лення. Таким чином, стає зрозумілим, що страхування – об'єктивно необхідний атрибут ринкової економіки країни, а ступінь його розвитку слугує показником зрілості ринкових відносин. Для України розвиток страхового ринку ЄС є прикладом щодо реалізації власного надійного механізму мінімізації можливих втрат від непередбачуваних подій та вирівнювання наявних дисбалансів у соціально-економічному розвитку країни.

1. 73/239/ЕЕС Перша Директива Ради ЄС – Початок та здійснення професійної діяльності в галузі страхування. Електронний ресурс: http://www.znay.ru/law/eec/eec73-239.shtml 2. 88/357/ЕЕС Друга Директива Ради ЄС про зміни Директиви 73/239/ЕЕС – Положення, спрямовані на забезпечення виконання принципу свободи надання послуг. Електронний ресурс: http://www.znay.ru/law/eec/eec88-357.shtml 3. 90/618/ЕЕС Зміни до директив 73/239/ЕЕС та 88/357/ЕЕС – Страхування відповідальності власників автотранспорту. 4. 92/49/ЕЕС Третя Директива Ради ЄС про зміни директив 73/239/ЕЕС та 88/357/ЕЕС. Електронний ресурс: http://www.znay.ru/law/eec/eec92-49.shtml 5. 2002/13/ЕС Зміни Директиви 73/239/ЕЕС – Маржа платоспроможності компаній, що займаються видами страхування, відмінними від страхування життя. Електронний ресурс: http://www.znay.ru/law/eec/eec2002-13.shtml 6. Директива 2009/138/ЕС Solvency II Європейського парламенту та Ради ЄС від 25 листопада 2009 р. 7. Баглюк Ю. Б. Інтеграція українського ринку страхових послуг у світову систему: Дис.... канд. екон. наук. – Донецьк, 2008. – 188 с. 8. Вовк Т., Друзенко Г., Зугравий Г., Качка Т., Коноваленко І., Парапан М., Перестюк Н. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – 912 с. 9. Европа перемен: концепции и стратегии интеграционных процессов/ Под ред. Л. И. Глухарева. – М.: Крафт, 2006. – 352 с. 10. Європейський Союз та Україна: Стратегія відносин в контексті розширення. – К.: "К.І.С.", 2003. – 206 с. 11. Копійка В.В. Європейський Союз: Досвід розширення і Україна. – К.: Юрид. думка, 2005. – 448 с. 12. Марченко А. Регіональна політика Європейського Союзу: історія і сучасність // Світова економіка. – 2004. – №5. – С. 24-27. 13. Марчук М. І. Інтеграція як чинник еволюції регіональної правової системи: досвід ЄС // Електронний ресурс: http://radnuk.info/statti/547-evro/14580-2011-01-18-06-06-02.html 14. Особливості страхування життя в європейських країнах // Електронний ресурс: http://economy.at.ua/publ/7-1-0-49 15. Рябінін Є. Процеси інтеграції у XX столітті: основні концепції їх вивчення // Електронний ресурс: http://www.politik.org.ua/vid/magcontent. php3?m=1&n=63&c=1411 16. Рябченко О.П. Держава і економіка: адміністративно-правові аспекти взаємовідносин: Монографія / За заг. ред. О. М. Бандурки. – Харків: Вид-во Ун-ту внутр. справ, 1999. – 304 с. 17. Савельєв Є.В. Європейська інтеграція і маркетинг: Наукові нариси. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – 482 с. 18. Сіденко В. Розширення Європейського Союзу на схід: наслідки для України // Національна безпека і оборона. – 2004. – №3. – С.7-10. 19. Страхова індустрія Великої Британії // Електронний ресурс: http://forinsurer.com/public/03/04/17/1041 20. Сумароков В. Н. Государственные финансы в сфере макроэкономического регулирования. – М.: ФиС, 1996. – 224 с. 21. Черешнюк В. Внутренний рынок Европейского союза: основные аспекты правового регулирования перемещения товаров // Електронний ресурс: http://www.k-team.com.ua/ru/library/articles/5.html 22. Шнирков О. Політика Європейського Союзу у сфері міжнародної торгівлі: особливості сучасного етапу // Економічний часопис-XXI. – 2004.– №5. – С.28-31. 23. Hagen J., Bruckner M. Monetary and Fiscal Policy in the European Monetary Union // Monetary and Economic Studies (Special Edition). – 2002. – December. 24. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework // Basel Committee on Banking Supervision. – Basel. – Updated November 2005 // Електронний ресурс. – Mode of access: www.bis.org 25. Report of the high-level group on financial supervision in the EU. – Brussels. – 25.02.2009. Електронний ресурс. – Mode of access:http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf 26. Trichet J.-C. Economic and Financial Integration in EMU and Implications for Monetary and Economic Policies // SUERF /UNICEDIT conference "Governance and Structure of European Finance after EU Enlargement". – F.a.M. –2005. – 9 March. 27. Сайт Європейського союзу. Директиви сфери послуг // Електронний ресурс: http://ec.europa.eu/internal_market/services/services-dir/background_en.htm#final 28. Сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг // Електронний ресурс: http://www.dfp.gov.ua 29. Сайт Європейського комітету зі страхування. Електронний ресурс: http://www.cea.eu/index.php/facts-figures

