

**Ринок фінансово-банківських послуг**

Себастьян СТРАШЕК,  
Тімотей ЯГРІЧ,  
Наташа ШПЕС,  
Віта ЯГРІЧ

**ФІНАНСОВІ КРИЗИ:  
ЯК УПОРАТИСЬ ІЗ НИМИ?****Резюме**

Останні фінансові кризи відображають ризики фінансової волатильності та макроекономічної нестабільності в процесі економічного зростання і розвитку. У статті розглянуто основні чинники фінансових криз на ринках, що розвиваються, причини вразливості й адекватність відповідних антикризових заходів. Встановлено, що фінансові кризи 1990-х рр. показали тісну взаємозалежність між стабільністю фінансової системи країни та її економічними показниками. Чітко продемонстровано необхідність подальшого розвитку інструментів та інфраструктури ринків капіталу в країнах, що розвиваються. Наведено низку політичних уроків, які можуть знизити імовірність появи криз у майбутньому й обмежити їх негативний вплив.

---

© Себастьян Страшек, Тімотей Ягріч, Наташа Шпес, Віта Ягріч, 2007.

Страшек Себастьян, д-р, професор, кафедра економічної політики, факультет економіки і бізнесу, Університет Марібора, Словенія.

Ягріч Тімотей, д-р, професор, кафедра кількісного економічного аналізу, факультет економіки і бізнесу, Університет Марібора, Словенія.

Шпес Наташа, асистент кафедри економічної політики, факультет економіки і бізнесу, Університет Марібора, Словенія.

Ягріч Віта, асистент кафедри фінансів, факультет економіки і бізнесу, Університет Марібора, Словенія.

## Ключові слова

Фінансові кризи, фінансова волатильність, макроекономічна нестабільність.

Класифікація за JEL: G15, G18.

## 1. Вступ

Протягом останніх десятиліть неймовірно зріс загальний обсяг капітальних потоків в економіки країн, що розвиваються, причому лівова частка цього зростання стосується акцій та портфельних інвестицій. Але оскільки рух капіталу був основним каталізатором посилення глобальної економічної інтеграції, то ринкові спади, пов'язані з цим, також стали більш очевидними. Починаючи з 1982 р., ринки країн, що розвиваються, похитнули три основні фінансові кризи: американська боргова криза 1980-х рр., мексиканська криза 1994–1995 рр. та азійська криза 1997 р. Азійська криза поширилась на Росію та країни Латинської Америки і вплинула також на економіки багатьох індустриальних країн.

Сучасні фінансові кризи в країнах, що розвиваються, дуже відрізняються від минулих. У період між 1940 і 1970-ми рр. фінансовим кризам передували значний фіскальний дефіцит, пригнічена внутрішня фінансова система та стан платіжного балансу, що асоціювався з різким погіршенням умов торгівлі. Проте в кінці 1990-х рр. в Азії виник новий різновид криз. Чимало країн, що розвиваються, які зазнали фінансового колапсу, до самого його початку вважалися дуже успішними.

У цій статті буде здійснено спробу проаналізувати чинники валютної та фінансової криз на основі досвіду азійських країн у 1970 р. У літературі, зазвичай, виділяють такі фактори, що посилюють вразливість до валютних та фінансових криз: необачна фіскальна політика, слабкість фінансового сектору, неадекватність пруденційного нагляду і контролю, завищений реальний обмінний курс, значні позики приватному сектору і незначна частка валютних резервів в урядових пасивах (зобов'язаннях), розрахованих відносно сукупної грошової маси. Існує загальний консенсус, що всім кризам 1990-х рр. передували два типи ринкових спадів: по-перше, міжнародні фінансові інституції давали надмірні позики країнам, що розвиваються, і, по-друге, урядові фінансові інституції та корпорації надто багато позичали.

Структура статті має такий вигляд. Наступний розділ підсумовує останні теоретичні розробки стосовно фінансових криз. У третьому розділі запропоновано кілька уроків від нещодавніх криз для країн, що розвиваються.

ся. В останній частині проаналізовано результати дослідження і зроблено висновки.

