

Барановський О.І.,

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

ПРЕДТЕЧІ ФІНАНСОВИХ КРИЗ¹

Розглянуто об'єктивні й суб'єктивні чинники, що зумовлюють зародження та перебіг фінансових криз, їх фази (стадії). Виявлено вплив фінансової глобалізації на виникнення криз у фінансово-кредитній сфері. Охарактеризовано феномен фінансового інфікування. Проаналізовано закономірності й особливості фінансових криз у країнах світу.

The author reviews objective and subjective factors, which result in the emergence and flow of financial crises, its phases (stages); identifies influence of the financial globalization on occurrence of crises in financial sphere; and analyzes the regularities and specific features of financial crises in different countries.

Споконвіку люди стикалися з поняттями “криза”, “кризова модель”, “кризове явище”, “кризова ситуація”, “кризовий стан”, “кризовий прояв”, “кризовий процес”, “кризові умови”, “кризовий ланцюжок”, “кризоутворююче середовище”, “кризова зона”, “кризове поле”, “кризова сфера”, “кризова яма”, “стадія кризи”, “період кризи”, “кризова хвиля”, “кризовий синдром”, “кризовий потенціал”, “кризовий менеджмент”, “антикризове управління”, “антикризова політика”, “антикризові заходи” тощо, намагаючись достеменно з'ясувати їх сутність і причини, аби своєчасно їх виявити та забезпечити себе від їх руйнівних наслідків. Проте й досі немає універсальних рецептів запобігання і протидії різноманітним кризам, отож існує потреба в подальших дослідженнях у цій сфері.

За радянських часів виникнення криз пов'язувалося виключно з капіталістичним устроєм. Недарма Л. Мендельсон у своїй книзі про кризи наводив вислів “батька народів”: щоб усунути кризи, треба знищити капіталізм². Ринкові перетворення в Україні відродили в господарсько-правовій практиці поняття й механізм дії кризи, що є обов'язковим супутником сучасного ринку.

Разом із тим економічний цикл, який наприкінці 1990-х багато економістів і ринкових експертів оголосили таким, що канув у Лету, відродився з попелу Нової економічної парадигми³. 26 листопада 2001 року Національне бюро економічних досліджень (НБЕД)⁴ заявило про те, що в березні 2001-го почалася рецесія.

¹ Цією статтею автор розпочинає цикл статей щодо передумов, наслідків і шляхів запобігання фінансовим кризам.

² Мендельсон Л.А. Теория и история экономических кризисов и циклов / Под ред. Е.С. Варги. — М.: Изд-во соц.-экон. лит-ры, 1959. — 691 с.

³ Kaza G. The Recession of 2001—2002 in Light of the Misesian Theory of the Business Cycle (Каза Г. Рецессия 2001—2002 гг. в свете мизесианской теории экономического цикла). — <http://www.sotsium.ru/books/61/51/kaza02-03.html#b002>.

⁴ Національне бюро економічних досліджень є приватною некомерційною організацією, що займається економічними дослідженнями, базується в Кембриджі (штат Массачусетс) та

“Визначення дати піку в березні, — говорилося в документі, — підтверджує те, що період зростання, який починався в березні 1991 року, в березні 2001-го закінчився, після чого почалася рецесія. Період зростання тривав рівно 10 років і став найтривалішим у хронології НБЕД”. На думку НБЕД, “рецесія — це істотний спад активності в усіх галузях економіки, який триває більш ніж кілька місяців і помітно впливає на промислове виробництво, рівень зайнятості, реальні доходи й оптово-роздрібну торгівлю. Рецесія починається одразу після того, як економіка досягає піка активності, та закінчується тоді, коли економіка досягає свого “дна”. Між нижчою й вищою точками відбувається економічне зростання. Воно є нормальним станом економіки; в більшості випадків рецесії короточасні й за останні десятиліття відбувалися вкрай рідко”⁵.

Фінансові ринки — складне, нестабільне високотехнологічне середовище, зміна якого і ймовірність даних змін виникають часом у найнесподіваніший момент. А розвиток фінансових ринків, як і економіки в цілому, має циклічний характер⁶. Стрімкий розвиток змінюється уповільненням темпів зростання (рис.), а часом і кризовими явищами. Причому для періодизації темпів економічного зростання краще орієнтуватися на однойменні фази циклу та порівнювати рік піднесення в даному циклі з відповідним роком у попередніх циклах. Не слід вважати, що кризові фази економічного циклу характеризуються лише падінням виробництва й регресом економіки, оскільки у криз є і зворотний, точніше прихований, бік: санація виробничих підприємств; позбавлення від менш якісних ресурсів (обладнання й робочої сили); заміна їх новими, якіснішими; перебудова напрямів науково-технічного прогресу⁷.

Водночас і сама криза має кілька прихованих періодів своєї динаміки: латентний (прихований) період, коли її передумови назрівають, але ще не стають явними;

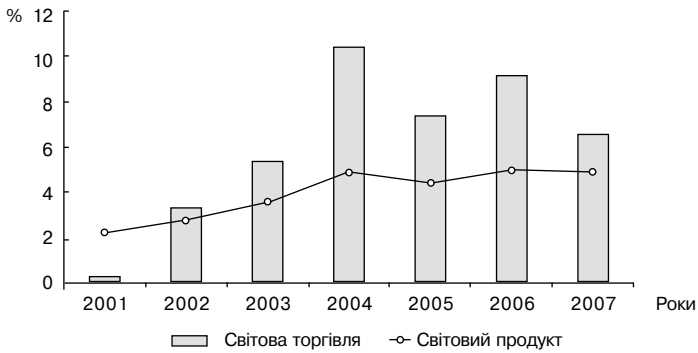
складається із шести вчених-економістів, котрі входять до складу Комітету з датування економічного циклу. Цей комітет виступає як третейський суддя при визначенні початку й закінчення рецесій.

⁵ The Business Cycle Peak of March 2001 / NBER. — November 26, 2001.

⁶ Теорія фінансових циклів розроблена відомим американським економістом Хайманом Мінські (Huyman Minsky), на думку якого, всі фінансові кризи розвиваються за однією схемою, що поєднує як економічні, так і психологічні аспекти. В першій фазі циклу здійснюється “заміщення” — певна подія, яка змінює уявлення людей про майбутнє. У другій — починається зростання цін на активи в тому секторі, де відбувається “заміщення”. Третя фаза циклу — отримання доступу до дешевого кредиту і зростання фінансових інновацій, пов’язаних із використанням і забезпеченням кредиту. Четверта фаза — бурхливе зростання угод, за якого ринок відчуває постійну залежність від припливу нових учасників, не знайомих із правилами гри. П’ята фаза — знову прибулі учасники ринку сподіваються заробити стільки ж, скільки їх попередники. У шостій фазі відбувається фіксування прибутку інсайдерами, що усвідомлюють неминучість кризи. Сьома фаза фінансового циклу — власне криза.

Ще в середині XIX ст. французький учений Клемент Жюгляр (Clement Juglar) відкрив перший економічний (діловий) цикл тривалістю 7—11 років, тобто в середньому 9 років. — Див. *Juglar C. Des crises commerciales et de leur retour periodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis.* — P., 1862.

⁷ *Рыкова И.Н., Фисенко Н.В.* Кризисы ликвидности: опыт зарубежных стран // *Финансы и кредит.* — 2007. — № 45. — С. 71.



Джерело: Річний звіт Національного банку України за 2007 рік. — К.: НБУ, 2008. — С. 45.

Рис. Динаміка світової торгівлі й економічного зростання

період обвалу, тобто стрімкого загострення всіх суперечностей, різкого погіршення динаміки всіх показників, порушення стабільності; період пом'якшення кризи, тобто створення передумов для її подолання, переходу до фази депресії, яка забезпечує тимчасову рівновагу між системою, що втратила свою колишню силу, й тою, що утверджується.

