

Барановський О.І.,

доктор економічних наук,
професор, заслужений економіст України,
проректор з науково-дослідної та інноваційної роботи
Університету банківської справи
Національного банку України

СУТНІСТЬ І РІЗНОВИДИ ФІНАНСОВИХ КРИЗ*

Розглянуто такі характеристики кризових явищ, як “кризове вікно”, “глибина фінансової кризи”, “трансфер кризи”, “ланцюговий трансфер” і “недосконалі цикли”, та наведено кількісні параметри фінансових криз. Виявлено особливості фондових, боргових і валютних криз, а також криз ліквідності.

Reviewed the nature of economic and financial crises; identifies the distinctions in interpretation of the essence of crises by production, exchange, psychological and monetary theories of oversaving; and determines types of crisis events and offers classification of their types.

Для визначення періодичності настання криз доцільно вживати таке поняття, як “кризове вікно”, або якась кількість періодів до і після кризової дати. Для діагностики кризових явищ не менш важливо використовувати таку ознаку, як глибина фінансової кризи, що може бути охарактеризована певними показниками та їх пороговими значеннями. Так, російські вчені¹ серед прогнозованих наслідків кризи (на підставі аналізу практики багатьох країн) називають падіння обсягів реального ВВП, скорочення витрат домашніх господарств і вкладень у формування основного капіталу, що триває від одного до трьох років і сягає від 3—5 % до 15—20 % передкризових значень (у частині основного капіталу — ще вище). При цьому у фінансово-кредитній сфері наслідки кризи виражаються в: зміні напрямку руху іноземного капіталу (замість припливу — відплив), у масованому відпливі (втечі) капіталу (а це десятки мільярдів доларів США) з країни упродовж одного—трьох років; досягненні екстремумів падіння (до десятків відсотків щороку) курсу національної валюти щодо твердих конвертованих валют індустріальних країн; спалаху інфляції у вигляді неконтрольованого зростання цін, яке сягає десятків, а в окремих випадках — сотень відсотків на рік; скороченні капіталізації ринку акцій та ринкової вартості облігацій до 70—90 % від рівнів, що передують реалізації системного ризику.

За оцінкою, фінансова криза на типовому ринку, що формується (яким є й Україна), характеризується такими параметрами (за умови, що одночасно і взаємозалежно досягають своїх значень упродовж двох — чотирьох місяців не менше трьох параметрів із наведених нижче):

* Продовження. Початок — у № 5 журналу.

¹ Риски фінансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Финакадемия, 2008. — С. 8—9.

- зниження капіталізації ринку акцій — не менше 20 %;
- скорочення боргової маси облігацій на внутрішньому і зовнішньому ринках за ринковою ціною — не менше 15 %;
- ринковий рівень відсотка — не менше 20 %;
- інфляція в річному вимірі — не менше 20 %;
- зростання відпливу капіталу за кордон — не менше 30 %;
- падіння курсу національної валюти — не менше 15 %;
- падіння золотовалютних резервів центрального банку — не менше 20 %;
- скорочення депозитної бази в банківському секторі — не менше 10 %;
- скорочення розмірів внутрішнього кредиту — не менше 10 %;
- оголошення дефолтів за зобов'язаннями фінансових інститутів з активами, що становлять не менше 10 % від їх загального обсягу по країні.

У частині державних фінансів прогноуються:

- падіння реальних доходів і видатків бюджету на 5—20 % від їх передкризової величини (за високої імовірності зменшення державних доходів і витрат у номінальному вираженні);

- нееластичність державних витрат до від'ємної економічної динаміки, їх скорочення в реальному вираженні в істотно меншій мірі порівняно зі зменшенням доходів бюджету;

- перехід бюджету з профіцитної до дефіцитної зони, виникнення пікових значень дефіциту бюджету порівняно з рівнями, досягнутими перед кризою (якщо бюджет стане дефіцитним у середньостроковому періоді);

- зростання державного боргу на десятки відсотків і ціни державних запозичень у 2—3 рази.