## **2. Останні теоретичні розробки стосовно природи фінансових криз**

Серйозні фінансові кризи не є новим явищем; азійська криза йшла за мексиканською 1994 р., кризою Європейської валютної системи 1992-1993 рр. та минулими кризами в Латинській Америці. Ці валютні кризи стали предметом досліджень у численних джерелах економічної літератури, як теоретичних, так і емпіричних. Теоретична література стосовно криз платіжного балансу почала з'являтися в неймовірній кількості після виходу у світ праці Кругмана (1979). Кругман стверджував, що кризи виникають тоді, коли тривале погіршення основних показників економіки стає несумісним зі спробою зафіксувати обмінний курс. Отже, класична модель Кругмана пояснює, що виникнення криз є результатом фундаментальних суперечливостей у внутрішній політиці – тривалим фінансуванням бюджетного дефіциту додатковою емісією грошей, з одного боку, і спробою підтримки фіксованого валютного курсу, з іншого. Ці суперечності можуть бути тимчасово згладжені, якщо центральний банк має достатній обсяг резервів, але якщо резерви стають неадекватними, то валютні спекулянти загострюють питання шляхом зменшення обсягу продажу валюти. Тобто, початок кризи в моделі Кругмана визначається критичним рівнем обсягу резервів. Щойно центральний банк втрачає свої резерви у черговій атаці на національну валюту, в нього немає іншого вибору, ніж відмовитись від прив'язки валютного курсу. Отже, результатом кризи стає перехід до плаваючого валютного курсу. Проте найновіші статті стверджують, що влада може вирішити відмовитись від паритету з інших причин: вона може бути більше стурбована негативними наслідками заходів економічної політики, необхідних для підтримки паритету (як, наприклад, підвищення рівня відсоткової ставки) чи з огляду на інші ключові економічні змінні (як, наприклад, рівень безробіття).

Модель Кругмана та її розширення входять до так званих моделей криз платіжного балансу першого покоління. Оскільки криза виникає в результаті невідповідності між надмірним монетизованим дефіцитом державного сектора і системою валютного курсу, вона є неминучою і передбачуваною в країнах, де відбувається постійне погіршення основних економічних показників.

Сучасні моделі показують, що кризи можуть розвинутись і без значних змін в основних економічних показниках. Моделі, які дотримуються цієї лінії, відносять до моделей кризи платіжного балансу другого покоління. Існує принаймні два типи моделей, у яких початок криз не спричинений погіршенням основних параметрів економіки, а навпаки, є наслідком суто ва-

лютних спекуляцій. Calvo і Mendosa (1997) розробили модель «стадної» поведінки, згідно з якою через високу вартість отримання інформації іноземні інвестори змушені приймати рішення на основі обмеженої інформації, що робить їх особливо вразливими до різноманітних чуток.

Інший тип моделей наголошує на можливості виникнення «ефектів зараження». Існує два підтипи таких ефектів: перший тип (Gerlach і Smets, 1995) зосереджує увагу на торгівлі та втратах конкурентоспроможності в результаті девальвації в країнах основних торгових партнерів, що, у свою чергу, робить національну валюту вразливішою до валютної атаки. Модель розглядає ситуацію, в якій девальвація валюти однієї країни змушує торгового партнера теж занизити вартість своєї валюти, щоб не втратити конкурентоспроможності. Аналогічний ефект можна отримати в моделі з багатьма рівноважними точками, згідно з якою девальвація в країні – торговому партнері – спричиняє загальне погіршення очікувань відносно стану внутрішньої економіки і зумовлює самопідсилювальну кризу. Якщо присутні «ефекти зараження», то криза в сусідній країні може стати сигналом майбутньої внутрішньої кризи. Mason (1998) розробив другий підтип моделі, який стосується рівняння з багатьма рівноважними точками, і припускає, що криза в одній країні може спричинити негативи в інших країнах, сигналізуючи, що девальвація напевно є результатом початку кризи. Даний сигнал може згодом призвести до спекулятивної самопідсилювальної атаки.

Можна подумати, що багато моделей другого покоління приховано чи відкрито припускають можливість виникнення самопідсилювальної кризи. Esquivel і Larrain (1998) визначають такий тип криз, як кризи, що виникають, коли виключно песимізм групи впливових інвесторів провокує відтік капіталу, який у кінцевому результаті призводить до колапсу системи валютних курсів, таким чином підтверджуючи негативні очікування. Ці сучасні теоретичні розробки відводять меншу роль основним економічним параметрам економіки в генерації криз платіжного балансу, але вони також наголошують на важливості інших змінних, які можуть допомогти передбачити настання цих криз.

Труднощі, що виникають при врахуванні деяких ключових аспектів останніх криз, змусили деяких економістів (Krugman, 1998) замислитись над необхідністю розробки такої моделі кризи «третього покоління», яка б концентрувалась на проблемах банківської системи, пов'язаних із моральним ризиком.