Розвиток кризових явищ багато в чому зумовлюється статус-кво в національних і світовій фінансових системах та на фінансових ринках. Ось чому дуже важливо знати, коли настає *фінансова нестабільність*, у чому її сутність, які заходи можна вжити для запобігання різноманітним кризовим явищам (чого, власне, стовідсотково досягти неможливо — *О. Б.*) або їх мінімізації.

На думку автора, дуже корисним для з'ясування предтеч фінансових криз є аналіз поглядів науковців на пояснення фінансової нестабільності, проведений російськими дослідниками⁸. Згідно з цим дослідженням класичне пояснення фінансової нестабільності було надано І. Фішером, який стверджував, що вона тісно пов'язана з макроекономічними циклами, зокрема з динамікою сукупної заборгованості в економіці⁹. Надмірна заборгованість у реальному секторі спричиняє великі проблеми, для відновлення рівноваги необхідно погасити борг, що, у свою чергу, викликає скорочення депозитів і розпродаж активів за низькими цінами. Усе це призводить до зниження темпу зростання цін і випуску, а також до збільшення числа безробітних і банкрутств. Таким чином, на думку Фішера, головною причиною фінансової нестабільності є негативна динаміка фундаментальних показників.

Д. Даймонд і П. Дібвіг пов'язують фінансову нестабільність із чинниками, що впливають на поведінку вкладників банків¹⁰. Вони стверджують, що можлива

⁸ Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности / С.М. Дробышевский (рук. авт. колл.) и др. — М.: ИЭПП, 2006. — С. 9—13.

⁹ Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depression // *Econometrica*. — 1933. — Vol. 1 (October). — P. 337—357.

¹⁰ Diamond D.W., Dybvig P.H. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity // *Journal of Political Economy*. — 1983. — Vol. 91 (June). — P. 401—419.

ситуація, коли економіка переходить із “хорошої” рівноваги в “погану”, що супроводжується банківською панікою, та наголошують: економічні агенти вкладають гроші в банки в період певної стабільності фінансової системи, а в разі яких-небудь негативних подій підвищується ймовірність виникнення банківської паніки. У своєму дослідженні ці науковці вказують на такий важливий чинник стабільності фінансової системи, як довіра інвесторів.

Ф. Мішкін, досліджуючи питання впливу асиметрії інформації на розвиток фінансової системи, стверджував, що асиметрія інформації між кредитором і позичальником призводить до виникнення несприятливого добору¹¹. Іншими словами, позичальники найчастіше мають більше інформації про параметри інвестиційного проекту, в який вони мають намір вкласти отримані гроші, тоді як кредитори в умовах неповної інформації змушені страхуватися від невизначеності, позичаючи гроші під середню процентну ставку між ризиковими й безризиковими інвестиціями. Внаслідок цього позичальники, яким потрібні гроші для фінансування високодоходних проектів із низьким ступенем ризику, змушені сплачувати більший процент, ніж за інформаційної прозорості. Водночас позичальники, що фінансують високоризикові проекти, мають можливість одержати гроші під нижчий процент. Усе це спричиняє витиснення “хороших” інвестиційних проектів “поганими”, а отже, зниження якості портфелів фінансових посередників.

Дж. Гуттентаг і Р. Херрінг ведуть мову про те, що при існуванні невизначеності щодо майбутньої віддачі від інвестицій можливе виникнення різниці в очікуваній віддачі проекту з боку позичальників і кредиторів¹². У разі якщо очікувана віддача проекту для кредитора менше, ніж альтернативного проекту, позичальникові може бути відмовлено в наданні кредиту. Причому, як стверджується, в міру посилення фінансової нестабільності кількість відмов у наданні коштів зростає, що веде до нестабільності в реальному секторі та спричиняє новий виток фінансової кризи. Для розв’язання даної проблеми зазвичай пропонується страхування депозитів.

На думку М. Кілі, існування ризику безвідповідальної поведінки (*moral hazard*) при страхуванні вкладів може привести до того, що фінансові посередники візьмуть на себе більші ризики, ніж за його відсутності¹³. Річ у тім, що вони зможуть отримувати гроші за безризиковою ставкою (по застрахованих депозитах) та інвестувати їх у високоризикові проекти. Це також може підвищити уразливість фінансової системи до можливих шоків.

Деякі дослідники вказують на те, що асиметрія інформації на фінансових ринках за умов кризи є джерелом виникнення *ефекту інфікування*. За високої взаємозалежності фінансових ринків різних країн негативні зовнішні шоки можуть

¹¹ *Mishkin F.S.* Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective // NBER Working Paper 5600. — 1996.

¹² *Guttentag J., Herring R.* Credit Rationing and Financial Disorder // Journal of Finance. — 1984. — Vol. 39 (December). — P. 1359—1382.

¹³ *Keeley M.C.* Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking // American Economic Review. — 1990. — Vol. 80 (December). — P. 1183—1200.

передаватися у “здорові” країни. Зокрема, Л. Кодрес і М. Прішкер розробили теоретичну модель, згідно з якою інфікування залежить, у тому числі, від рівня асиметрії інформації¹⁴. Вони також наголошують, що при існуванні механізмів хеджування ризиків інфікування може статися й без виникнення негативних макроекономічних шоків, якщо інвестори вирішують знизити ризики та вивести кошти із країни. Така ситуація фактично мала місце в азійських країнах перед кризою 1997 року.

Е. Девіс стверджує, що інституціональні інвестори можуть сприяти фінансовій нестабільності через існування проблеми агента-принципала¹⁵. Річ у тім, що керуючі фондами можуть мати на меті зовсім не максимізацію прибутку клієнтів. Як наслідок — коливання цін активів на фінансовому ринку можуть значно посилюватися, збільшуючи тим самим імовірність виникнення фінансової нестабільності. Для розв’язання зазначеної проблеми Девіс пропонує частіше проводити моніторинг діяльності керуючих, а також використовувати системи оцінки якості управління. В цьому разі керуючому вигідно діяти так, як інші гравці на ринку, а не приймати самостійні рішення. Наслідкування інших інвесторів допомагає керуючому підтримувати свою репутацію на високому рівні, оскільки ризик одержання результатів нижче середнього показника істотно зменшується.

У багатьох працях, що побачили світ у період між мексиканською (1994) й азійською (1997) кризами, досліджується уразливість фінансових інститутів перед екзогенними шоками. При цьому автори наводять такі чинники фінансової нестабільності, як девальвація національної валюти, падіння темпів економічного зростання, погіршення платіжного балансу, висока інфляція, погіршення умов торгівлі, спекулятивні атаки на фондовому ринку, а також зниження виробництва в експортних секторах. Крім того, аналізуються такі якісні чинники нестабільності: недостатній нагляд за банківською системою, неадекватна грошово-кредитна політика, недосконале законодавство і стандарти звітності тощо.

Існує досить багато праць, де аналізується ефект інфікування¹⁶. У них до чинників інфікування включені *висока кореляція між валютним і фондовим ринками, тісні банківські й зовнішньоторговельні зв’язки між країнами, низький рівень золотовалютних резервів, а також загальна слабкість фінансової системи*. Крім того, Г. Камінські й К. Рейнхарт показали, що додатковим чинником появи ефекту інфікування є наявність спільного кредитора з тією країною, де фінансова криза вже виникла¹⁷.

¹⁴ Kodres L., Pritsker M. A Rational Expectations Model of Financial Contagion. (Finance and Economics Discussion Series). — 1998. — № 48.

¹⁵ Davis E.P. Institutional Investors, Unstable Financial Markets and Monetary Policy // Risk Management in Volatile Financial Markets / Ed. by F. Bruni, D.E. Fair, R. O’Brien. — 1996.

