу [10], що загалом збігається з рекомендаціями для «виникаючих» ринків [11]. Важливу перевагу становить практика запозичень державного сектору переважно у національній грошовій одиниці, як це зауважено для Нової Зеландії [12].

У ширшому контексті для профілактики реверсів платіжного балансу необхідні значно більші внутрішні заощадження, які дадуть змогу обмежити потребу в зовнішніх запозиченнях. Такі запозичення мають негативний вплив не лише тому, що завищують обмінний курс чи підвищують інфляцію, а насамперед унаслідок небезпечної ілюзії, що зростаючі надходження від експорту та полегшений доступ до світових фінансових ринків уможливають негайне збільшення обсягів споживання у приватному і

державному секторах. Відповідно, слабе увага до збільшення заощаджень, що перешкоджає фінансуванню інвестицій із внутрішніх джерел і, що не менш важливо у короткочасному періоді, підтриманню додатного сальдо поточного рахунку.

Як це передбачає гіпотеза «перманентного доходу» (англ. permanent income hypothesis), відкриті економіки зі значними природними ресурсами повинні заощаджувати значну частину надходжень від експорту сировини, підтримуючи стабільне додатне сальдо експорту-імпорту [13]. Оскільки сировинні економіки зазвичай вимагають значних інвестицій, не вдається підтримувати тривалий надлишок заощаджень над інвестиціями. Намагання прискорити економічне зростання може зумовити значні запозичення за кордоном під заставу наявних природних ресурсів, що зумовлює зменшення додатного сальдо поточного рахунку до мінімуму або навіть перехід до дефіциту поточного рахунку. Власний вплив можуть мати надходження від тих, хто працює за кордоном, що теж можуть бути пов'язаними зі зміною умов торгівлі для країн-акцепторів.

Важливо, що обсяги зовнішніх зобов'язань зменшуються внаслідок збільшення обсягів виробництва як у сировинному, так і несировинному секторах, тоді як протилежно впливає інвестиційний процес. Якщо країна потерпає від нестачі капіталу, то отримані надходження від експорту сировини найімовірніше використовуватимуться для інвестицій, аніж для придбання іноземних цінних паперів, як це робить Норвегія. Така поведінка погіршуватиме сальдо поточного рахунку, яке виявлятиме нижчі значення, ніж це передбачає гіпотеза «перманентного доходу». Проте власний негативний вплив можуть мати низька ефективність зроблених інвестицій та відсутність передумов для прискореного інвестиційного процесу (англ. absorptive capacity constraints). Якщо такі обмеження стають очевидними, а погіршення сальдо поточного рахунку перевищує деякий безпечний «поріг» (зазвичай 2–3% від ВВП), доцільно сповільнити динаміку інвестицій у приватному і державному секторах, щоб уникнути акумуляції надмірного зовнішнього боргу.

Ситуація в сучасній Туреччині дуже добре ілюструє доречність саме такої політики, яку ще в 1970-х роках «перевірили» країни Латинської Америки. Профілактика «раптової зупинки» вимагає скорочення надмірного сальдо поточного рахунку за допомогою обмеження сукупного попиту (внутрішньої абсорбції). Як виявив Р. Меркадо [14] за даними 55 країн (1982–2014 рр.), не всі значні надходження капіталу завершуються «раптовою зупинкою», а

лише ті, коли спостерігався інфляційний «перегрів» економіки за умов глобальної аверсії до ризику. Ймовірність «раптової зупинки» набагато вища для припливу капіталу, що зумовлений сировинним бумом.

Для Латинської Америки звично, що будь-які кроки в напрямі меншої проциклічності фінансової політики, яка є головним елементом не лише стабілізаційної політики, а й довгострокового економічного зростання, критикуються прихильниками структуралізму. Доцільність рестрикційної економічної політики заперечується, а натомість пропагується необхідність стимулювання виробництва для подальшого підвищення конкурентоспроможності та збільшення експорту. Наприклад, Ф. Серано і Р. Сумма [8] вважають, що для Бразилії в 2011–2012 рр. непотрібне обмеження сукупного попиту зменшило стимули для інвестицій, що й спричинило тривалу рецесію. Негативний вплив цін на сировину та зміни прераференцій іноземних інвесторів заперечується.