### **3. Уроки міжнародних фінансових криз 1990-х рр.**

Після 1997 р. в теоретичній літературі панували два основних підходи. Перший підхід, представлений McKinnon і Phil (1996), а також Krugman (1998, 1999), моделює «синдром надмірного запозичення» і наголошує на

ролі кредитування, заснованого на моральному ризику (moral hazard) що здійснюється нерегульованими банками та фінансовими інституціями (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998). Відповідно до цього підходу, раціональний економічний суб'єкт може розраховувати на те, що уряд вживатиме заходи для порятунку будь-якого великого банку чи корпорації з хорошими політичними зв'язками у разі виникнення у них проблем із платоспроможністю.

Radelet і Sachs (1998) вбачали причину виникнення повної фінансової паніки, що спричиняла валютні кризи, масове зняття коштів з банківських рахунків, масові банкрутства і політичне безладдя, у поєднанні ряду чинників, таких як паніка в міжнародній інвестиційній спільноті, політичні помилки кризового менеджменту, погано розроблені міжнародні програми кризової допомоги. Chang і Velasco (1998) запропонували схожий підхід, згідно з яким азійську валютну кризу вважають наслідком масового зняття коштів з банківських рахунків.

Беручи за основу це дискусійне твердження, Krugman (1999) розробив модель третього покоління, зосереджуючи увагу на мікроекономічних недоліках (таких як моральний ризик і засновані на ньому надмірні позики), які можуть дати початок спекулятивним атакам проти чинних режимів валютних курсів. Ця модель намагається врахувати як основні економічні показники, так і множинні точки рівноваги у ринковій поведінці.

Фінансові кризи того типу, що мали місце в Східній Азії, на передній план вивели той факт, що, за умов глобалізації, помилкова економічна політика може мати більш несподівані та кардинальні наслідки для країни, ніж у минулому. Азійська криза та хвиля валютних криз, що мали місце в Латинській Америці, мали значний вплив («ефект переливу») на інші регіони, особливо на країни з перехідною економікою, які зазнали негативного впливу від подій в Азії та Росії. Як можуть країни з малою економікою, що розвивається, уникнути подібних криз, використовуючи досвід Азії та Росії?

Основним питанням у контексті виникнення криз стає визначення наслідків для економічної політики. Проблеми, з якими стикаються країни, що розвиваються, значною мірою різняться між собою, але можна визначити коло проблем, які необхідно вирішити в країнах з малою відкритою економікою, що розвивається, для того щоб запобігти повторному виникненню криз у майбутньому. Виокремимо кілька уроків з основних проблем, багато з яких є взаємопов'язаними.

### **Урок 1: Лібералізація фінансових ринків – найкращий передвісник валютних криз.**

Цей факт був усвідомлений у Латинській Америці в 1980-х рр., в Європі на початку 1990-х рр. і ще раз в Азії в 1997 р. Kaminsky і Reinhart (1998) виявили, що протягом 1970-х рр. банківські кризи були нечастими, вони трапились лише тричі (для порівняння, криз платіжного балансу було 26). Відсутність банківських криз, можливо, відображає високий ступінь регуляції фінансових ринків того періоду. Тоді як кількість криз платіжного балансу

несуттєво зростала протягом 1980-х і 1990-х рр. (з 2,9 до 3,1 криз на рік), під час періоду постлібералізації річна кількість банківських криз зросла в 4 рази. Емпіричні дослідження припускають, що дерегуляція внутрішнього фінансового ринку призводить до коливань в економіці. Хвиля лібералізації, що розпочалася в середині 1980-х рр., характеризувалася двома основними ефектами (Wyplosz, 1998): вона зробила можливими самопідсилювальні атаки і заклала слабкість у внутрішні фінансові ринки.

Ці дві проблеми загострюються, коли внутрішні фінансові ринки стають міжнародними. Асиметричність інформації розширюється, коли кредитор і позичальник належать до двох абсолютно різних типів економіки. У результаті ризик і волатильність фінансових операцій є вищими на глобальних, ніж на внутрішніх фінансових ринках.

Другим каналом зростання волатильності фінансових ринків по мірі їх інтернаціоналізації є зростання обсягу використання деривативів (опціонів і ф'ючерсів). Хоча головною метою створення ринку похідних фінансових інструментів було зменшення ризику (переважно обмінного ризику) під час проведення фінансових і торгових операцій, використання таких фінансових інструментів швидко стало спекулятивним і призвело до ще більшої волатильності внаслідок більшої асиметричності інформації.

Третій механізм збільшення волатильності глобальних фінансових ринків через ризик передбачає участь інституційних інвесторів (хедж-фонди, пенсійні фонди, взаємні фонди, страхові компанії тощо). Деякі великі інституційні інвестори демонструють високий леверидж операцій (Das, 1998, Reisen, 1999 р.). Операції з високим левериджем є дуже ризикованими і додають більше нестабільності фінансовій системі.