¹⁶ Baig T., Goldfajn I. Financial Market Contagion in the Asian Crisis // IMF Staff Paper. — 1999. — Vol. 46 (June). — P. 167—195; Fratzscher M. Why Are Currency Crises Contagious? A Comparison of the Latin American Crisis of 1994—1995 and the Asian Crisis of 1997—1998 // Weltwirtschaftliches Archiv. — 1998. — Vol. 134. — № 4. — P. 664—691.

¹⁷ Kaminsky G., Reinhart C. On Crises, Contagion, and Confusion // Journal of International Economics. — 2000. — Vol. 51. Issue 1. — P. 145—168.

З огляду на те, що фінансова й валютна кризи найчастіше супроводжують одну, ознаки настання валютної кризи можуть бути застосовані як індикатори фінансової кризи. На взаємозв'язок фінансової й валютної криз вказується у працях Р. Дорнбуша, І. Голдфайна й Р. Вальдеса, Г. Камінські, К. Рейнхарта та С. Лізондо¹⁸. Отримані ними результати свідчать про те, що валютна криза зумовлює фінансову, якщо вплив девальвації на якість банківських активів настільки великий, що значно зменшує чисту вартість активів банків. Водночас Камінські й Рейнхарт зазначають, що в 1980—1990 роках у більш ніж половині випадків фінансова криза передувала валютній.

У розглянутих працях вивчено вплив макроекономічних показників на стабільність фінансової системи. Втім, при розробці системи індикаторів фінансової стабільності не меншу роль відіграють і агреговані мікроекономічні показники. Проте їх використання в емпіричних дослідженнях обмежене доступністю даних. Так, у класичній праці Е. Альтмана¹⁹ аналізуються показники якості активів, рентабельності й ліквідності. Однак у даному випадку аналіз був застосований до окремих фірм. Згодом з'явилися дослідження, в яких агреговані мікроекономічні показники використані для моніторингу фінансової стабільності. Зокрема, у працях Дж. Франкеля й Е. Роуза²⁰ та П. Хонохана²¹ підкреслюється важлива роль такого показника, як короткострокові зобов'язання в іноземній валюті. А Б. Гонсалес-Хермосіло, Ц. Пазарбасіоглу й Р. Біллінгс наводять докази того, що при прогнозуванні фінансової кризи варто зважати на непрацюючі позики й достатність власного капіталу²².

Час від часу кризи виникали через надмірне захоплення активними операціями. Наприклад, значні вкладення коштів у невиправдано ризиковані операції клієнтів наприкінці XVI ст. призвели до кризи європейської банківської системи. Але замість того, щоб врегулювати кредитну функцію банків, середньовічні банкіри зовсім її скасували, кинувшись із однієї крайності в іншу. Жиробанки XVI—XVII ст. відмовилися від накопиченого досвіду кредитних операцій. Але час усе розставив на свої місця: не здатні стати кредитними посередниками, що так потрібні

¹⁸ *Dornbusch R., Goldfajn I., Valdes R. Currency Crises and Collapses // Brookings Papers on Economic Activity: Macroeconomics 2. Brookings Institution. — 1995. — P. 219—294; 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; Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading Indicators of Currency Crises // IMF Staff Papers. — 1998. — Vol. 45 (March). — P. 1—48.*

¹⁹ *Altman E. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of the Corporate Bankruptcy // Journal of Finance. — 1968. — Vol. 23 (September). — P. 589—609.*

²⁰ *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. — 1996. — № 5437.*

²¹ *Honohan P. Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction // BIS Working Paper. — 1997. — № 39.*

²² *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.*

суспільству, громадські банки не змогли конкурувати з установами, організованими на більш раціональній основі, та поступово поступилися їм місцем²³.

Коли у США в 1851 році вибухнула торговельна криза, а за нею й банківська, платоспроможними залишилися тільки банки штату Луїзіана.

Загострення фінансово-економічної ситуації 1857—1858 років стало першою світовою кризою. Хоча вона, як і попередні кризи, найбільше вразила Великобританію, на той час головну промислову й торговельну державу, але почалася у США та сильно вдарила по Франції й Німеччині²⁴.

Об'єктами спекуляції в період буму, що передував кризі, були: у США — акції залізничних компаній і земельні ділянки, що роздавалися державою; у Великобританії — також залізниці й зерно; в континентальних країнах — знову ж таки залізниці й акції підприємств важкої промисловості. Збільшення грошової маси, потрібної для розгону спекуляції, забезпечувалось у США припливом золота і зростанням міжбанківських операцій; у Великобританії — злиттям банків і міжбанківськими операціями; в континентальних країнах — операціями банку “Креді мобільє” й нових німецьких банків. Пік спекулятивного буму припав у США й Великобританії на кінець 1856-го, на континенті — на березень 1857-го, а пік фінансової кризи може бути віднесений у США на серпень, у Великобританії — на вересень, на континенті — на листопад 1857 року.

На 25 вересня 1857 року кількість банків, які припинили виплату вкладів і розмін своїх банкнот, сягнула 175. У останній тиждень місяця закрилися ще 150 банків. Щоб отримати хоч якийсь кредит, треба було платити лихварський процент — до 100 % річних.

13 жовтня стало днем панічного натиску на банки в Нью-Йорку. Автор капітальної праці про кризи Макс Вірт²⁵, який спостерігав те, що відбувалося, писав: “Тривога і сум'яття були страшні... Перший наступ був спрямований на невеликі банки осторонь Уолл Стріт... О 10 годині ранку вони відчинили свої двері, а до 12 години їх падіння стало фактом... До першої години все було спокійно на Уолл Стріт... Щоправда, депозити безперервно видавалися дзвінкою монетою, й ніщо ще не вказувало на загальну паніку. Але незабаром вулиця заповнилася людьми й почався натиск на Американський вексельний банк, найслабший із великих банків... Виглянувши з вікна, я побачив натовп у кілька тисяч осіб, що рухався вулицею... З усіх боків народ повалив на Уолл Стріт... З Уолл Стріт натовп поширився на вулиці Пайн і Нассау, на бродвейські банки. Все це відбувалося зі швидкістю буревію”²⁶.

²³ Оптимизация активов банка в системе страхования вкладов / А.В. Тен, Б.И. Герасимов, В.В. Тен; под науч. ред. д-ра экон. наук, проф. Б.И. Герасимова. — Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2005. — С. 9.

²⁴ Аникин А.В. История финансовых потрясений. От Джо Ло до Сергея Кириенко. — М.: Олимп-Бизнес, 2000. — С. 73, 85.

²⁵ Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке. — СПб.: Издание редакции журнала “Знание”, 1877. — 484 с.

²⁶ Трахтенберг И.А. Денежные кризисы (1821—1938 гг.). — М.: Изд-во АН СССР, 1963. — С. 199—200.

Підсумки дня були катастрофічними: закрилися 18 нью-йоркських банків, наступного дня — ще 32. Банківська система США зазнала краху, економічна діяльність у країні практично зупинилася. Америкою прокотилася хвиля банкрутств, багато тисяч людей втратили роботу²⁷.

Незважаючи на позитивне значення закону 1872 року для зміцнення банківської ліквідності він не зміг запобігти масштабній кризі платоспроможності російських банків, що мала місце в 1875—1876 роках. Основною причиною слабого фінансового стану комерційних банків у ті часи, їх недостатньої стійкості до несприятливих зовнішніх впливів була високоризикова кредитна політика, що проводилася банками. Це виражалось, насамперед, у широкій практиці надання кредитів без реального забезпечення або з низьколіквідним забезпеченням. Крім того, платіжні труднощі банків великою мірою були зумовлені слабкістю фінансового стану їхньої клієнтури (позичальників). Неминучим наслідком неправильної оцінки кредитоспроможності позичальників, низьких вимог до забезпечення за позиками стало несвоєчасне й неповне погашення виданих кредитів.