З огляду на те, що фінансова і валютна кризи найчастіше супроводжують одна одну, чинники, використовувані для прогнозування настання валютної кризи, можуть бути застосовані й як індикатори — провісники фінансової кризи. Так, про існування взаємозв'язку між фінансовою і валютною кризами у своїх працях зазначали Р. Дорнбуш, І. Голдфайн і Р. Вальдес², Г. Камінські й К. Рейнхарт³, а також С. Лізондо⁴. Отримані ними результати свідчать про те, що валютна криза зумовлює фінансову кризу, коли вплив девальвації на якість банківських активів настільки великий, що значно зменшує чисту вартість активів банків. Водночас Г. Камінські й К. Рейнхарт указують на те, що в 1980—1990 роках у більш як половині випадків фінансова криза передувала валютній. У названих працях вивчається вплив макроекономічних показників на стабільність фінансової системи. Однак не меншу роль при

² *Dornbusch R., Goldfajn I., Valdes R.O.* Currency Crises and Collapses. Brookings Papers on Economic Activity: Macroeconomics 2. Brookings Institution, 1995. — P. 219—294.

³ *Kaminsky G., Reinhart C.* The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems // *American Economic Review*. — 1999. — Vol. 89 (June). — P. 473—500.

⁴ *Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C.* Leading Indicators of Currency Crises // *IMF Staff Papers*. — 1998. — Vol. 45 (March). — P. 1—48.

розробці системи індикаторів фінансової стабільності відіграють агреговані мікро-економічні показники. Проте їх використання в емпіричних дослідженнях обмежене доступністю даних. Так, у класичній праці Е. Альтмана⁵ аналізуються (щоправда, йдеться про окремі фірми) показники якості активів, рентабельності та ліквідності. У подальшому з'явилися дослідження, що використовують агреговані мікроекономічні показники для моніторингу фінансової стабільності. Зокрема, у працях Дж. Франкеля і А. Роуза⁶, а також П. Хонохана⁷ підкреслюється важливість такого показника, як короткострокові зобов'язання в іноземній валюті. Б. Гонсалес-Хермосіло, К. Пазарбашіоглу і Р. Біллінгс⁸ наводять докази того, що істотну роль у пророкуванні фінансової кризи відіграють такі чинники, як непрацюючі позички і достатність власного капіталу. Отже, варіантів багато, а головні причини, форми прояву і наслідки валютної та фінансової криз узагальнено в таблиці.

Характеристика кризових явищ буде неповною без урахування таких понять, як “трансфер кризи”, “ланцюговий трансфер” і “недосконалі цикли”.

Трансфер кризи (кризової ситуації) — це свідомі дії однієї країни стосовно іншої (як правило, менш розвинутої), що загрожують останній тяжкими кризами, зниженням конкурентоспроможності національної економіки і звуженням її присутності на ринках, погіршенням підприємницького та інвестиційного клімату, деградацією соціальної та екологічної ситуації.

Ланцюговий трансфер криз — послідовне (ланцюгове) перенесення криз із більш розвинутих до менш розвинутих країн, і з взаємодією понад двох країн.

Недосконалі цикли — це такі, траєкторія яких деформована внаслідок трансферу їхньої кризової стадії з розвинутих країн до економічно залежних від них держав. При цьому чітка синусоїдна траєкторія циклів спотворюється як у розвинутих, так і у залежних від них країн.

Трансфер різноманітних кризових ситуацій і факторів реалізується через багато механізмів, серед яких можна назвати такі:

- провокування фінансових криз;
- тиск через міжнародні фінансові організації;
- переміщення екологічно небезпечних виробництв;
- штучне подовження життєвого циклу продукції на ринках інших країн;
- експорт застарілих технологій і консервація відсталості інших країн;

⁵ Altman E. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of the Corporate Bankruptcy // Journal of Finance. — 1968. — Vol. 23 (September). — P. 589—609.