Отже, основний висновок очевидний: лібералізації фінансового ринку повинні передувати ряд заходів (ефективний пруденційний нагляд і контроль за банківською діяльністю, запровадження таких ринкових інструментів, як резервні вимоги на вклади в іноземній валюті та короткострокові позики, тощо). Деретуляція повинна бути наслідком, а не передувати посиленню банківського і фінансового сектору. Цей фактор визнаний також Міжнародним валютним фондом (МВФ, 1998). Події в Східній Азії продемонстрували, що часткові фінансові реформи можуть призвести до посилення крижкості фінансової системи, що характеризується зростанням короткотермінового боргу в іноземній валюті, швидким збільшенням обсягу банківських кредитів і неадекватним регулюванням та контролем за фінансовими інституціями. Такі недоліки роблять економіку вразливішою до швидких змін у напрямках руху потоків капіталу.

### ***Урок 2: Зростання глобалізації спричиняє «ефект зараження».***

Останні два десятиліття характеризуються значними і фундаментальними змінами, які кидають виклик спроможності економіки до адаптації. Загальне пониження національних і регіональних торгових бар'єрів та прямі іноземні інвестиції привели до встановлення тісніших взаємозв'язків між

країнами. З одного боку, підвищена інтеграція ринків була основним стимулом до торгівлі між розвинутими і перехідними країнами, але з іншого – вона стала потенційним каналом зараження (Strašek, Jagrić 2002).

Ефекти зараження є об'єктом моделей другого покоління. Mason (1998) стверджував, що «зараження» відображає ситуацію, коли криза в одній країні може спричинити кризу в іншій, причому це не можна пояснити за допомогою основних макроекономічних параметрів економіки. Отже, зараження є додатковим ефектом, що не враховується в загальноприйнятих економічних параметрах. Зростання важливості зараження є вражаючим: деякі автори (Schmukler і Frankel, 1996) припускають, що інвестори більшою мірою диференційовані по країнах після Мексиканської кризи 1994 р., ніж після її попередниці 1982 р.

Mason (1998) також вказує на те, що поняття «зараження» недостатньо точне, оскільки присвоєння певного значення поняттю «зараження» відображало б рівень нашої неосвіченості. Можливим шляхом уникнення плутанини є проведення розмежування між джерелами такого зараження. Фактори, що допомагають пояснити факт кластеризації валютних криз, можна згрупувати наступним чином:

- «ефект мусонів» трапляється під час значних економічних змін у розвинутих країнах, які призводять до криз у країнах, що розвиваються. У цьому випадку кризи можуть бути спричинені звичайними шоками, наприклад, заходами економічної політики, проведеними в розвинутих країнах (стрімке зростання світових відсоткових ставок, різке сповільнення темпів приросту світового сукупного попиту, спад цін на товари, різкі зміни обмінних курсів між основними валютами), які мають подібний ефект на ринках країн, що розвиваються;
- «ефект переливу» відбувається у випадку, коли криза в одній країні, що розвивається, може призвести до погіршення основних макроекономічних показників в іншій. Ефект переливу відбувається через залежність економік країн, що розвиваються, одна від одної. Типові прилади: девальвація в одній країні, що розвивається, зменшує цінову конкурентоспроможність інших; брак ліквідності на одному ринку підштовхує фінансових посередників залишити інші ринки (Valdes, 1996).
- «чистий ефект зараження» розглядається як непрямий «ефект переливу», тобто одночасне виникнення криз, які не є прямо пов'язаними з погіршенням основних макроекономічних показників. Даний тип чистого зараження може бути пояснений двома способами (Blejer, 1998): або існують психологічні фактори, що спричиняють схожу поведінку (непов'язану з основними економічними показниками), або криза в одній країні спричиняє кризу в іншій, створюючи паніку. Перший тип ефектів включає так звану гіпотезу «сигналу до пробудження» (Goldstein, 1998). Відповідно до

цієї гіпотези, Тайланд діяв як «сигнал до пробудження» для міжнародних інвесторів переглянути кредитоспроможність азійських позичальників, і коли вони це зробили, то виявилось, що багато країн мали схожі проблеми.