Неминуче підвищення «світової» процентної ставки до «нормального» рівня у поєднанні з можливістю стагнації цін на сировину та їхньою підвищеною волатильністю (навіть на нижчому рівноважному рівні) створює серйозні проблеми для економічної політики тих країн – експортерів сировини та напівсировинних товарів, що не опрацювали ефективної стабілізаційної політики, не мають надійних «фундаментів» і вразливі до «раптової зупинки» потоків капіталу. Цілком можливо, що саме аномально тривалий період екстремально низької процентної ставки відклав у часі очікуваний черговий «пік» суверенних дефолтів, який спрогнозовано на підставі початку в 2012 р. чергового «подвійного дна» – цін на сировину і припливу капіталу [15].

Додаткові ризики створює можливе зміцнення долара, передусім для країн, що практикують прикріплення власної грошової одиниці до американської грошової одиниці, в якій встановлюються ціни на сировину. Таке вже траплялося у минулому. Одна з причин фінансової кризи в Аргентині (2001–2002 рр.) – поєднання низьких цін на сировину та «міцного» долара [16], хоча окремі економісти заперечують таку можливість на підставі триваючого зростання аргентинського експорту в 2001 р. [17]. Для підтримання цінової конкурентоспроможності в таких випадках стає необхідним зниження цін (дефляція) у секторі товарів і послуг, що не торгуються на світових ринках. Це не створює проблем для країн з оберненою залежністю приватного споживання від інфляції (Австралія, Канада, Аргентина, Мексика, Білорусь, Казахстан, Росія), але може зменшити внутрішній попит у тих країнах, де така залежність пряма (Чилі).

Р. Маккінон і З. Ліу [18] вказують на значну різницю процентних ставок між США та «виникаючими» ринками як на важливе джерело нестабільності долара, що має стосунок до його «незвичної» поведінки в 2008–2009 рр. У докризовий період багато інвесторів використовували дешеві кредити у доларах для придбання цінних паперів на «виникаючих» ринках, заохочуючи стратегію carry trade. Це зміцнювало їхні грошові одиниці, що лише підвищувало доходність зроблених портфельних інвестицій. Проте з початком фінансової кризи (осінь 2008 р.), проблеми у банківській системі США та інших країн різко обмежили доступ до кредитних ресурсів, що змусило інвесторів до продажу активів на «виникаючих» ринках задля повернення отриманих доларових кредитів. Таким чином, долар почав зміцнюватися на тлі очевидної кризи у США. Стверджується, що збереження значного диференціалу процентних ставок між США та «виникаючими» ринками провокуватиме подібні ситуації в майбутньому. Оскільки багато країн із цієї групи мають значний сировинний експорт, а водночас імпортують продовольчі товари, виникають передумови для нових цінових «бульбашок». До переліку чинників світової нестабільності може додатися фактор штучно заниженої процентної ставки у Китаї.

Можливості «конкурентної» девальвації як засобу поліпшення сальдо експорту-імпорту не слід перебільшувати, адже в глобалізованій економіці зростає кількість країн, що можуть відреагувати подібним чином. З іншого боку, нестабільна грошова одиниця здатна підсилити макроекономічну нестабільність, що в поєднанні з волатильністю цін на сировину може мати несприятливий мультиплікативний ефект. Додатково слід урахувувати залежність технологічного імпорту від обмінного курсу та можливість зменшення трудових ресурсів унаслідок еміграції робочої сили. Окремі дослідники на основі подібностей між двома «піками» цінового суперциклу – в 1974 і 2008 рр. – припускають відносну стабільність цін на сировину в наступні два десятиліття (цьому сприятимуть нові технології і зростання запасів), але вагома залежність цін на сировину від макроекономічних шоків, як це акцентовано в праці [19], підсилює аргументацію на користь підвищеної волатильності сировинного ринку.

Хоча безпосередній вплив економічного зростання в США та інших «центрах» світової економіки може бути маргінальним для окремих країн, не варто легковажити можливістю чергового глобального шоку, спричиненого або складнощами переходу до «нормального» рівня процентної ставки, або невирішеністю

проблеми значного державного боргу США (у минулому це відбувалося за рахунок підвищення інфляції), або політикою одностороннього торговельного протекціонізму, який схильна практикувати адміністрація президента Д. Трампа. Потрібно враховувати досвід світової фінансової кризи 2008–2009 рр., коли на відміну від попередніх кризових ситуацій проблеми американської економіки дуже оперативно поширилися на всі країни світу [20].