⁶ Frankel J.A., Rose A.K. Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment // Journal of International Economics. — 1996. — Vol. 41 (November). — P. 351—366; Frankel J.A., Rose A.K. Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. // NBER Working Paper (Cambridge, Massachusetts, MIT Press). — 1996. — No. 5437.

⁷ Honohan P. Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction // BIS Working Paper. — 1997. — № 39.

⁸ Gonzalez-Hermosillo B., Pazarbasioglu C., Billings R. Determinants of banking system fragility: A case study of Mexico // IMF Staff Papers. — 1997. — № 44. — P. 295—314.

Таблиця. Причини, форми прояву і наслідки валютної і фінансової криз

	Причини	Форми прояву	Наслідки
I. Макроекономічні причини	<ul style="list-style-type: none"> — коливання економічного циклу; — економічні кризи; — структурні диспропорції в економіці; — приплив іноземних інвестицій і неефективне їх використання 	<ul style="list-style-type: none"> — виведення активів з національного ринку; — девальвація національної валюти; — криза платіжного балансу; — криза державного і корпоративного боргу — відплив капіталів; — криза на ринку активів — падіння цін, відплив капіталів, девальвація; — кризи в суміжних сегментах фінансового сектору — боргова, банківська, фондова, бюджетна тощо; — банкрутства, поглинання 	<ul style="list-style-type: none"> — знецінення національних активів; — відплив капіталів, зростання боргів; — перерозподіл національного продукту на користь сильних учасників; — витрати бюджету на подолання кризи; — зниження ВВП; — стагнація економічного розвитку; — соціально-політична напруженість; — нереалізовані можливості
II. Фінансові, грошово-кредитні та валютні причини	<ul style="list-style-type: none"> — зростання бюджетного дефіциту; — посилення інфляції; — криза в одному із секторів фінансового ринку; — протиріччя між національними і резервними валютами; — безконтрольне зростання світового фінансового ринку; — зміна процентних ставок у провідних країнах і на світовому фінансовому ринку 		
III. Глобалізація	<ul style="list-style-type: none"> — глобалізація і лібералізація економік і фінансових ринків, поглиблення їх взаємозалежності; — зростання активів ТНК і ТНЕ, збільшення їх впливу на фінансовий ринок, проблеми їх регулювання; — зростання міжнародних потоків капіталів, формування фінансових, торговельних і психологічних каналів поширення ланцюгової реакції криз; — нерівномірний економічний і політичний розвиток країн; — посилення конкурентної боротьби; — нестабільність світового фінансового ринку 		
IV. Надзвичайні чинники	<ul style="list-style-type: none"> — війна; — катастрофи; — геоекономічна війна, валютна війна 		
V. Специфічні проблеми країн, що розвиваються	<ul style="list-style-type: none"> — невелика ємність і глибина ринків; — високі витрати; — нерозвинутість законодавства та інституційної структури, політичні ризики 		
VI. Психологічні причини	<ul style="list-style-type: none"> — асиметричність інформації; — рефлексивність; — кризові очікування, недовіра 		
VII. Помилки при проведенні економічної політики	<ul style="list-style-type: none"> — помилки державних органів і корпорацій при виборі стратегії розвитку і проведенні поточної політики; — помилки менеджменту; — корупція 		

Джерело: Ковалев В.В. Система прудупреждения валютного и финансового кризисов в условиях глобализирующейся экономики: Автореф. дис. на соискание ученой степени канд. экон. наук: спец. 08.00.14 — мировая экономика / В.В. Ковалев. — М., 2007. — 23 с.

- нерівномірний розподіл прямих іноземних інвестицій;
- недобросовісна поведінка іноземних інвесторів;
- викачування природних ресурсів і напівфабрикатів;
- поглинання незахищених інтелектуальних продуктів;
- диспаритет у торгівлі високотехнологічними товарами і послугами;
- залучення найпродуктивніших трудових ресурсів;
- дискримінація у зовнішній торгівлі;
- вигоди від перекладення податкового тягаря⁹.