Варто наголосити, що кризи ліквідності російських банків 1875—1876 років і в наступні періоди часто виникали внаслідок надмірного захоплення банків спекулятивними операціями з цінними паперами. Перші банківські крахи середини 1870-х підготували правову базу для прийняття двох нових законів, покликаних зміцнити надійність кредитних установ. Законами від 5 квітня 1883-го й від 22 травня 1884 року вносились доповнення в умови заснування акціонерних комерційних банків та їх внутрішньої організації, а також установлювалася детальна регламентація їх активних операцій. Положення законів 1872, 1883, 1884 років були кодифіковані у Статуті кредитному, який увійшов у том X Зведення законів Російської імперії²⁸.

Однак, як свідчить історія, багато масштабних економічних катастроф не були вчасно передбачені. Так, незадовго до початку Великої депресії — кризи, що вразила американську економіку в 1929 році, ніщо не передвіщало грози. В 1926—1928 роках економіка перебувала у стані піднесення. Національний дохід збільшився з \$32 млрд у 1913-му до \$89,7 млрд у 1927-му, або у 2,8 раза (а у співставних цінах у 1,7 раза). Облікова ставка, на яку орієнтувались банки США, була найнижчою серед розвинутих країн — 3,5—4 % у 1926—1927 роках (Великобританія — 4,5—5 %, Німеччина — 5—8 %, Франція — 5—7,5 %). Приблизно 40 % інвесторів купували акції у кредит під незначне маржинальне забезпечення²⁹. Колишній президент США Герберт Гувер і провідні економісти дивилися в майбутнє з оптимізмом, пророкуючи тривале процвітання країни. Грім вдарив

²⁷ Аникин А.В. Зазнач. праця. — С. 87.

²⁸ Оптимизация активов банка в системе страхования вкладов / А.В. Тен, Б.И. Герасимов, В.В. Тен; под науч. ред. д-ра экон. наук, проф. Б.И. Герасимова. — Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2005. — С. 12.

²⁹ Чернявский А.Д. Антикризисное управление: Учеб. пособ. — К.: МАУП, 2000. — С. 15.

наприкінці жовтня: гравці раптом поспіхом почали скидати цінні папери, внаслідок чого сталося жахливе знецінення активів.

Професор Єльського університету Ірвін Фішер якраз був невиліковним оптимістом. Як монетарист і прихильник кількісної теорії грошей він висловлювався за їх нейтральність на довгострокову перспективу. Якщо центробанк контролює пропозицію грошей, бізнес-цикли відходять у минуле. Він вважав, що з економікою нічого поганого не може трапитися, якщо тільки споживчі ціни залишаються стабільними. І оскільки вони залишалися такими впродовж 1920-х років, Фішер не очікував ніякої кризи на фондовому ринку. Він заперечував “спекулятивні оргії” на фондовій біржі, хоча середня ціна акції потроїлася лише за 7 років. Фішер вважав, що “ціни акцій досягли того, що можна назвати постійно високим плато”. Американський економіст, представник інституціоналізму Уеслі Мітчел, фахівець із бізнес-циклів початку століття, підтримав Фішера, стверджуючи, що немає підстав вважати економічний бум “нездоровим і небезпечним”. Дж. Кейнс у 1927 році говорив: “У нас більше не буде великих економічних катастроф”. На початку 1928-го він представив працю з інфляції у США, зробивши висновок, що фондовому ринку нічого не загрожує, оскільки є Федеральна резервна система. На жаль, історики випускають ці відомі факти з біографій названих науковців, зводячи їх у розряд незаперечних авторитетів.

Мало кому відомо, що саме австрійська школа економіки в особі Людвіга Мізеса, Фрідріха Хаєка, Фелікса Сомарі пророкувала колапс фондового ринку. Вони не вказували конкретної дати, але вважали депресію неминучою, оскільки паперові гроші поза золотим стандартом створюють дисбаланс між виробництвом і споживанням. Депресія — єдиний спосіб усунути цей дисбаланс. Мізес не прийняв положення Фішера й монетаристів про стабільність цін. Учень Мізеса Хаєк на початку 1929 року зробив висновок про крах фондового ринку впродовж наступних кількох місяців. А Сомарі спрогнозував початок Великої депресії з точністю до місяця. В 1928-му Сомарі стверджував, що велика диспропорція між кредитними ставками процента й дохідністю фондового ринку є однозначним симптомом колапсу. “Тут серед моїх знайомих знаходяться прихильники, принаймні, десятка економічних теорій, але ніхто з них не має уявлення про найбільшу економічну катастрофу, що насувається”, — говорив він на одній із зустрічей. Фінансист із Бостона Роджер Бебсон, прихильник австрійської школи, у вересні 1929-го пророчив колапс фондового ринку. Це саме й Велику депресію прогнозував професор економіки Е. Харвуд, який поділяв погляди австрійців³⁰.

На жаль, доводиться констатувати, що й застосовувані сьогодні методології прогнозування кризових явищ, хоча в цілому корисні та до певної міри підвищують точність передбачення кризи, на більше поки що претендувати не можуть. Про це, зокрема, свідчить нездатність розгалуженої системи рейтингових агентств

³⁰ Чьи советы лучше? Представление австрийской школы экономики. — <http://www.liberty-belarus.info/content/view/162/38/>

спрогнозувати кризу в Південно-Східній Азії. Проблема полягає в тому, що ні представники економічної теорії, що повноцінно описує рівноважні ситуації, ні сучасні аналітики і прогнози з їхніми численними емпіричними дослідженнями, котрі позбавлені можливості здійснити економетричний аналіз великої кількості ендогенних і екзогенних змінних, що впливають на виникнення криз, але не піддаються формалізації, не в змозі належним чином обґрунтувати процеси, що зумовлюють перехід національних економік і фінансових систем із одного рівноважного стану в інший.

Останнім часом на фінансову безпеку різних держав дедалі більше впливає глобалізація світогосподарських зв'язків. Провідну роль у цьому процесі з 1970-х років відіграє фінансова сфера³¹. Фінансова глобалізація принесла значні економічні вигоди країнам, постачальникам і споживачам фінансових послуг, але при цьому змінила структуру ринків, створила нові ризики та поставила нові завдання перед суб'єктами ринків фінансових послуг³².

Фінансова глобалізація, що супроводжується формуванням транскордонного капіталу й підвищенням його мобільності, утворенням транснаціональних банків, розгалуженою мережею офшорних юрисдикцій, зникненням меж між різними фінансовими функціями (скажімо, на додачу до своїх традиційних функцій фінансових посередників банки дедалі частіше беруть на себе функції операторів на фондових і валютних ринках як у власних інтересах, так і на доручення клієнтів), виникненням глобальних комп'ютерних мереж, що уможливорює миттєвий переплив капіталу, істотно підвищує ризик фінансових криз, полегшує поширення кризових явищ. Фінансова глобалізація стала головною рушійною силою розвитку світової економіки, її рівень досяг певної зрілості, про що свідчать, зокрема, валютно-фінансові кризи 1997—1998 років, які озвалися в усіх країнах, тим самим підтвердивши високий рівень фінансової взаємозалежності.

Крім підвищення ризику фінансових криз глобалізація зумовлює й інші негативні виклики національній фінансовій безпеці, зокрема такі:

- створення сприятливих умов для легалізації незаконних доходів (за даними FATF загальна сума доходів, що легалізуються, перевищує \$3 трлн на рік)³³;
- ускладнення діяльності щодо забезпечення стабільності національної валюти й банківської системи;
- розширення можливостей для ухилення від сплати податків;
- значні зміни в інвестиційному процесі.

Отож забезпечення національної фінансової безпеки значно ускладнюється.

Кризи 1990-х мали національні й регіональні особливості; вони різною мірою впливали на ситуацію у країнах із ринками, що формуються, та на світову

³¹ Рыкова И.Н., Фисенко Н.В. Знач. праця. — С. 72.