Надійшла до редколегії 12.09.11

В. Мазуренко, канд. екон. наук, доц.

СИСТЕМНІ ДЕТЕРМІНАНТИ ТА ЕТАПИ РОЗГОРТАННЯ СВІТОВИХ ФІНАНСОВИХ КРИЗ

Ця стаття присвячена аналізу системних детермінант світових фінансових криз. Автор ставить за мету виокремити, класифікувати та узагальнити основні детермінанти фінансових криз, дослідити фази та стадії їх розгортання.

This paper is devoted to the analysis systemic determinants of world financial crises. The purpose of the author is to define, classify and generalize the basic determinants of financial crises, to investigate their phases and stages.

Жодна країна не лишилась осторонь світової фінансової кризи, що розпочалась з падіння фінансових ринків у 2007 році у епіцентрі – економіці США, та яка восени 2008 р. дуже швидко поширилась на інші регіони світу. Нагромаджені "глобалізовані" та "транснаціоналізовані" дисбаланси створили свого роду ефект натягнутої пружини (струни), яка на певному етапі не втримала тиску.

Стрімке поширення кризових процесів призвело до кардинального переосмислення цінностей й падіння вартості не тільки фінансових, а й товарних активів, нерухомості, що викликали "тектонічні" зрушення у напрямах міжнародного руху капіталу. Цей рух, першу хвилю, якого очолював космополітичний спекулятивний капітал монопольно керований міжнародними "арбітрами" – трійкою рейтингових агенцій викликав обвальне падіння вартості фондових активів та національних валют країн периферії й навіть окремих розвинених країн. Країни з інституціонально слабкими фінансовими системами, фіксованими режимами, незначним рівнем міжнародних резервів та обтяжливим рівнем зовнішньої заборгованості відчули найбільшого шоку. Метою руху такого капіталу, як це не дивно був постраждалий епіцентр кризи – США та інші розвинені країни.

Переосмислення цінностей потребувала також переоцінки стану активів банків, страхових компаній, хеджевих фондів та інших фінансових установ, що в умовах глобальної тенденції вибуху "бульбашок" викликала багатомільярдні списання таких активів, що раніше підтверджувались найвищим рейтингом "ААА". Так, за деякими оцінками лише у 2008 році списання вартості активів перевищили 50 трлн. дол. Паніка та шок від втрати вкладів охопила інвесторів та кредиторів по усьому світу.

Після переоцінки рівня достатності капіталу національних системоутворювальних банків, уряди таких країни як США, Великобританія, Японія, Франція ФРН, Швеція, Швейцарія, Угорщина та багатьох інших країн почали рятувальні операції з підтримки національних банківських систем. Загалом сукупний обсяг антикризових програм країн перевищив за деякими оцінками 13 трлн. дол США.

Активну роль у координації національних антикризових програм, та надання допомоги постраждалим країнам відігравав G-8 та її розширений формат G-20, ЄС та МВФ. З метою подолання міжнародної кризи ліквідності G-8 /G-20, ЄС та США своїми рішеннями намагались повернути на ринки капітал, що подався у офшори, після угодженого зниження ЦБ ставок до надзвичайного мінімуму.