Розрізняють фондові і боргові кризи. Фондові кризи — це ринкові шоки на ринку цінних паперів (масштабні падіння курсів цінних паперів, перерви ліквідності ринку, різке зростання відсотка), що призводять до подальшого розростання кризових явищ у повномасштабну фінансову кризу. Вони можуть, по-перше, бути пов'язані з “мильними бульбашками”, спекулятивною грою на підвищення-зниження, з рухом цін на фондові цінності за межі, встановлені ринковою вартістю бізнесу, яку вони виражають, по-друге, виникати через спекулятивні атаки на паралельних ринках базисних і похідних фінансових інструментів¹⁰.

Хоча похідні фінансові інструменти тривалий час широко використовувалися на ринках, донедавна вони не були дуже популярними в європейських інвестиційних фондів, оскільки:

- діяльність фондів, зареєстрованих на території ЄС, регулюється Положенням про спільні інвестиції у цінні папери, що перебувають в обігу. Директива UCITS¹¹ обмежувала використання похідних цінних паперів “управління ефективним портфелем” (тобто хеджування);

- похідні цінні папери оцінюються як високоризикові, отже, часто вважалося, що їх слід використовувати лише в альтернативних інвестиційних фондах (не підпорядкованих директивам UCITS).

Мета директиви UCITS — суворий контроль за капіталовкладеннями. Щоб набути статусу UCITS, фонди при вкладанні коштів мають дотримуватися певних параметрів.

Більша частина активів фонду зі статусом UCITS повинна знаходитися в ліквідних цінних паперах, що перебувають в обігу. Позики дозволено тільки на тимчасовій основі, і вони не можуть бути використані в інвестиційних цілях. Крім того, типи фондів, які можна створювати в рамках положень UCITS, обмежено. Так, заборонено фонди фондів, фонди майна, фонди приватного акціонерного капіталу, пайові фонди, деривативні фонди і фідер-фонди.

⁹ Сухоруков А.І. Антикризова політика розвинутих країн // Економіка України. — 2004. — № 8. — С. 16—28.

¹⁰ Рискі фінансового кризиса в Росии: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Финакадемия, 2008. — С. 7.

¹¹ Здійснення колективних інвестицій у цінні папери, що перебувають в обігу (undertaking for collective investment in transferable securities — UCITS).

Фонди, що підпадають під директиву UCITS¹², мають право:

- вкладати в цінні папери, що не котируються на біржі, не більше 10 % своїх чистих активів;
- інвестувати в одного емітента не більше 10 % своїх активів;
- вкладати у відкриті інвестиційні фонди не більше 5 % своїх чистих активів;
- інвестувати аж до 100 % своїх активів у цінні папери, що перебувають в обігу, емітовані чи гарантовані будь-якою з держав — членів ЄС чи місцевими органами влади, або державою, що не є членом ЄС, або державним міжнародним органом, членом якого є країна — учасниця ЄС, за умови, що компанія володіє цінними паперами шести різних емітентів;
- тримати додаткові ліквідні активи (в деяких країнах ЄС аж до 49 % вартості чистих активів компанії у розрахунку на одну акцію);
- використовувати позики на тимчасовій основі, які, проте, не можуть бути використані в інвестиційних цілях.

Водночас такі фонди не повинні купувати: дорогоцінні метали чи сертифікати, що їх представляють; більше 10 % акцій без права голосу чи боргових цінних паперів одного емітента; більше 10 % паю однієї відкритої спільної інвестиційної програми.

Проте лютнева (2004 року) Директива UCITS III дозволяє фондам використовувати похідні цінні папери, що призвело до популяризації останніх.

Так, тепер фондам дозволено здійснювати інвестиції у похідні інструменти для управління ефективним портфелем за умови, що:

- базові активи є фінансовими інструментами (тобто не є товарами);
- похідні фінансові інструменти не піддають фонди ризикам і не призводять до відхилення фонду від його цілей.