³² Караченцев К. Аутсорсинг на мировом рынке финансовых услуг: особенности, риски // Банковский вестник. — 2008. — № 10. — С. 34.

³³ Мельников В.Н., Мовсесян А.Г. Противодействие легализации незаконных доходов. — М.: МЦФЭР, 2007. — С. 102.

економіку в цілому. Їх об'єднує той факт, що всі вони були *кризами епохи фінансової глобалізації*, які виникли й у порівняно благополучних країнах, часто несподівано, що робить їх особливо небезпечними.

Латиноамериканські кризи 1994—1995 років були фінансовими, але з тягарем минулих проблем. Їх вплив не поширювався за межі регіону, й вони не мали наслідків світового характеру. Кризи в Латинській Америці не були випадковими. Ці країни ще не встигли повністю оговтатися після кризи 1980-го та не переборолі причини, що її породили. Завищені валютні курси гальмували розвиток експорту й заохочували імпорт; дефіцити поточного платіжного балансу й держбюджету покривалися за рахунок залучення іноземного капіталу; боргові платежі стримували економічне зростання. На старі недоліки нашарувалися негативні аспекти глобалізації: прискорена лібералізація зовнішньоекономічної діяльності, поспішна й надмірна відкритість фінансових ринків. Присутність на ринках цінних паперів і банківського кредиту численних нерезидентів зі спекулятивними цілями створювала вибухонебезпечну ситуацію. Перша криза нового типу сталася в Мексиці, вона була раптовою і знаковою для світової економіки й міжнародних фінансів. Цікаво, що колишній директор-розпорядник МВФ Мішель Камдесю, говорячи про фінансову кризу, що вразила Мексику в 1994—1995 роках, назвав її першою кризою XXI сторіччя.

У 1992 році Мексика стала членом Північноамериканської зони вільної торгівлі (North American Free Trade Agreement, НАФТА (НАФТА) поряд зі США й Канадою; в 1994-му її було прийнято в Організацію економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). Це прискорило перехід країни до моделі відкритої ринкової економіки, який намітився в середині 1980-х. Макроекономічні й структурні реформи в поєднанні з лібералізацією підвищили привабливість Мексики для іноземних інвесторів. У ході своїх операцій зарубіжні банки могли обмінювати мексиканські боргові зобов'язання на приватизаційні бонди, що використовувалися як засіб платежу при покупці акцій приватизованих підприємств³⁴.

Закон 1993 року про іноземні інвестиції розширив можливості участі зарубіжного капіталу в ряді галузей національної економіки, особливо в банківській сфері. Як наслідок — за 1992—1994 роки урядові зобов'язання Мексики перед нерезидентами в національній валюті зросли більш ніж удвічі³⁵. З набранням чинності режимом НАФТА мексиканська кредитна система стала відкритою для інвесторів зі США й Канади, яким надавалася розширена пайова участь (51 %) у мексиканських банках. За 1994—1998 роки в Мексиці було відкрито 20 філій зарубіжних банків, 16 іноземних брокерських фірм, створено 10 фінансових груп із іноземним банківським капіталом³⁶.

³⁴ Федякина Л.Н. Финансовая глобализация, долги, кризисы. — <http://www.humanities.edu.ru/db/msg/48607>.

³⁵ International Financial Statistics. - Wash.: IMF, October 1999. — P. 514.

³⁶ Иностранные банки в Латинской Америке в контексте структурных реформ и финансовой глобализации / Отв. ред. И.К. Шереметьев. — М.: Наука, 2002. — С. 176—177.

У передкризове п'ятиліття (1989—1994), при президентові Карлосі Салінаса де Гортарі, Мексика розвивалася досить стабільно. В 1989—1992 роках економічне зростання в середньорічному обчисленні становило 4 % ВВП, у 1993-му — 2 %, в 1994-му — 4,4 %; інфляція в 1993—1994 роках знизилася до однозначних показників. При цьому зберігалися дефіцити держбюджету й поточного платіжного балансу, що в поєднанні з низькими світовими цінами на нафту (протягом 1992—1994 років) та іншими чинниками зумовило спочатку відтік банківського капіталу, а потім втечу нерезидентів із ринків цінних паперів, скорочення офіційних резервів і 6-відсоткове падіння ВВП у 1995 році³⁷.

Фінансова катастрофа в Мексиці напрямую зачіпала інтереси США, тож пакет фінансової підтримки було сформовано доволі швидко. Спочатку країні виділили \$18 млрд, із яких \$9 млрд обіцяв уряд США, \$3 млрд — американські банки, решту — інші країни й організації. На кінець лютого сума підтримки збільшилася до \$52 млрд, у тому числі МВФ надав Мексиці кредит у розмірі семи її квот у Фонді, що вдвічі перевищило допустимий обсяг. Це допомогло країні доволі швидко подолати кризу. Вже в 1996-му темп приросту ВВП становив 5,2 %, у 1997-му — 6,8 %.

Повернення оптимістичних очікувань після подолання мексиканської кризи виявило слабкість і уразливість банківського сектору Аргентини. Справді, фінансова лібералізація 1991 року здійснювалася в умовах, коли банківська система характеризувалась наявністю надто великої кількості банків, слабкістю механізмів пруденційного нагляду й терпимим ставленням макроекономічного оточення до спекулятивних операцій банків. Напередодні кризи 1994 року у країні налічувалось 205 банків, які гостро конкурували між собою (в 1999-му в Аргентині діяло 104 банки). Частка сумнівних кредитів у загальній їх сумі становила майже 12 % (що значно більше, ніж допустимо за міжнародними нормами). Високоризикові операції забезпечували банкам доволі значний рівень рентабельності: відношення прибутку до суми банківського капіталу й резервів зросло із 7 % у 1991-му до 17 % у 1993 році. Таким чином, перед початком мексиканської кризи в Аргентині сформувалась дуже нестабільна комбінація кількох чинників: надмірно висока чисельність банків, жорстка міжбанківська конкуренція, високорентабельний і водночас високоризиковий портфель банківських активів³⁸.

У Бразилії криза почалася в серпні 1998 року, коли індекс курсу акцій на головній фондовій біржі країни впав на 40 %³⁹. Це спричинило масову паніку і втечу капіталу із країни. Центральний банк поспіхом скуповував національну валюту; офіційні резерви в червні 1998-го досягли майже \$70 млрд, на початку 1999-го вони знизилися до \$32 млрд⁴⁰. Ставка рефінансування підскочила до 30 % річних,

³⁷ World Economic Outlook. — Wash.: IMF, October 1997. — P. 28, 29; World Economic Outlook. — Wash.: IMF, October 2000. — P. 22.

³⁸ Miotti L., Plihon D. Liberalisation financière, speculation et crises bancaires // Economie intern. — P., 2001. — № 85. — P. 3—36.

³⁹ Аникін А.В. Зазнач. праця. — С. 280.

⁴⁰ International Financial Statistics. — Wash.: IMF, October 1999. — P. 168, 169.

ринкові ставки за позиками банків — до 40—50 %. Це зробило банківський кредит недоступним для переважної більшості підприємців. Захист стабільності валюту спричинив падіння темпів зростання — мінус 0,1 % ВВП у 1998 році.

Бразильська криза зачепила всі латиноамериканські країни через знецінення валют і акцій, відхід нерезидентів із фінансових ринків. Пакет міжнародної допомоги Бразилії з участю США, МВФ та інших кредиторів був сформований уже в листопаді 1998-го в розмірі \$41,5 млрд, \$18,1 млрд із яких становили кредити МВФ⁴¹. Бразилія взяла на себе виконання погоджених із МВФ зобов'язань щодо зменшення бюджетного дефіциту, поліпшення збору податків, обмеження кредитування неефективних підприємств, стримування зростання грошової маси, санації кредитно-банківської системи.