Оцінка кризи в Східній Азії показує, що ефекти зараження в цьому випадку відігравали значно помітнішу роль, ніж у попередніх кризах. Торгові, фінансові зв'язки і відповідна вразливість ринків країн, що розвиваються (РКР), до криз, здавалося б, частково пояснюють поширення кризи в Тайланді на інші азійські РКР в 1997/1998-х рр. Під час пізнішої кризи в Аргентині саме наявності меншої кількості країн, що розвиваються, які мали одночасно і тісні зв'язки з Аргентиною і високу вразливість до шоків, можна частково пояснити менш помітний вплив даної кризи на інші країни (Hall, Taylor, 2002). Якщо зміни в поведінці інвесторів пояснюють незначний вплив ефекту переливу з Аргентини, то цілком можливо, що «заразні кризи» будуть менш імовірними у майбутньому.

**Урок 3: Зростання взаємозв'язку між банківськими кризами і кризами платіжного балансу (кризами ПБ).**

Протягом 1970-х рр., коли фінансові ринки жорстко регулювалися, не існувало очевидного зв'язку між кризами платіжного балансу і банківськими кризами. Лібералізація фінансових ринків у 1980-х рр. спричинила дуже тісний взаємозв'язок між банківськими і валютними кризами. Азійські кризи в 1997 р. винесли на передній план цей важливий зв'язок. Kaminsky і Reinhart (1998 р.) наводять декілька цікавих уроків:

- найчастіше, початок проблем у банківському секторі передуює кризі ПБ. Поява банківської кризи збільшує імовірність того, що країна стане жертвою валютної кризи;
- емпіричні результати також припускають, що такі кризи-близнюки можуть мати спільне коріння в дерегуляції фінансової системи, а кредитні буми і «мильні бульбашки» супроводжують їх. Неправильне регулювання і брак контролю в часи лібералізації можуть відігравати ключову роль у поясненні того, чому дерегуляція і банківські кризи так тісно пов'язані між собою;
- емпіричні тести підтверджують також наявність «порочного кола», в якому валютний колапс підриває уже «хворий» банківський сектор. Може існувати також зворотний зв'язок: проблеми фінансового сектору підривають курс валюти. Девальвація, у свою чергу, загострює існуючі проблеми в банківському секторі і створює нові. Коли валютні і банківські кризи виникають одночасно, то вони значно руйнівніші, ніж кожна з них поодиноці. За обох типів криз, фінансовий шок, чи, можливо, фінансова лібералізація чи зростання доступу до міжнародних ринків капіталів стимулюють коливний цикл шляхом надання легкого доступу до фінансових ресурсів.



Кризи-близнюки мають наступні умовні ознаки: різка зміна напрямку руху (реверс) потоків капіталу, фінансова лібералізація, фінансова крихкість, занадто гостра реакція ринку. Механізм кризи має дві основні риси, характерні для ринків країн, що розвиваються, які зазнали впливу криз-близнюків:

- по-перше, уряди підтримували фіксований валютно-курсний режим чи вузькі валютні коридори, які стали вразливими до спекулятивних атак;
- по-друге, у вітчизняних банків не співпадали обсяги іноземних зобов'язань і вітчизняних активів, що робило їх відкритими для валютних ризиків.

Дослідження Goldstein (2005) показують, що зростання ймовірності настання однієї кризи спричиняє зростання ймовірності настання іншої кризи. Обидві кризи виникають у результаті взаємодоповнюваності банківського сектору і валютного ринку. Очікується, що кризи-близнюки частіше виникатимуть на фінансово лібералізованих ринках країн, що розвиваються, і вимагатимуть значно більше витрат на їх подолання, ніж звичайні банківські чи валютні кризи. Важливе зауваження: заходи економічної політики, які не впливають на резерви уряду, як наприклад запровадження функції міжнародного кредитора останньої інстанції чи призупинення конвертації, можуть бути більш бажаними у подоланні криз-близнюків.

#### ***Урок 4: Кризи стають непередбачуваними.***

Фінансові кризи в Мексиці в 1994–1995 рр., Аргентині в 1995 р. і п'яти східноазійських країнах 1997 р. мають ознаки самопідсилювальних криз. Виникнення самопідсилювальних криз є більш імовірним у світі зі зростанням відкритості і мобільності капіталу. До середини 1980-х рр. більшість країн здійснювали контроль за рухом капіталу, тому самопідсилювальні кризи відігравали незначну роль.