Похідні фінансові інструменти повинні торгуватися на регульованому ринку або поза біржею, але в останньому випадку з обмеженнями. Після видання Директиви UCITS III похідні фінансові інструменти вважають звичайними інвестиціями для всіх типів фондів, а не лише для хеджевих.

Боргові кризи як початкова причина фінансових криз являють фінансову ситуацію, за якої група найбільших позичальників (наприклад, країн, якщо йдеться про міжнародну боргову кризу, або найкрупніших комерційних та інвестиційних банків) неспроможна платити по боргах і/або формує збитки, що приводять їх на межу дефолтів. Найбільша міжнародна криза заборгованості (боргова неспроможність великої групи країн, що розвиваються, погасити кредити, отримані з країн з високим рівнем доходів) спалахнула в 1980-х роках¹³.

¹² Фонды, зарегистрированные в ЕС. — http://www.funds.rieturtrading.ru/ru/types_of_funds/es_funds/index.html.

¹³ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Финакадемия, 2008. — С. 7.

Якщо говорити про боргову кризу, то її джерелом може бути виникнення фінансового розриву, тобто ситуації, коли зобов'язання уряду перевищують його ресурси. У цьому разі уряд не в змозі повністю покрити цей розрив за рахунок збільшення бюджетних доходів і/або скорочення бюджетних видатків, отже, повинен звернутися до додаткових запозичень. Майбутні доходи і рівень, до якого уряд готовий і має можливість скоротити свої зобов'язання, не відомі. Якщо виявиться, що залучених запозичень недостатньо для здійснення всіх виплат повною мірою, то уряд буде змушений покрити фінансовий розрив за рахунок друкування грошей або скоротити свої зобов'язання за рахунок дефолту. У результаті боргові вимоги інвесторів втратять частину своєї реальної вартості, а уряд зазнає втрат, пов'язаних із обмеженням доступу на фінансові ринки, погіршенням репутації, ймовірним спадом виробництва тощо.

Природно очікувати, що втрати інвесторів прямо залежать від розміру непокритого фінансового розриву. Це очевидно, коли йдеться про внутрішній борг і передбачається, що найімовірніший спосіб покриття фінансового розриву в разі недостатності урядових резервів — друкування грошей. Проблема полягає в тому, що уряд, перебуваючи у складному становищі, може залучити додаткові запозичення лише під відносно високий процент (принаймні, в рамках нормальної логіки). Отже, він має винайти баланс між негативними наслідками кризи і витратами на боротьбу з нею, які включають як прямі витрати запозичення, так і негативний непрямий ефект на економіку від зростання ставок. Крім того, слід узяти до уваги, що, з точки зору уряду, криза має не лише негативний, а й позитивний ефект, оскільки полегшує борговий тягар.

Важливим моментом є врахування того факту, що кризи не бажає не тільки уряд, але й інвестори, які мають ризикові боргові вимоги. З одного боку, кредитуючи уряд, інвестори збільшують частку своїх ризикових активів, а з другого — ці запозичення знижують імовірність виникнення кризи, отже, і очікувані втрати від неї держателів боргу. Для останніх додаткові стимули до інвестування можуть кардинально змінити ситуацію, якщо уряд вирішить інкорпорувати ці стимули у свою антикризову політику.

Звичайно зі зростанням величини боргу зростає ризик того, що уряд не зможе його обслуговувати. Однак у ситуації гострої кризи додаткові запозичення знижують ризик негайної кризи ліквідності. При цьому залишається очевидним, що побічним ефектом таких запозичень є посилення ризику виникнення кризи в довгостроковій перспективі. При досягненні певного обсягу боргу останній ефект стає домінуючим. Насправді уряд може накопичити такий великий борг, що буде не в змозі погасити його. Таким чином, рівень втрат інвесторів знижується в разі не дуже великих запозичень і зростає в разі великих.