Останніми роками у Бразилії й Мексиці впроваджуються сучасні способи виробництва, збільшується кількість інноваційних структур, у тому числі технопарків. Мікроелектронний та інформаційний переворот позначився на багатьох галузях економіки. Оновлюється фінансова система, банки переходять на електронну систему розрахунків. Зовнішній борг латиноамериканського регіону, зокрема Бразилії й Мексики, поступово скорочується. Втім, серйозні зміни на краще намітилися не в усіх країнах регіону. Так, Аргентина з 1998 року перебуває у стані затяжної економічної кризи, що періодично загострюється.

Азійська криза 1997—1998 років істотно відрізнялася від попередніх кризових потрясінь у країнах, що розвиваються. За визначенням А. Анікіна, це була криза зростання, пов'язана з відставанням фінансової інфраструктури порівняно з економікою в цілому⁴². Вона є кризою епохи фінансової глобалізації з її колосальними транскордонними потоками капіталу. Криза показала, що в умовах лібералізації фінансових ринків масштабний відтік капіталу здатний за короткий час підірвати, здавалося б, бездоганний фінансовий статус країн із високими темпами економічного зростання.

Криза на азійських фінансових ринках почалася 2 липня 1997 року девальвацією тайландського бата стосовно долара США більш ніж на 20 %, що спровокувало хвилю знецінення валют сусідніх держав. Із 2 липня по 31 жовтня того року девальвація національних валют стосовно американського долара становила: в Таїланді — 39,5 %, Індонезії — 33,2 %, Малайзії — 26,8 %, Філіппінах — 24,3 %, у Сінгапурі — 9,5 %, Південній Кореї — 8 %⁴³. Згодом події набули глобального характеру.

Валютно-фінансова криза вразила країни, найбільш просунуті й інтегровані в міжнародну фінансову систему, — Корею, Індонезію, Малайзію й Таїланд, які за надзвичайно високі темпи економічного розвитку були прозвані “тиграми”. Значно меншою мірою вона торкнулася Філіппін, які досягли скромних успіхів у

⁴¹ Анікин А.В. Зазнач. праця. — С. 281.

⁴² Там само. — С. 286.

⁴³ Чернявский А.Д. Зазнач. праця. — С. 31.

системно-структурних перетвореннях та не мали великого припливу іноземного капіталу до кризи. Зниження ВВП Філіппін становило в 1998 році 0,6 %, Кореї — 6,7 %, Індонезії — 13,0 %, Таїланді — 10,2 %⁴⁴. За потрясіннями на валютному ринку сталися величезні розпродажі на фондових ринках азійських країн.

Існують кілька причин глобального впливу цієї кризи на решту світу: на країни Азії, за винятком Японії, припадала половина приросту виробництва світової промислової продукції, хоча їх частка становила лише 20 % світового ВВП. Східна Азія до останнього часу залишалася найбільшим імпортером капіталу. Згідно з даними, опублікованими у грудні 1997 року “Financial Times”, обсяг наданих країнам регіону позик на кінець 1996-го становив \$757 млрд, у тому числі Гонконгу виділено \$207 млрд, Сінгапуру — \$189 млрд, Кореї — \$100 млрд, Таїланду — \$70 млрд, Індонезії — \$55 млрд, Малайзії — \$22 млрд.

На червень 1998 року азійським країнам, що потерпали від кризи, було надано \$117,7 млрд. Зокрема, МВФ надав \$36,1 млрд, Світовий банк і Азіатський банк розвитку — \$26,7 млрд, іноземні держави на двосторонній основі — \$54,9 млрд. Усього Кореї було надано \$58,2 млрд, Індонезії — \$42,3 млрд, Таїланду — \$17,2 млрд⁴⁵.

До речі, на думку Маргарет Тетчер, причина криз у Росії й на Далекому Сході — не “провал ринку”, вона пов’язана з “безліччю недоліків у державній політиці”; до краху призвели багато внутрішніх чинників, у тому числі “відсутність прозорості, панібратство й корупція, корпоративізм, обмінні курси, зафіксовані на нереальному рівні”⁴⁶.

У 1970—2000 роках фінансові кризи в десятках країн спричинили втрату 10—30 % національних фінансових активів. МВФ лише в 1975—1997 роках зареєстрував понад 150 валютних і 54 боргові (банківські) кризи в більш ніж 50-ти країнах⁴⁷. На ринках, що формуються (emerging markets), до яких належить і Україна, часові періоди, що відокремлюють одну кризу від іншої, зазвичай становлять 5—10 років⁴⁸.

Разом із інтеграцією ринків і економічної політики фінансові установи встановлюють міждержавні зв’язки, розвиваються, набувають складнішої структури, а отже, стають уразливішими до криз. За даними МВФ⁴⁹ попри зростання можливостей диверсифікації характер ризику для крупних банків і європейських страхових компаній залишається незмінним. А це означає, що збільшення ступеня ризику при диверсифікації портфеля акцій зводить нанівець усі її переваги. У світовому масштабі

⁴⁴ World Economic Outlook. — Wash.: IMF, October 2000. — P. 22.

⁴⁵ Official Financing for Developing Countries. — Wash.: IMF, February 1998. — P. 11—14.

⁴⁶ Тетчер М. Искусство управления государством. Стратегия для меняющегося мира: Пер. с англ. — М.: Альпина Паблишер, 2003. — С. 495.

⁴⁷ Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. — Wash.: International Monetary Fund, 1998.

⁴⁸ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Финакадемия, 2008. — С. 5.

⁴⁹ Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets. Finances & Development. — 2005.

збіг характеру ризиків створює сприятливе підґрунтя для поширення загальних фінансових криз⁵⁰.

Останнє великою мірою зумовлене феноменом *фінансового інфікування*⁵¹, коли фінансові кризи виникають унаслідок неадекватної поведінки інвесторів і фінансових посередників. “Інфекція” поширюється між країнами, які часто навіть не мають тісних економічних зв’язків, унаслідок панічної поведінки згаданих учасників фінансових ринків. Причому таку поведінку можуть спричинити необ’єктивні оцінки рейтингових агентств, економічно неграмотні заяви чиновників високого рангу, чутки, домисли. Нерідко причиною паніки стають дії (провокація чи гра) біржових брокерів і крупних інвесторів, інформаційна диверсія. Крім того, розширюються можливості для проведення спекулятивних операцій. З’являються крупні гравці-спекулянти, безпосередньо зацікавлені в локальних фінансових кризах, завдяки яким вони отримують доходи з різниці валютних курсів, процентних ставок, курсів цінних паперів у різних країнах, різниці вартості активів підприємств⁵².

Оскільки понад 80 ринків, що формуються, мають не більше 10 % світової капіталізації, а ціни на їхні фінансові активи визначаються (через депозитарні розписки на акції та єврооблігації) у світових фінансових центрах (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт та ін.), то швидкість ланцюгових реакцій⁵³ украй висока. Особливо гострою ситуація стає, коли країни, що розвиваються, відкривають рахунки капіталів (вільний доступ нерезидентів на внутрішній фінансовий ринок), одночасно фіксуючи чи зміцнюючи курси своїх валют та формуючи при цьому на внутрішньому ринку надвисоку порівняно із зовнішнім світом дохідність на фінансові активи (азійські країни — в 1997-му, Росія — в 1998-му і 2006—2007 роках)⁵⁴.

Класичним прикладом ланцюгової реакції поширення валютних криз є так званий “ефект текілі” — явище, яке з моторошною точністю повторилося під час азійської кризи 1997 року. Знецінення мексиканського песо у грудні 1994 року спричинило різке зростання процентних ставок і падіння на фондовому ринку. Інвестори, що діяли як раціонально, так і інтуїтивно, вивели капітал із країн, котрі, на їхню думку, нагадували Мексику. Це, у свою чергу, призвело до біржового краху у Бразилії й Аргентині, а згодом у Таїланді й Індонезії. Навіть американський долар різко знецінився порівняно з німецькою маркою й ієною⁵⁵.