Багато дослідників відзначають зростання внутрішньої нестабільності міжнародного кредитування: Radelet і Sachs (1998) дійшли висновку, що країни, які розвиваються, є особливо схильними до самопідсилювальних криз, оскільки у багатьох таких країнах відсутня функція кредитора останньої інстанції для того, щоб упоратись із раптовими змінами у довірі інвесторів. Передчасна фінансова лібералізація на таких ринках породжує самопідсилювальні атаки. Країни, що розвиваються, нашоухуються на дві перешкоди:

- по-перше, у них не існує достатнього захисту від паніки, оскільки, зазвичай, у них немає чіткої і відносно прозорої системи управління банкрутствами, ліквідаціями та іншими формами вирішення боргових питань;

- по-друге, міжнародні фінансові ринки недостатньо захищені від самопідсилювальних панік, які є на внутрішніх ринках (страхування депозитів, функція кредитора останньої інстанції тощо). Під час глобалізації і передчасної фінансової лібералізації економіки країн, що розвиваються, дедалі більше піддаються нестабільності міжнародних фінансових ринків.

Недолік часткової та неповної лібералізації чітко проявився в тому, що фірми відшукували «лази» в інших місцях і широко цим користувалися (Cole and Slade, 1996). Події в Азії дають важливий урок країнам, що розвиваються: якщо економіка потерпає від диспропорцій, зумовлених неявними і явними державними гарантіями про те, що кожному нададуть допомогу для подолання економічних труднощів, лібералізація ринку капіталів ще більше посилює ці диспропорції. Урядові гарантії про допомогу призведуть до серйозних проблем із моральним ризиком (*moral hazard*) у діяльності банків: вони матимуть спокусу інвестувати надмірні кошти у більш ризиковані проекти. Обіцянка допомогти вийти зі складної економічної ситуації зумовлена політичними викривленнями, які спонукають уряд до бажання збільшити короткострокове зростання та інвестиції понад соціально-оптимальний рівень (Corsetti, Pesenti and Roubini, 1998).

Труднощі в передбаченні криз наводять на припущення, що спеціалісти повинні зосередитись на більш скромних цілях розробки показників раннього попередження для того, щоб запобігти (а не передбачити) повторному виникненню криз. Для того, щоб створити новий набір показників раннього попередження, економісти повинні зосередитись на нетрадиційних дефектах, пов'язаних, наприклад, із фінансовою крихкістю (що асоціюється з фінансовою дерегуляцією і припливом капіталу), спадною ефективністю інвестицій і високою короткостроковою зовнішньою заборгованістю.

***Урок 5: Необхідно підтримувати сталий дефіцит поточного балансу.***

Чимало авторів стверджують, що кризи платіжного балансу зазвичай пов'язані з дефіцитом поточного торгового балансу. Криза в Східній Азії та деякі дослідження (Frankel, 1998 р.) підтверджують, що потрібно звертати особливу увагу на наявність будь-якого дефіциту торгового балансу понад 4% ВВП, особливо якщо він фінансується в такий спосіб, що може призвести до швидкого відпливу капіталу. Дисбаланс рахунку поточних операцій може бути менш сталим, якщо він спричинений значним торговим дефіцитом, ніж значним від'ємним значенням такого елемента, як чистий факторний доход з-за кордону. У випадку Мексики (1994 р.), великий і зростаючий дефіцит поточного балансу часто визначають як основну причину кризи. Азійська криза також підтвердила наявність тісного зв'язку між реальним зростанням валютного курсу, дефіцитом поточного балансу і можливим валютним крахом.

Великий дефіцит призводить до значної зовнішньої заборгованості, аж до моменту, коли країна або стає неплатоспроможною (поточна вартість

потенційного профіциту торгового балансу не покриває зовнішні зобов'язання), або досягає ліміту позичання (позичальники розуміють, що країна не матиме жодних стимулів виплатити будь-які інші додаткові борги). У випадку кризи в Таїланді макроекономічна політика повинна була б урегулювати сукупний попит, запобігти надмірній кредитній експансії та зменшити надлишкові іноземні заощадження. Це зменшило б ступінь реальної ефективної переоцінки валютного курсу і дефіцит поточного балансу та сповільнило б накопичення короткострокової зовнішньої заборгованості відносно валютних резервів. Спільною рисою багатьох криз стали серйозні макроекономічні диспропорції економік, де, крім великого і зростаючого дефіциту поточного балансу, мав місце також фіскальний дефіцит, що призводило до надмірного нагромадження державного чи зовнішнього боргу, який зрештою ставав критичним. Урок зрозумілий: потрібно уникати значного дефіциту поточного балансу, який фінансують припливи короткострокового, нехеджованого приватного капіталу.