Результат запозичень є неоднозначним як для уряду, так і для інвесторів. Здоровий глузд підказує: щоб залучити запозичення під час кризи, уряд має запропонувати високу процентну ставку, яка б компенсувала ризик втрат. Це, по-перше,

збільшує майбутні процентні платежі, а по-друге, негативно впливає на виробництво, придушуючи кредитування економіки. Таким чином, приймаючи рішення про запозичення, уряд має порівняти зниження ризику кризи з вартістю запозичень і полегшенням боргового тягаря в разі її настання, а інвестори — позитивні коротко- й негативні довгострокові ефекти від запозичень на ризик виникнення кризи з ефектом від зрослих ризикових активів у їх портфелях¹⁴.

При аналізі кредитоспроможності регіональних і місцевих органів влади (РМОВ) агентство “Standard & Poor’s” бере до уваги такий важливий чинник, як фінансова гнучкість¹⁵. Це межа, до якої уряд, у разі необхідності, може регулювати доходи і витрати або, іншими словами, свідчення того, наскільки ефективно уряд здатен реагувати у фінансовому плані на вплив зовнішніх чинників. Наприклад, для оцінки фінансової гнучкості РМОВ можна досліджувати: межу, до якої уряд може збільшити свої податкові доходи, щоб покрити великі інвестиційні потреби; здатність знизити адміністративні витрати чи обсяг суспільних послуг у разі нестачі податкових надходжень під час економічного спаду; здатність відкласти реалізацію капітальної інвестиційної програми у відповідь на виникнення непередбаченої потреби у фінансуванні. Таким чином, здатність уряду регулювати фінанси синтезовано в *індексі фінансової гнучкості (ІФГ)*.

ІФГ застосовується як на макрорівні (в межах країни), так і для окремо взятого регіонального чи місцевого органа влади. Агентство “Standard & Poor’s” розробило індекс гнучкості доходів (ІГД) й індекс гнучкості витрат (ІГВ), які разом комбінуються в кінцевий індекс фінансової гнучкості.

Типовими чинниками зовнішнього тиску для місцевих органів влади є: економічний спад, що зумовлює зниження податкових надходжень і збільшення суспільних затрат; передача нижчим ланкам влади нових повноважень від центрального уряду без адекватного фінансування; необхідність у великих капітальних інвестиціях унаслідок екстраординарної події, на кшталт природного лиха або демографічного буму.

Слід зазначити, що висока фінансова гнучкість не є запорукою високого рейтингу. Фінансова гнучкість — це лише одна з восьми груп рейтингових чинників, які агентство “Standard & Poor’s” розглядає у своєму кредитному аналізі. Позитивна зміна рівня фінансової гнучкості здатна сприятливо позначитися на кредитоспроможності регіону чи муніципалітету, тоді як його зниження може мати негативні наслідки для рівня кредитного рейтингу. При цьому рейтинги РМОВ значною мірою зумовлюються й іншими обставинами, зокрема якістю загальної інституційної бази певної країни.

Кризи балансу рахунків капіталу в країнах з ринками, що зароджуються, характеризуються раптовим припиненням або реверсією припливів капіталу, які

¹⁴ Гурвич Е.Т., Андряков А.Д. Механизмы российского финансового кризиса. — М., 1999. — С. 5—7.

¹⁵ Индекс финансовой гибкости РМОВ. — <http://www.standardandpoors.ru>.

змушують здійснювати значне й різке коригування поточного платіжного балансу одночасно зі значним знеціненням валютних курсів, і пов'язані з відчутними спадами виробництва.

Зовнішніми причинами криз ліквідності є:

- наявність економічних криз (наприклад, такі, що мали місце в 1930-ті роки);
- неочікуване падіння фондового ринку (наприклад, “чорний понеділок” у жовтні 1987 року);

- банкрутство однієї чи кількох інших фінансових установ, яке, внаслідок “ефекту доміно”, ставить під загрозу навіть здорові фірми (так званий “системний ризик”);

- надмірне зниження ліквідності економіки чи падіння довіри до фінансової системи та валюти внаслідок невдалої макроекономічної політики уряду.