Для підвищення стійкості до мінливості потоків капіталу потрібні не лише макроекономічні, а й інституційні гарантії. Слід зауважити, що у Новій Зеландії від'ємне сальдо поточного рахунку спостерігається від початку 1980-х років, а зовнішній борг сягає 70% від ВВП, проте загроза «раптові зупинки» не виникала [12]. Подібним чином це стосується Австралії і Канади. Хоча в усіх трьох випадках впорядковане вирівнювання платіжного балансу пов'язується з підтриманням плаваючого обмінного курсу та ефективністю девальвації як засобу збільшення експорту, не менш важливим є якісно різне інституційне середовище, яке не лише підтримує довіру до економіки на належному рівні, а й забезпечує передумови для ефективної макроекономічної

політики. Загалом це призводить до того, що у разі надмірного погіршення сальдо поточного рахунку реверс платіжного балансу відбувається впорядковано і не супроводжується кризовими явищами.

**Висновки з проведеного дослідження.** Таким чином, підвищена залежність від волатильності світових цін на сировину, нестабільність потоків короткочасного капіталу та обмежені можливості збільшення внутрішніх заощаджень передбачають зменшення обсягів зовнішніх запозичень як головного «запобіжника» для хаотичних реверсів платіжного балансу та підвищення стійкості до «раптові зупинки» потоків капіталу. Це важливо в контексті «нормалізації» монетарної політики найбільших промислових країн у середовищі з високою заборгованістю приватного і державного секторів, що, найімовірніше, позначиться підвищенням світової процентної ставки в обох вимірах – номінальному і реальному, а також її нестабільністю. Мінімізація залежності від припливу короткочасного капіталу має полегшити використання процентної ставки та обмінного курсу для підтримки рівноваги доходу і платіжного балансу.

#### Список використаних джерел:

1. Фурман В. Стимулювання розвитку економіки: досвід Туреччини і українські реалії. *Дзеркало тижня*. 2018. 18 травня.
2. Ніконенко У.М. Макроекономічні детермінанти функціонування ресурсозалежних економік в умовах глобалізації: монографія. Львів: Видавництво Тараса Сороки, 2019. 332 с.
3. Shousha S. Macroeconomic Effects of Commodity Booms and Busts: The Role of Financial Frictions. N.Y.: Columbia University, 2016. 57 p.
4. Delbianco F., Fioriti A. Ex Reinhart ternal cycles and commodities in Latin America and the Caribbean: a cointegration analysis with breaks. *Lect. Econ.* 2018. № 88. P. 51–76. DOI: 10.17533/udea.le.n88a02.
5. Ben Zeev N., Pappa E., Viconda A. Emerging economies business cycles: The role of commodity terms of trade news. *Journal of International Economics*. 2017. Vol. 108(C). P. 368–376.
6. Schmitt-Grohe S., Uribe M. How important are terms of trade shocks? *International Economic Review*. 2018. Vol. 59. № 1. P. 85–111.
7. Drechsel T., Tenreyro S. Commodity Booms and Busts in Emerging Economies. *NBER Working Paper*. 2017. № 23716. 50 p.
8. Serrano F., Summa R. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011–2014. *Nova Economia*. 2015. Vol. 25. P. 803–833.
9. Bacha E., Fishlow A. Recent Commodity Price Boom and Latin American Growth: More Than New Bottles for an Old Wine? / eds. by J.A Ocampo, J. Ros. *The Oxford Handbook of Latin America Economics*, 2011. P. 394–410.
10. Frankel J. On the Rand: Determinants of the South African Exchange Rate. *South African Journal of Economics*. 2007. Vol. 75. № 3. P. 425–441.
11. Knight A.P. Mood at the midpoint: Affect and change in exploratory search over time in teams that face a deadline. *Organization Science*. 2015. Vol. 26. P. 99–118.
12. Hargreaves D., Watson E. Sudden stops, external debt and the exchange rate. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 2011. Vol. 74. № 4. 27 p.
13. Araujo J., Li B. G., Poplawski-Ribeiro M., Zanna L.P. Current account norms in natural resource rich and capital scarce economies. *Journal of Development Economics*. 2016. Vol. 120(C). P. 144–156.
14. Mercado R. Not All Surges of Gross Capital Inflows Are Alike. *TEP Working Paper*. 2016. № 2016. 38 p.
15. Reinhart C.M., Reinhart V., Trebesch C. Global cycles: capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815–2015. *The American Economic Review*. 2016. № 106(5). P. 574–580.
16. Fanelli J.M. Growth, instability and the convertibility crisis in Argentina. *CEPAL Review*. 2002. № 77. P. 25–43.