⁵⁰ Романченко В.В. К вопросу о переходе к финансовой интеграции Европейского Сообщества // Финансы и кредит. — 2008. — № 4. — С. 34—35.

⁵¹ Фінансова інфекція (financial contagion) — це ланцюгова реакція передачі фінансових потрясінь із однієї країни в іншу, узгоджені падіння фінансових ринків один за одним, причиною яких є дії крупних міжнародних інвесторів, котрі одночасно діють на низці національних ринків.

⁵² Рыкова И.Н., Фисенко Н.В. Зазнач. праця. — С. 72.

⁵³ Ланцюгова реакція являє собою поширення фінансових потрясінь чи криз із одних установ, країн та/або класів активів на інші.

⁵⁴ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Финакадемия, 2008. — С. 11.

⁵⁵ Пикфорд Дж. Управление рисками / Пер. с англ. О.Н. Матвеевой. — М.: Вершина, 2004. — С. 236.

На весняній конференції Інституту Брукінса у 2008 році впливовий американський макроекономіст Роберт Барро й аспірант Гарварду Хосе Урсуа представили роботу “Макроекономічні кризи з 1870 року”. Дослідники з’ясували, що середня ймовірність економічної катастрофи, котру автори визначають як падіння ВВП або агрегованого споживання як мінімум на 10 %, дорівнює 3,6 % на рік. Якщо економічна катастрофа трапилася, то в середньому вона триває 3,5 року, а ВВП чи споживання падає на 21 %. Один із найцікавіших результатів — те, що розподіл ймовірності економічних коливань не є нормальним, а має так званий “товстий хвіст”. Іншими словами, *економічні катастрофи стаються частіше, ніж можна прогнозувати з огляду на коливання ВВП під час звичайних циклів ділової активності*.

Багато економістів, які намагаються визначити ймовірність масштабної економічної кризи, звертаються або до Великої депресії у США, або до порівняно спокійного для розвинутих країн періоду після Другої світової війни. Для досліджень довгострокових тенденцій економісти зазвичай відразу ж звертаються до довідника Ангуса Меддісона. Але Барро й Урсуа застерігають: для досліджень економічних катастроф ці дані не дуже підходять. Наприклад, Меддісон повідомляє, що ВВП Мексики безперервно зростав із 1910-го по 1919 рік, а це ж роки революції і громадянської війни та, судячи з уривчастих даних, економічної кризи. І це тільки один із прикладів серйозних неточностей. Тому автори статті зібрили власну базу даних щодо ВВП (для 35-ти країн) і агрегованого споживання (для 22-х країн). У ній є й розвинуті країни, й такі, що розвиваються. Найстаріші дані, зі Швеції, належать до 1800 року.

Чому важливо відстежувати динаміку не лише ВВП, а й споживання? Річ у тім, що при падінні ВВП споживання може або зовсім не скоротитися, або зменшитися неістотно. В такому разі, з точки зору середнього жителя країни, економічна криза не так уже й помітна — заощадження використовуються, щоб згладити ефект тимчасового падіння доходу. Наприклад, у перехідних економіках (у тому числі в Росії) спад споживання в 1990-ті був меншим за зниження ВВП⁵⁶.

То які макроекономічні кризи найзначніші? В порядку черговості: під час Другої світової війни, Першої світової війни й Велика депресія, кризи початку 1920-х та в Латинській Америці у другій половині ХХ ст. З 1870 року економіка країн із бази даних Барро — Урсуа пережила 87 значних криз зниження споживання і 148 криз зменшення ВВП. Цікаво, що під час війн спад споживання значно більший, ніж падіння ВВП. Причина полягає в тому, що держава часто зменшує витрати на споживання, аби збільшити видатки на військові потреби.

Зупинимось детальніше на цих кризах. Друга світова війна спричинила кризи у 22-х із 35-ти країн із середнім падінням споживання на 35 %; Перша світова війна — в 19-ти країнах зі спадом споживання на 24 %; Велика депресія — у 18-ти країнах із падінням на 19 %. Причому Велика депресія була універсальною класичною

⁵⁶ Гуриев С., Цывинский О. Ratio eonomica: Анатомия кризисов // Ведомости. — 2008. — №114. — 24 июн. — <http://www.vedomosti.ru/newspaper>.

кризою, що поєднала в собі валютну й банківську, кризу на ринках цінних паперів тощо. Для країн — членів ОЕСР період після Другої світової війни був порівняно спокійним — лише дев'ять криз споживання, чотири з яких виникли в Ісландії та були пов'язані з рибною промисловістю. В решті країн бази даних за цей період сталося 28 криз із середнім падінням споживання на 19 %. Це й фінансова криза в Азії, й боргові кризи в Латинській Америці початку 1980-х, і падіння споживання в Чилі на 40 % в 1976 році, після приходу до влади Августо Піночета⁵⁷.

У своїй новітній історії Росія стикнулася із кризами всіх типів. Найзначніші з них такі: криза міжбанківського кредитного ринку 1995 року (день 24 серпня дістав назву “чорний четвер” і став фатальним для багатьох російських кредитних організацій); криза ринку акцій 1997-го; валютна криза та криза державного боргу 1998-го; криза довіри в банківській системі 2004 року. До речі, остання спалахнула практично на рівному місці: після необережних слів урядового чиновника про існування списку банків — потенційних банкрутів — банкіри припинили взаємне кредитування, що доволі швидко призвело до дефіциту ресурсів — у деяких банків не вистачало грошей для погашення поточних зобов'язань, виникла криза ліквідності. Відкликання ліцензії в невеликих банків влітку 2004-го спровокувало неадекватну реакцію ринку й населення: почалася паніка вкладників, криза на ринку МБК і банківської ліквідності в цілому.

Дослідники й досі не дійшли згоди щодо причин російської кризи 1998 року. Скажімо, С. Алексащенко вважає, що криза була в основному борговою, наслідком проведення урядом м'якої бюджетної політики. На його думку, боргова криза спровокувала валютну, яка сама собою не виникла б, оскільки Центральний банк проводив досить жорстку грошово-кредитну політику. Ринок державних короткострокових облігацій (ДКО) розглядається ним як фінансова піраміда, крах якої був неминучим і лише дещо прискорився через кризу в Південно-Східній Азії⁵⁸.

Натомість М. Монтеc і В. Попов стверджували, що в Росії сталася валютна криза, зумовлена помилковими орієнтирами курсової політики, тоді як боргова криза не була неминучою й виникла лише внаслідок неправильних дій влади⁵⁹.

У свою чергу, В. Полтерович і Д. Измєстьєв показали, що за певних припущень проведення жорсткої грошово-кредитної політики може стати однією із причин кризи⁶⁰. А західні дослідники основною причиною кризи вважають м'які бюджетні обмеження⁶¹.

⁵⁷ Гуриєв С., Цвинський О. Знач. праця.

⁵⁸ Алексащенко С.В. Битва за рубль. — М.: Alma Mater, 1999. — 239 с.

⁵⁹ Монтеc М.Ф., Попов В.В. “Азиатский вирус” или “голландская болезнь?” — М.: Дело, 1999. — 136 с.

⁶⁰ Полтерович В.М., Измєстьєв Д.В. Модель кризисной динамики // Инфляция, государственный долг и финансовый кризис. — М.: ЦЭМИ РАН, 1999.

⁶¹ Kharas H., Pinto B., Ulatov S. An Analysis of Russia's 1998 Meltdown Fundamentals and Market Signals. Brookings Papers on Economic Activity, 1, Washington, DC, 2001; Perotti E. Lessons from the Russian Meltdown: the Economics of Soft Legal Constraint. CEPR WP#379, London, 2001.