Разом з тим, такі заходи не врятували від банкрутства багато міжнародних банків, у першу чергу інвестиційних й розпочалась криза міжнародна банківська криза.

Масштабне надходження капіталу у центр світового господарства дестабілізувало досягнутий паритет між ключовими валютами та викликала флуктуації на валютних фінансових та товарних ринках.

Світова фінансова криза виявилась свідченням того, що спрощені припущення, на яких багато в чому

© Мазуренко В., 2011

заснована сучасна макроекономіка, не здатні належним чином пояснити події реального світу.

Так наприклад, ООН, МВФ, СБ упродовж 2008-2009 рр. систематично погіршували прогнози темпів розвитку світової економіки. З цього приводу слід зазначити, що стандартна економічна теорія ринкових систем ніколи не розраховувала на таку турбулентність фінансових ринків, яка спостерігається сьогодні, а провідні світові організації, прогнози яких ґрунтувались, зокрема, на неокласичних моделях й моделях динамічної стохастичної рівноваги, що базується на концепції раціональних очікувань, виявилися неспроможними передбачити глибину глобальної фінансової кризи.

Швидке зростання і подальше падіння широкого діапазону цін на активи, як представлялося, мали небагато спільного з раціональним процесом ціноутворення, пов'язаним з базовою вартістю. Це породжувало рівні цін, які згодом виявлялися "економічно неприйнятними".

Значна кількість теорій фінансових криз, у широкому розумінні слова пов'язує їх із критичними (поворотними) точками циклів ділової активності. Так, за підрахунками фахівців в економічній науці представлено близько 1,5 тис. типів економічних циклів – різної тривалості. Проте розмаїття факторів, що їх обумовлює створило складнощі для аналізу процесів, що відбуваються у світових фінансах.

Не змогли також заздалегідь виявити проблеми, що загострювалися й моделі, побудовані на кейнсіанських принципах. Неокейнсіанські моделі відрізнялися від класичних насамперед тим, що вони ґрунтувалися на припущенні Дж. М. Кейнса про негнучкість заробітної плати й цін під час шоків, яким піддається економічна система. Цей підхід також було покладено в основу нової динамічної стохастичної моделі загальної рівноваги економіки, що одержала поширення в останні роки, навіть серед дослідників у ЦБ розвинених країн світу. Як зазначали у одній з останніх своїх робіт Дж. Акерлоф та Р.Шиллер, в умовах невизначеності економічна поведінка багато в чому керується евристичними прийомами й чистими емоціями або "природнім оптимізмом", які можуть викликати раптові і різкі відхилення від минулої практики.

Відстоюючи власні кейнсіанські погляди, нобелевський лауреат у галузі економіки П. Кругман доводить, що ринки далекі від ефективності, люди нераціональні, а держава повинна серйозно втручатися в економіку з метою недопущення "бульбашок" цін на активи. Крім того вчений виступає проти заміни економіки відірваними від реальності складними математичними моделями, вважаючи це однією з причин сучасної кризи. П. Кругман пропонує дивитися на економічне життя планети глибше і разом з тим простіше, опираючись на факти, а не багатоповерхові умовиводи.

Як зазначав у своїй роботі відомий дослідник С. Вайн для створення сучасних складних прогнозних економетричних моделей потрібні були висококваліфіковані кадри. Тому банки і рейтингові агентства наймали фахівців з досвідом роботи в NASA або в галузі ядерної фізики, тобто дуже "просунутих" знавців моделювання, що, як відомо, нематематикам, рідко здатні донести до економістів механізми роботи своїх моделей, що й ускладнює контроль над ними. Моделі які працювали у сфері технологій, робототехніки незпрацювали в економіці, оскільки люди не механізми, а їх поведінка мінлива [2].

Гіпотеза ефективних ринків також не передбачала можливостей утворення "бульбашок" або їхніх вибухів, оскільки значні падіння цін на активи, як правило, розглядалися як ринкова реакція на зміни фундаментальних макроекономічних показників.