Національні заходи, спрямовані на поліпшення механізму запобігання кризам, а також управління і прийняття рішень на рівні держави, повинні включати такі інструменти:

- забезпечення адекватних валютних резервів;
- підтримка здорової фіскальної та монетарної політики;
- запровадження обґрунтованого валютно-курсного режиму;
- запровадження впорядкованої лібералізації рахунку операцій з капіталом;
- агресивне регулювання і нагляд за фінансовою системою для забезпечення обачного управління ризиками фінансовими інституціями.

Хоча сильні макроекономічні показники є необхідними, їх недостатньо для попередження всіх криз, – для того, щоб упоратись із різкими змінами у цінах на активи і потоках капіталу, необхідна еластичність фінансового сектору. Отже, наявність еластичного і здорового фінансового сектору є основним фактором уникнення криз. Він виконує роль запобіжного заходу проти зараження, а еластичність дає змогу впоратись із зовнішніми шоками. В емпіричних дослідженнях (Stiglitz, Bhattacharya, 1999) пропонуються заходи економічної політики для досягнення такої фінансової структури: пруденційне регулювання розбалансованості між активами і пасивами та запровадження стандартів щодо портфельних інвестицій і позик, що відповідають міжнародним нормам; норми адекватності капіталу, що, як мінімум, відповідають Базельським стандартам; чіткі правила урядування (governance) для запобігання видачі інсайдерам і групам кредитів, що не підлягають кредитній оцінці та не відповідають стандартам платоспроможності; забезпечення прозорості інформації для інвесторів та вкладників шляхом обов'язкового оприлюднення фінансової звітності, яка пройшла аудиторську перевірку;

обмеження страхування депозитів мінімальною часткою приватних зобов'язань з метою обмеження умовних зобов'язань уряду у випадку кризи і розподіл ризику з інвесторами і вкладниками. Ці заходи мають бути доповнені на глобальному рівні заходами, які посилюють контроль над фінансовими інституціями, що надають позики організаціям із високою часткою залученого капіталу.

#### **4. Висновки і наслідки для економічної політики**

Факти, наведені у цій статті, підтверджують, що зростання вразливості ринків країн, які розвиваються, пов'язане із хвилеподібним зростанням припливу капіталів і приватних інвестицій. Для фінансових криз 1990-х рр., поза сумнівом, були характерними кілька взаємопов'язаних явищ, більшість із яких видаються дуже важливими для країн, що розвиваються. Варто виділити кілька аспектів отриманих уроків:

- чинники, які лежать в основі дисбалансу фінансового сектора, можна вважати комбінованим наслідком внутрішньої фінансової лібералізації, лібералізації зовнішніх розрахунків по операціях із капіталом, масового припливу капіталу і недостатнього пруденційного нагляду і регулювання фінансової системи;
- якщо в економіці розпочався, але не завершився процес лібералізації і реформи фінансового сектора, це призведе до посилення крихкості фінансової системи. Така система потенційно дуже вразлива до швидкого відпливу капіталу. У країнах, що розвиваються, фінансові сектори повинні правильно функціонувати і бути добре регульованими. Банки та інші фінансові інституції потрібно добре структурувати і правильно ними керувати;
- дисбаланс рахунку поточних операцій зростає, починаючи з 1980 р., і став важливим джерелом нестабільності глобальної макроекономіки. Національна економіка може серйозно постраждати, якщо дефіцит поточного балансу фінансується за рахунок накопичення зовнішнього боргу у формі короткострокових, нехеджованих зобов'язань деномінованих в іноземній валюті. Азійські події чітко показують, що дефіцит поточного балансу повинен фінансуватись переважно за допомогою прямих інвестицій; тоді, поперше, такий дефіцит буде стабільнішим, ніж дефіцит, що фінансується короткостроковими «гарячими» грошми (особливо, якщо вони надходять від офіційних кредиторів), і, по-друге, фінансові потоки будуть менш волатильними і схильними до відпливу з країни;
- уроки Азії, Росії та Аргентини показують, що система раннього попередження все ще слабка. Проблема з нещодавніми кризами

полягає в тому, що система раннього попередження повинна сигналізувати про вразливість до кризи задовго до початку кризи, тоді як ціла низка показників сигналізує про вразливість лише безпосередньо перед настанням кризи;