17. Hanke S., Schuler K. What Went Wrong in Argentina? *Central Banking*. 2002. Vol. 12(3). P. 43–48.
18. McKinnon R., Liu Z. Hot Money Flows, Commodity Price Cycles, and Financial Repression in the US and the People's Republic of China: The Consequences of Near Zero US Interest Rates. *ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration*. 2013. № 107. 21 p.
19. Carter C., Rausser G., Smith A. Commodity Booms and Busts. *The Annual Review of Resource Economics*. 2011. Vol. 3. № 1. P. 87–118.
20. Bacchetta P., van Wincoop E. The Great Recession: A Self-Fulfilling Global Panic. *American Economic Journal Macroeconomics*. 2016. № 8. P. 177–198.

#### References:

1. Furman, V. (2018). *Stymuliuvannia rozvytku ekonomiky: dosvid Turechchyny I ukrainski realii*. [Stimulating economic development: Turkey's experience and Ukrainian realities]. *Dzerkalo tyzhnia*, 18 may.
2. Nikonenko, U. M. (2019). *Makroekonomichni determinanty funktsionuvannia resursozaleznykh ekonomik v umovakh hlobalizatsii* [Macroeconomic determinants of functioning of resource dependent economies in the conditions of globalization]. Lviv: Vydavnytstvo «Tarasa Soroky». 332 p.
3. Shousha, S. (2016). *Macroeconomic Effects of Commodity Booms and Busts: The Role of Financial Frictions*. N.Y.: Columbia University, 57 p.
4. Delbianco, F., Fioriti, A. (2018). Ex Reinhart ternal cycles and commodities in Latin America and the Caribbean: a cointegration analysis with breaks. *Lect. Econ.*, no. 88. pp. 51–76. DOI: 10.17533/udea.le.n88a02
5. Ben Zeev, N., Pappa, E., Viconda, A. (2017). Emerging economies business cycles: The role of commodity terms of trade news. *Journal of International Economics*, no. 108(C), pp. 368–376.
6. Schmitt-Grohe, S., Uribe, M. (2018). How important are terms of trade shocks? *International Economic Review*, vol. 59, no. 1. pp. 85–111.
7. Drechsel, T., Tenreyro, S. (2017). Commodity Booms and Busts in Emerging Economies. *NBER Working Paper*, no. 23716, 50 p.
8. Serrano, F., Summa, R. (2015). Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011–2014. *Nova Economia*, no. 25, pp. 803–833.
9. Bacha, E., Fishlow, A. (2011). Recent Commodity Price Boom and Latin American Growth: More Than New Bottles for an Old Wine? / eds. by J.A. Ocampo, J. Ros. *The Oxford Handbook of Latin America Economics*, pp. 394–410.
10. Frankel, J. (2007). On the Rand: Determinants of the South African Exchange Rate. *South African Journal of Economics*, vol. 75, no. 3. pp. 425–441.
11. Knight, A. P. (2015). Mood at the midpoint: Affect and change in exploratory search over time in teams that face a deadline. *Organization Science*, no. 26, pp. 99–118.
12. Hargreaves, D., Watson, E. (2011). Sudden stops, external debt and the exchange rate. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol. 74, no. 4, 27 p.
13. Araujo, J., Li, B. G., Poplawski-Ribeiro, M., Zanna, L. P. (2016). Current account norms in natural resource rich and capital scarce economies. *Journal of Development Economics*, no. 120(C), pp. 144–156.
14. Mercado, R. (2016). Not All Surges of Gross Capital Inflows Are Alike. *TEP Working Paper*, 38 p.
15. Reinhart, C. M., Reinhart, V., Trebesch, C. (2016). Global cycles: capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815–2015. *The American Economic Review*, no 106(5), pp. 574–580.
16. Fanelli, J. M. (2002). Growth, instability and the convertibility crisis in Argentina. *CEPAL Review*, no. 77, pp. 25–43.
17. Hanke, S., Schuler, K. (2002). What Went Wrong in Argentina? *Central Banking*, no. 12(3), pp. 43–48.
18. McKinnon, R., Liu, Z. (2013). Hot Money Flows, Commodity Price Cycles, and Financial Repression in the US and the People's Republic of China: The Consequences of Near Zero US Interest Rates. *ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration*, no 107, 21 p.
19. Carter, C., Rausser, G., Smith, A. (2011). Commodity Booms and Busts. *The Annual Review of Resource Economics*, vol. 3, no. 1, pp. 87–118.
20. Bacchetta, P., van Wincoop, E. (2016). The Great Recession: A Self-Fulfilling Global Panic. *American Economic Journal Macroeconomics*, no. 8, pp. 177–198.