Слід відмітити широту спектру монетаристських концепцій фінансових криз. Так, зокрема Ч. Кіндлебергер визначав фінансову кризу як гостре, коротке, безпосередньо не пов'язаним з циклом, погіршенням усіх або більшості фінансових показників – короткотермінових відсоткових ставок, цін на активи (акції, нерухомість, землю), збільшення комерційних банкрутств і краху фінансових посередників. У такому визначені науковець підкреслював гострий характер і короткотерміновість фінансовій кризи, повністю заперечує їхню циклічність та також залишає поза увагою питання ірраціональної поведінки економічних суб'єктів.

Монетаристський підхід пояснення детермінант фінансових криз було також викладено у роботах М. Фрідмана і А.Дж. Шварц. Проте до недоліків їх теорій фінансових криз можна зарахувати таке: фінансова система ототожнюється з кредитною; а фінансова нестабільність розглядається винятково з боку банківської кризи та взаємовідносин між кредитором і позичальником. Боргова криза та валютні шоки виносяться за рамки визначення фінансової кризи.

А. Деміргук-Кант та Е. Детражиач Л.Лайвен й Ф. Валенсіа Д.В. Даймонд і Ф.Х. Дібвіг та інші у своїх дослідженнях акцентували увагу саме на банківському сегменті фінансових криз. Фундаментальний теоретичний аналіз кризових процесів у сфері боргових відносин, й суверенної платоспроможності міститься у роботах Д.Т.Бірза, Р.Хеммінга й Н.Чока Е.Детражиача й А.Спілімберго. Значна кількість досліджень зосереджують увагу на валютному компоненті фінансових криз зокрема (П. Кругман, М. Обстфельд, Дж. Франкела та Е. Роуза Б. Ейченгріна, Е. Роуза та Ч. Уіплоша). Одночасне виникнення двох з основних компонентів фінансових криз (як правило валютної і банківської) у науковій літературі одержало назву подвійної кризи (twin crises). Уперше цей феномен визначили Г. Камінскі та К. Рейнхарт. Проте за межами їх аналізу залишився борговий компонент фінансових криз. І. Голдштейн, А. Познер, Дж. Франкел, С. Морріс та Х. Шин, К. Бьорнсайд, Р. Ченг та А. Веласко, І. Голдфайн та Р. Валдес, В. Міллер та А. Веласко та Н. Маріон аналізували банківський сектор у поєднанні з валютним.

Не можна пояснити сучасну фінансову кризу й на основі моделі побудови світового ринку капіталу "центр – периферія", що була запропонована Дж. Соросом. Його модель базується на припущені, що криза виникатиме саме в країнах периферії й тоді капітал змінює напрямок та починає рухатись у центр.

Сьогодні спостерігалась зовсім інша ситуація – капітал рухався із відносно стабільної периферії у постраждалий центр світової економіки.

Слід зазначити, що найбільш загальну класифікацію фінансових криз на валютні, банківські та боргові було запропоновано у науковий оборот експертом Національного бюро економічних досліджень США Майклом Бордо, проте науковець не передбачав одночасне виникнення та розвиток подвійних та потрійних криз.

Для сучасних фінансових ринків та ринків активів були характерні періодичні цикли буму, за якими наставали різкі спади. Існування дестабілізувальних кредитних циклів та циклів у динаміці цін на активи є одним із принципових положень гіпотези фінансової нестабільності Г. Мінскі. На можливість застосування положень цієї гіпотези також до аналізу міжнародного валютного ринку і до періодів завищення та заниження вартості національ-

них валют указували Ч. Кіндлебергер та Р. Алібер. Термін "моментум Мінскі" дістав поширення у науковій літературі як вислів, що визначає точку у який кредитний цикл здійсняє поворот від експансії до скорочення.

Гіпотеза фінансової нестабільності Мінскі припускає, що фінансові ринки можуть генерувати свої власні внутрішні сили, що викликають хвилі кредитної експансії і зростання цін на активи, за якими слідують хвилі зменшення обсягів кредитування та падіння цін. З положень гіпотези Мінскі випливає теза про те, що фінансовим ринкам не властиве внутрішнє прагнення до оптимізації або стабільності, й це звичайно не призводить до природно оптимального розподілу ресурсів. Іншими словами, аргументи Мінскі входять у протиріччя з самою основою сучасною ортодоксальної економічної теорії, що заснована на принципах вільної торгівлі.