Внутрішніми причинами криз ліквідності є:

- втрати за позиками, наявність неробочих кредитів і, як наслідки, нестача у потоках готівки банку, втрата доходів і (що найважливіше) втрата довіри до банку;

- невірноваженість процентних ставок, а отже, втрата доходу і, знов-таки, довіри;

- надмірна залежність від оптових джерел фондування, грошового ринку та інших волатильних джерел фондування;

- недостатня диверсифікація джерел фондування, надмірна залежність від кількох великих вкладників (часто пов'язаних із акціонерами банку).

Набуття *валютною кризою* регіонального і глобального характеру зумовлює необхідність дослідження процесу транскордонного поширення дестабілізуючих тенденцій. Сучасні регіональні валютні кризи як невід'ємна ознака світової економіки є об'єктивно зумовленим феноменом світової фінансової архітектури в умовах зростаючої інтегрованості країн світу.

Незважаючи на численні дискусії з теоретичних питань, пов'язаних із фінансовою, і зокрема валютною, нестабільністю, досі не вироблено єдиної позиції щодо ключових дефініцій у цій сфері, а науковій доктрині властивий помітний еkleктизм. Так, Г. Камінські, С. Лізондо і К. Рейнхарт¹⁶ вважають кризою таку ситуацію, за якої атака на валюту веде до різкого її знецінення, скорочення золотовалютних резервів або поєднання обох чинників. Ідентифікація криз здійснюється з допомогою індексу тиску на обмінний курс, що дорівнює середньозваженій зміні обмінного курсу і золотовалютних резервів за місяць. Вони також наголошують, що валютні кризи формують наростаючі кризові явища на інших сегментах фінансового ринку (різкі зміни курсу однієї валюти щодо інших, які спричиняють значну реструктуризацію системи економічних інтересів у міжнародних фінансах, внутрішній економіці та сфері фінансів країн, зачеплених валютною кризою, а також кризи платіжного балансу)¹⁷.

¹⁶ Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Зазнач. праця.

¹⁷ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Финакадемия, 2008. — С. 7.

Валютна криза супроводжується і значною девальвацією національної валюти¹⁸. Валютна криза визначається її знеціненням на 25 % відносно американського долара або, принаймні, подвійним знеціненням порівняно з попереднім роком (крім випадку гіперінфляції)¹⁹. Дж. Франкель і А. Роуз²⁰, застосувавши графічний аналіз до виявлення індикаторів — провісників валютної кризи на основі даних по 100 країнах за період 1971—1992 років, дійшли висновку, що валютна криза починається з номінального знецінювання обмінного курсу не менш як на 25 % при збільшенні швидкості знецінювання, принаймні, на 10 %. При цьому дослідники зазначали, що для ідентифікації криз варто враховувати зміни іноземних резервів чи ставки процента.

Натомість Р. Глік і Р. Морено²¹, вивчаючи кризи в країнах Східної Азії та Латинської Америки в період 1972—1997 років, установили, що кризою можна вважати таку ситуацію, коли відхилення обмінного курсу від середнього значення перевищує два стандартних відхилення, підрахованих за весь обраний період. Водночас Дж. Азіз, Ф. Карамаззі і Р. Сальгадо²², побудувавши індекс, що дорівнює середньозваженому значенню щомісячних змін обмінного курсу і золотовалютних резервів (для уникнення домінування однієї з компонент індексу ваги були обрані таким чином, щоб дисперсії двох показників виявилися рівними), визначили кризу як ситуацію, коли величина цього індексу перевищувала задану межу — 1,5 стандартного відхилення від середнього значення. При цьому для періодів високої інфляції, коли її річний рівень перевищував 80 %, ваги і межі підраховувалися для кожного випадку індивідуально. У такий спосіб було ідентифіковано 158 випадків криз. Саме спекулятивними атаками на валютних ринках були спровоковані фінансові кризи, зокрема, у таких країнах: Мексиці (1973—1982 і 1994—1995), Аргентині (1978—1981), Таїланді, Індонезії, Малайзії, на Філіппінах, у Кореї, Гонконгу (1997—1998), Бразилії (1998—1999)²³.