За оцінкою В. Геращенко, “причини кризи 1998 року полягали в не надто кваліфікованому управлінні банківськими ризиками, насамперед валютним і кредитним, у недостатності капіталу багатьох російських банків і надмірному захопленні операціями на фінансовому ринку, в тому числі суто спекулятивними, на шкоду більш трудомісткій і часто менш прибутковій роботі з реальним сектором економіки. Не можна не оминати увагою й те, що низька фінансова дисципліна багатьох позичальників істотно підвищує кредитний ризик банків”⁶².

Дослідники також зазначають, що безпосередньою причиною кризи стали урядові рішення від 17 серпня 1998 року, що спровокували масштабну девальвацію національної валюти, сплеск інфляції, зупинку операцій на ринку державних цінних паперів. На глибину банківської кризи вплинули і проблеми, властиві самій банківській системі, а саме:

- недостатньо кваліфіковане управління банківськими ризиками;
- недокапіталізація банківської системи;
- захоплення спекулятивними операціями на фінансовому ринку на шкоду роботі з підприємствами реального сектору економіки.

Сьогодні можна стверджувати, що банківська криза 1998 року в Росії найбільше вразила фінансовий ринок, оскільки через неї збанкрутував кожен п’ятий російський комерційний банк. Кількість діючих кредитних організацій станом на 1 жовтня 1998 року скоротилася більш ніж на 11 %, список тридцяти найбільших банків оновився наполовину, в 11 з них було відкликано ліцензії на здійснення банківської діяльності. Постраждали найкрупніші банки, де було зосереджено чверть активів банківської системи і вкладів населення (без Сбербанку Росії), п’яту частину залишків на розрахункових, поточних рахунках клієнтів. Ідеться про “ОНЕКСІМбанк”, АКБ “МЕНАТЕП”, ВАТ “АКБ Інкомбанк”, АКБ “Російський кредит” та ін. Істотна частина малих і середніх банків втратили свій бізнес. Активізувалися процеси визнання кредитних організацій банкрутами.

Чому криза вдарила переважно по крупних банках? У 1996 році, коли економічна ситуація поліпшилася і знизилася інфляція, в іноземних інвесторів з’явився інтерес до вкладень у реальну економіку, а згодом і в ДКО. Отож було вирішено: якщо іноземний інвестор хоче вкласти гроші в ДКО, він повинен купити їх через російський банк-кореспондент, для чого продати валюту. А для того щоб при настанні строку рублі можна було знову перетворити на валюту, укладався форвардний валютний контракт на три місяці. До “чорного вівторка” ці контракти укладав ЦБ, але потім було введено валютний коридор, і банк визначав спочатку на півроку, а потім на рік межі коливань валютного курсу. Тоді виникла дискусія: вводити ліміт для іноземних інвесторів чи ні. При цьому превалювала думка, що не треба.

В 1997 році сталася криза на ринку Південно-Східної Азії, а отже, почався відтік іноземного капіталу. Невдовзі цього слід було чекати й у Росії. Так воно і

⁶² Геращенко В.В. Актуальные проблемы банковской системы в 1999 г. // Деньги и кредит. — 1999. — № 1.

сталося починаючи з 1998 року. Для того щоб утримати іноземних інвесторів, платили величезні ставки, які сягали 120 %. Але інвестори все одно стали залишати ринок. А ЦБ мав увесь час продавати валюту, аби підтримувати курс у рамках коридору (за липень — серпень він витратив \$11 млрд зі своїх валютних резервів — величезну суму). Попри це і в уряді, й у ЦБ вірили, що ситуація зміниться на краще. Адже одночасно велися переговори з МВФ і Світовим банком, від яких очікувалася фінансова підтримка в розмірі \$22 млрд. І коли в липні одержали перші \$4,8 млрд, була надія, що вдасться стабілізувати ринок, але цього не трапилося.

Дефолт, звичайно ж, позначився на банках. Адже банк, одержуючи замовлення, продавав рублі, за які купував ДКО, та одночасно укладав форвардний валютний контракт, що по закінченні терміну він купить облігації і продасть валюту. Тож усі валютні контракти виявилися на руках у комерційних банків. І коли було оголошено тримісячний мораторій на ці платежі, комерційним банкам перестали давати інші гроші із Заходу. А оскільки вони звикли фінансуватися за рахунок не лише місцевих джерел, а й коштів, залучених від їхніх іноземних респондентів, у пасивах згаданих фінансових установ одразу з'явилася дірка.

Природно, що крупний банк, найактивніший, навіть за пристойного капіталу починає відчувати проблеми, а тут ще мораторій. Тому всі 16 провідних банків пішли на так званий аналіз під егідою Світового банку, щоб дізнатися, наскільки вони виживають. “Смертний вирок” було винесено 14-ти, причому кільком із них незаслужено — вони цілком могли вижити, можливо, за невеликої допомоги ЦБ.

Відчуваючи таке ставлення з боку Світового банку, банки пішли на цілком зрозумілі, загалом законні, але неетичні речі. Вони почали переводити “хороші” активи своїх клієнтів у невеликі банки, які купували, а старі залишали з “поганими” кредитами й діркою у балансі, і їх ліквідували. По суті, всі створили паралельні банки. Як наслідок виникла банківська криза. На ситуацію вплинуло й те, що Сбербанк як один із найбільших банків також доволі активно працював із ДКО. А МВФ, що обіцяв гроші й начебто знав про ситуацію, якось відійшов убік та почав надавати фінансову підтримку лише із середини 1999 року, і то в мізерних сумах (приблизно \$250 млн)⁶³.

Через кризу 1998 року ринок державних цінних паперів у Росії втратив свою значущість і ліквідність, що обмежило можливості кредитних організацій щодо управління ринковим ризиком і ризиком ліквідності на основі цього інструмента. Однак основні наслідки кризи 1998-го були подолані вже на середину 2000-го, й темпи відновлення банківської системи перевершили найоптимістичніші прогнози.

В Азербайджані основними причинами слабкості банківської системи в 1999—2000 роках і чинниками, що визначили початок банківської кризи 2000 року трьох державних банків — Агропромислового, Сбербанку і Промислово-інвестиційного, були:

⁶³ Болотова О. В воскресенье исполнилось 10 лет со дня кризиса 1998 года // Газета. — 2008. — № 153. — 15 авг. — <http://www.bankir.ru/analytics/interview/person/449/146225>.

— значний обсяг виданих кредитів, які або не обслуговувалися позичальниками, або зовсім не могли бути повернуті. В результаті великий обсяг банківських активів виявився знеціненим та іммобілізованим;

— непрофесіоналізм керівної ланки банків, у ряді випадків — особиста корислива зацікавленість банківських менеджерів у проведенні операцій, що порушують економічні інтереси кредиторів і акціонерів;

— використання Агропромбанком значних державних бюджетних коштів як ресурсної бази для прискореного нарощування розмірів свого балансу й операцій, що призвело до надмірної залежності банку від стану державного бюджету, нерационального використання його коштів.

Разом із тим останнім часом спостерігається одночасне сполучення кількох різнопланових криз, як, наприклад, глобальної кризи ліквідності й іпотечної кризи у США, що перекинулась на інші країни. Криза зачепила ті сфери економічної діяльності США (споживання, житлове будівництво), які становлять основу циклічного піднесення економіки⁶⁴. Зросли ризики для інших країн, які були охоплені тенденцією зростання житлового будівництва в поєднанні з підвищенням цін на нерухомість (у тому числі для Великобританії, Іспанії, деяких країн Азії). Уразливими виявилися країни, що характеризуються посиленням ролі банківського кредитування у фінансуванні індивідуального споживання й інвестицій при збільшенні значення зовнішніх позикових коштів (у тому числі короткострокових) для формування ресурсної бази банківського сектору.

⁶⁴ Обзор финансовой стабильности. — М.: Центральный банк Российской Федерации, 2008. — С. 3.