Таким чином, невідповідність сучасним економічним реаліям та викликам, які постали перед світовою спільнотою, актуалізують необхідність розширення звичних рамок традиційних досліджень.

За даними МВФ, упродовж 30 останніх років економіки 17 провідних країн світу відчули на собі негативний прояв 113 фінансових криз: 37 у 1980-ті роки, 42 у 1990-ті роки й 34 фінансові кризи у 2000-х роках. При цьому переважна більшість кризових епізодів спостерігалася на фондових ринках – 50 епізодів (45%). За цей період відбулося 43 банківські кризи (38%) і 20 валютних (17%). Зазначається, що тривалість банківських криз перевищувала валютні. Середній термін кризового періоду у фінансовій сфері склав 2,4 квартали [8, С.124].

Найбільш узагальненим фундаментальним чинником фінансових криз, на наш погляд, виступає загострення глобальних дисбалансів у сфері торгівлі та потоків капіталу внаслідок розбіжностей між темпами заощадження, споживання й інвестицій у різних країнах.

Фінансові кризи є складними подіями, що зумовлені багатьма причинами, виявлялись у девальвації національної валюти, у посиленні інфляції, у різкому падінні курсів цінних паперів, у скороченні їхньої емісії, у масовому вилученні внесків із комерційних банків, у значному скороченні обсягів кредитування, зростанні банкрутств господарських суб'єктів й фінансових установ, що їх обслуговують, у розладі платіжно-розрахункових систем.

Отже світова фінансова криза, на нашу думку, – це раптове, синхронізоване порушення рівноваги міжнародних фінансових ринків, що відбувається унаслідок поширення дестабілізації системи фінансових відносин країн епіцентру, яка поширюється на інші регіони і дістає вияв у спонтанному, неочікуваному падінні вартості активів (акцій, нерухомості тощо), погіршенні динаміки більшості фундаментальних макроекономічних показників і через дезорганізацію процесів формування та розподілу централізованих фондів держав викликає різке зростання зовнішнього боргу та ймовірності дефолту за приватними, а інколи й суверенними боргами. Залежно від системних детермінант і ступеня стійкості фінансової системи світова фінансова криза в окремих країнах може набирати форми валютної, банківської та боргової кризи різної глибини або будь-якої їхньої комбінації. Світова фінансова криза, окрім країн епіцентру, де вирішальне значення мають внутрішні джерела походження, як правило, зумовлюється зовнішніми чинниками (шоками) і посилюється слабкістю внутрішньої фінансової системи та диспропорціями економіки

Основними детермінанти фінансових криз є, на наш погляд, такі:

- порушення рівноваги, між фундаментальними параметрами, що вважаються основою стабільності існуючої інституціональної структури економіки, у тому числі надмірно високий рівень безробіття та несприятлива політична ситуація;
- фінансова нестабільність, що пов'язана із критичними (поворотними) точками циклів ділової активності, та яка розглядається як складова циклічної економічної кризи зокрема у в трьох сегментах економіки: сферах грошового обігу, кредитного й фондового ринку;
- перевищення темпів зростання внутрішнього кредитування, порівняно з темпами зростання попиту на грошові кошти, що, у свою чергу, викликає зростання надлишку грошей в обігу;
- нестабільність фінансового стану підприємств й фінансових установ, що впливає на зниження темпів економічного зростання країни, у тому числі завдяки швидкому збільшенню відсоткових ставок за кредитами у національній й іноземній валюті;
- нестабільність на фінансових ринках у формі раптового зниження цін на основні національні фінансові активи, що викликає масові банкрутства суб'єктів ринку;
- криза державних фінансів, що виявляється у порушенні процесу формування та розподілу централізованих державних фондів, у надмірному кредитуванні державного сектора, значному або такому, що постійно збільшується, дефіциті державного бюджету;
- раптове, після певного періоду абсолютної або відносної стабільності, зниження вартості національної валюти відносно іноземних, у тому числі внаслідок фундаментальної невідповідності між внутрішньою економічною політикою влади й фіксованим валютним курсом, стрімкого зростання негативного сальдо поточного рахунку та платіжного балансу, різкого збільшення тіньового валютного курсу, спекулятивного нападу на фіксований режим валютного курсу та масштабних втрат валютних резервів;
- глибокий розлад функціонування основних складових фінансової системи країни, що виявляється у повній неплатоспроможності фінансових установ та супроводжується "банківською панікою", що посилюється, у тому числі завдяки слабкості нагляду й незадовільної системи зі страхування депозитів, зростання відпливу іноземного капіталу. Банківська паніка, унаслідок втрати довіри до фінансових установ, спроможна викликати банкрутства навіть тих з них, які за інших умов розглядаються як надійні та стабільні;
- зіткнення між соціальними групами, що викликають порушення характеру та системи регуляції, що знаходять свій прояв у неефективній економічній, валютно-фінансовій та кредитній політиці;
- інформаційно-залежна детермінанта криз, що знаходить прояв у загостренні асиметрії інформації на фінансових ринках в умовах кредитної експансії, низької вартості активів, неефективного інвестування та утворення бульбашок у вартості активів (або фінансових пірамід), і яка, унаслідок раптового визнання кредиторами нераціональності своєї поведінки порушує, рівновагу функціонування фінансової системи, викликає дезорганізацію роботи фінансових ринків;
- надмірне та стрімке зростання зовнішньої заборгованості в іноземній валюті як державного так й приватного сектору, що, у першу чергу, через значний рівень короткострокової зовнішньої заборгованості знижує ліквідність банківської системи;

➢ цілеспрямовані дії великих учасників фінансових ринків типу фондів Сороса, які спроможні впливати на ринкові ціни без сторонньої допомоги.

У цілому системні детермінанти світової фінансової кризи можна визначити як якісні динамічні структури, що характеризують логічний причинно-наслідковий зв'язок між виникненням нерівноваги на фінансових ринках та порушенням інтегральної єдності системоутворювальних елементів глобальної фінансової архітектури. Нерівновага на фінансових ринках зумовлюється дією фундаментальних чинників та каталізаторів і залежить від домінантних компонентів, фаз, каналів і факторів поширення.

Зв'язок між детермінантами фінансових криз є дуже рухливим: те, що в одних умовах виступає в ролі передумови, в інших може виявитися причиною, фактором або ланкою, що опосередковує кризовий вплив.

Схематично систему детермінант фінансових криз зображено на рис.1.