Однак професор Університету Берклі (Каліфорнія) Б. Ейченгрін зауважив, що “моделі, розроблені для аналізу кризи європейської валютної системи 1992—1993 років, не змогли передбачити наближення мексиканської кризи 1994-го, яку заступник директора-розпорядника МВФ Дж. Ліпкі назвав першою кризою довіри

¹⁸ *Aziz J., Caramazza F., Salgado R.* Currency crises: in search of common elements // IMF Working Paper 00/67. — March 2000.

¹⁹ *Milesi-Ferretti G., Razin A.* Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities // IMF Working Paper. — 1998. — № 89.

²⁰ *Frankel J.A., Rose A.K.* Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. NBER Working Paper (Cambridge, Massachusetts, MIT Press). — 1996. — No. 5437.

²¹ *Glick R., Moreno R.* Money and Credit, Competitiveness, and Currency Crises in Asia and Latin America. Centre for Pacific Basin Monetary & Economic Studies working paper PB99-01 // Federal Reserve Bank of San Francisco, 1999.

²² *Aziz J., Caramazza F., Salgado R.* Зазнач. праця.

²³ *Leblang D., Bernhard W.* The Politics of Speculative Attacks in Industrial Democracies. — Chicago, Annual Meeting of the Midwest Political Science Association, 1999.

в еру сек'юритизованих фінансів, котра показала, що старі механізми запобігання і подоланню криз уже не працюють. А моделі, розроблені для пояснення мексиканської кризи, виявилися неспроможними пророчити азійську кризу"²⁴. Проте і після потрясінь 1997—1999 років (що повторилися, нехай і в меншому масштабі, під час фінансової кризи в Аргентині 2002-го) погляди на організацію оцінки ризиків докорінно переглянуто не було. Провина за помилкові прогнози, як і раніше, покладалася на рейтингові агентства і міжнародні фінансові організації, які нібито недостатньо серйозно поставилися до індикаторів криз, що насувалися.

Значна кількість розроблених на сьогодні моделей раннього попередження валютних криз²⁵ має ряд недоліків: невисоку точність прогнозування; недоступність різних показників; залежність інтерпретації поведінки кризових показників від економічної ситуації у країні; неможливість точного визначення часу виникнення кризи; складність прогнозування реакції інвесторів на інформацію моделей раннього попередження. Недосконалість таких моделей обмежує їх значне поширення.

У ряді досліджень підкреслюється, що особливістю валютних криз 1990-х років став їх збіг у часі з банківськими кризами. Статистика свідчить: якщо у 1970-ті — на початку 1980-х років із 25 валютних криз лише три супроводжувалися кризовими явищами в банківській сфері, то після 1985 року кожна друга (точніше, 28 із 52) валютна криза збігалася з кризою в банківському секторі. Для позначення подібних криз американський дослідник Г. Камінські запропонував спеціальний термін — “кризи-близнюки”²⁶.

Продовження в наступному номері

²⁴ *Eichengreen B.* Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda. — Washington: Institute for International Economics, 1999. — P. 84.

²⁵ Моделі раннього попередження валютних криз слід розглядати як інструмент, що сигналізує про необхідність подальшого дослідження стану певних країн (фінансових ринків, окремих фінансових інститутів) і дозволяє наглядовим органам і приватним інвесторам в умовах обмеженості часу і ресурсів сконцентруватися на тих напрямках, де ймовірність реалізації кризових явищ є найвищою. Моделі раннього попередження валютних криз — це перша сходинка фундаментального аналізу вразливості; вони доповнюють методи оцінки якісних показників і фінансових ризиків.

²⁶ *Брюков В.Г.* Растущая внешняя задолженность российских банков и стресс-тестирование рисков // Международные банковские операции. — 2006. — № 1. — С. 28.