- країни, що розвиваються, повинні остерігатися зовнішніх запозичень, які містять значні обсяги короткострокових, деномінованих в іноземній валюті та нехеджованих зовнішніх зобов'язань. Можливе знецінення (валютно-курсова криза) збільшить реальний тягар боргу і провокуватиме подальшу фінансову кризу;
- в країнах, що розвиваються, за визначенням поганий інституційний розвиток. Тому початок однієї кризи може також трансформуватися в інші – кризу зовнішньої заборгованості, банківську кризу, валютну кризу чи навіть системну фінансову кризу;
- основна риса останніх криз є результатом фінансових взаємозв'язків між країнами. Глобалізація 1990-х років стала не ліками від фінансових криз, а їх причиною. Зміни у нормах прибутку на активи, зумовлені економічними шоками, призведуть до змін у алокації портфельних інвестицій в усіх інших країнах, що розвиваються. Нещодавні випадки зараження показують, що фінансові кризи в країнах з малою економікою мають спустошливі наслідки для країн, економіки яких істотно відрізняються за розмірами і структурою, із незначною кількістю прямих торгових чи фінансових взаємозв'язків, і з дуже відчутними та несподіваними наслідками. Останні події свідчать, що зараження, найімовірніше, є причиною великих і раптових відпливів капіталу.
- фінансовий канал, окрім торгового каналу і каналу подібностей у структурі економік, є ще одним джерелом поширення зараження. З огляду на швидке зростання сфери спільного інвестування, він цілком може стати основним каналом.

## Література

1. Blejer, M. 1998. The Economics of Currency Crises: Models, Indicators and Policy Responses. *Zagreb Journal of Economics*, Volume 2, No. 2, pp. 55–70.
2. Chang, R. and A. Velasco. 1998. Financial Crises in Emerging Markets. NBER Working Paper. No. 6606. June.
3. Chari, V. V. and P. Kehoe. 1997. Hot Money. NBER Working Paper. No. 6007. April.

4. Cole D., Slade B. 1996. Building a Modern Financial System: The Indonesian Experience. Cambridge.
5. Calvo, G. and E.G. Mendoza. 1997. Rational Herd Behaviour and the Globalisation of Securities Markets. mimeo. University of Maryland. November.
6. Corsetti, G., P. Pesenti, and N. Roubini. 1998. What Caused the Asian Currency Crisis? paper presented to a CEPR/World Bank Conference: Financial Crises: Contagion and Market Volatility. London, May 8–9.
7. Das, D. 1998. Flows and Runs: Capital and Speculation in Emerging Market Economies. Apsem Working Papers. No. 98/3 Asia Pacific School of Economics and Management. Australian National University. Canberra.
8. Esquivel, G. and L. Felipe. 1998. Explaining Currency Crises. mimeo.
9. Frankel, J. A. 1998. The Asian model, the Miracle, the Crisis and the Fund. The U.S. International Trade Commission. April 16.
10. Gerlach, S. and F. Smets. 1995. Contagious Speculative Attacks. European Journal of Political Economy. 11, 45–63.
11. Goldstein M. 1998. The Asian Financial Crisis. International Economics Policy Briefs. March.
12. Goldstein I. 2005. Strategic Complementarities and Twin Crises, Economic Journal. April. Blackwell Publishing.
13. Hall S., A. Taylor. 2002. Spillovers from recent emerging market crises: what might account for limited contagion from Argentina. Finance Stability Review. June pp. 128–135.
14. IMF. 1998. Toward a Framework for Financial Stability. Prepared by a Staff Team led by David Folkerts-Landau and Carl-Johan Lindgren. Washington.
15. Kaminsky, G. and C. Reinhart. 1998. The twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of - Payments Problems. mimeo.
16. Krugman, P. 1979. A Model of Banace of Payments Crises. Journal of Money Credit and Banking 11. pp.311–325.
17. Krugman, P. 1998. What happened to Asia. Mimeo.MIT.
18. Krugman, P. 1999. Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. Preliminary draft. [www.mit.edu/people/krugman](http://www.mit.edu/people/krugman). January.
19. Masson, P. R. 1998. Contagion - Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria. International Monetary Found.
20. Radelet S. Sachs J.1998. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Harvard Institute for International Development. April 20.

- 
21. Reisen, H. 1999. After the great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows. Policy Brief, No. 16. Paris: OECD Development Centre.
  22. Schmukler, S. and J. Frankel. 1996. Crisis, Contagion and Country Funds. unpublished manuscript. University of California. Berkeley.
  23. Stiglitz, J., and A. Bhattacharya. 1999. Underpinning for a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm. Paper presented at the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington DC. April 28–30.
  24. Strasek, S. and Jagric, T. 2002. Cyclical patterns in aggregate economic activity of Slovene economy. Appl. econ.. No. 14, 1813–1819.
  25. Valdes, R. 1996. Emerging Market Contagion. mimeo. MIT.
  26. Wyplosz, C. 1998. Globalised Financial Markets and Financial Crises London. CEPR.

Стаття надійшла до редакції 19 вересня 2006 р.