ДЕТЕРМІНАНТИ ФІНАНСОВИХ КРИЗ

Домінантні структурні компоненти	**Фундаментальні чинники**	**Каталізатори**	**Фази**	**Канали**	**Фактори**	**Іструменти анти-кризової політики**
Валютні Нерівновага платіжного балансу Деформація попиту та пропозиції на валютному ринку	**Нестійкість фінансової системи** **Структурні слабкості (вразливість) економіки та фінансової системи, у тому числі в умовах трансформаційних процесів** **Асиметрична інформація на фінансових ринках:** неліквідність, неплатоспроможність **Циклічна нерівновага фінансових ринків** **Загострення балансової нерівноваги:** на метарівні, на макрорівні **Регулятивні недоліки та нераціональна макроекономічна політика влади** Експансійна грошово-кредитна, податково-бюджетна та боргова політика	**"Провокаційні" політичні заяви чи дії** **Банківська паніка** **Спекулятивний напад на валюту** **Помилкові оцінки рейтингових агенцій**	**1. Початкова фаза** **(ціновий тиск на національні активи у країні/країнах епіцентру)** **Стадія 1**: накопичення дисбалансів, падіння конкурентоспроможності країн епіцентру **Стадія 2:** зростання зовнішньої заборгованості **Стадія 3:** втрата довіри з боку міжнародних інвесторів та кредиторів і раптова зупинка припливу капіталу із-за кордону **(негативний шок, раптове знецінення/подорожчання активів змінює напрями руху капіталу, кризові процеси поширюються на інші фінансові ринки)** **2. Активна фаза** **Стадія 1:** "шок" – паніка на фінансових ринках, що супроводжується різким падінням вартості цін на національні фінансові активи **Стадія 2:** міжнародні інвестори та кредитори стрімко вилучають свої капітали **Стадія 3**: девальвація національної валюти **Стадія 4:** банківська паніка – масове вилучення вкладів із банківської системи та збільшення частки проблемних активів **Стадія 5:** вплив фінансової кризи на реальну економіку **Стадія 6:** зростання кількості корпоративних дефолтів за зовнішніми корпоративними зобов'язаннями та різке зростання кредитно-відсоткових свопів щодо суверенного боргу **(відновлення довіри з боку міжнародних інвесторів і кредиторів)** **3. Фаза спаду** **Стадія 1:** стабілізація – адаптація фінансової системи й економіки країн до реалій кризи, досягнення усіма кризовими процесами "дна" **Стадія 2:** вихід із кризи – вихід з рецесії, стабілізація фінансових ринків, згортання антикризових програм	**Зовнішні шоки** **Подібність макроекономічної ситуації** **Зовнішньо-торговельний канал** Ефект конкурентної девальвації Ефект на доходи Ефект дешевого імпорту **Фінансовий канал** Прямі фінансові зв'язки Спільний кредитор Спільний інвестор **Інформаційний канал** Асиметрична інформація і стадна поведінка Асоціативне мислення інвесторів **Політичний канал**	**Крах потужних фінансових установ** **Паніка та стадна поведінка інвесторів на фінансових ринках** **Стрімкий розпродаж активів** **Зміна в напрямах руху капіталу**	**Національні** **Міжнародні**
Банківські Ризик погіршення якості активів банківської системи Криза ліквідності банківських установ.						
Боргові Дефолт або примусова реструктуризація зовнішньої заборгованості державного та/або корпоративного сектору						

Розроблено автором

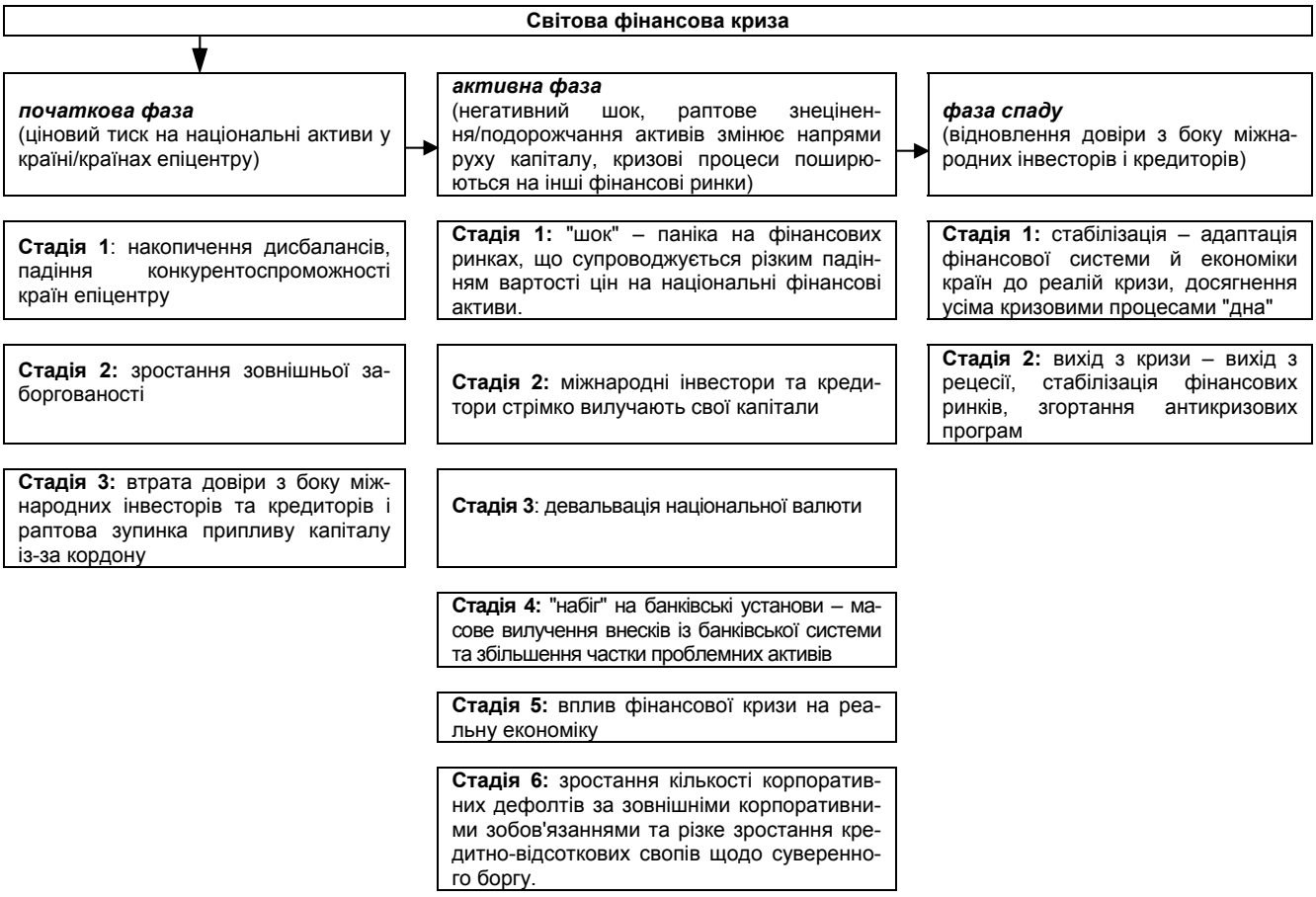
Рис. 1. Система детермінант фінансових криз

Світові фінансові кризи під час виникнення, розвитку та затухання проходять певні етапи циклу й характеризуються періодами загострення дисбалансів та протиріч у епіцентрі майбутньої кризи, виникненням нестабільності та розгортанням кризових процесів на фінансових ринках, їх поширенням на інші країни та регіони, які завершуються досягненням нового рівня рівноваги.

Як зазначав дослідник Барановський О.І. "...сама криза має кілька прихованих періодів своєї динаміки: латентний (прихований) період, коли її передумови назрівають, але ще не стають явними; період обвалу, тобто стрімкого загострення всіх суперечностей, різкого погіршення динаміки всіх показників, порушення стабільності; переходу до фази депресії, яка забезпечує тимчасову рівновагу між системою, що втратила свою колишню силу, й тою, що утверджується" [1, С.4-5].

На нашу думку, розвиток фінансової кризи можна умовно поділити на такі фази (рис. 2):

- початкова фаза – ціновий тиск на національні активи у країні/країнах епіцентру);
- активна фаза – унаслідок раптового знецінення/подорожчання активів змінюються напрями руху капіталу, кризові процеси поширюються на інші фінансові ринки, сегменти, сектори та регіони світової економіки;
- фаза спаду фінансової кризи – поступові локалізація та згасання кризових процесів, що свідчать про адаптування фінансової системи до нових умов функціонування та перехід до відновлення.



Складено автором

Рис. 2. Фази й стадії світових фінансових криз

До ознак фінансової нестабільності, що загострюється під час початкової фази фінансової кризи, слід віднести волатильність цін на фінансові активи, зокрема різкі коливання валютних курсів світових валют.

Початкову фазу фінансової кризи, що розвивається у епіцентрі фінансової кризи й, як за правило, охоплює одну чи декілька країн певного регіону, умовно можна поділити на три основні стадії розвитку: накопичення дисбалансів, досягнення зовнішньої заборгованості до критичного для даної країни рівня та виникнення "раптової зупинки", як наслідку цінового тиску на національні фінансові активи.

Перша стадія – накопичення дисбалансів. Пов'язується з поглибленням балансової нерівноваги (дисбалансів) в усіх її виявах. Національна економіка (економіки) у епіцентрі продовжує достатньо успішно функціонувати. Залучається капітал із світових ринків, спираючись на який, забезпечуються сталі темпи економічного зростання. У той самий час, упродовж цього періоду накопичуються серйозні приховані внутрішні проблеми й дисбаланси у сфері національної економіки та фінансів, які важко розпізнати через високу інвестиційну активність. Іноземні інвестори, незважаючи на загострення цих проблем, продовжують вкладати кошти в економіку. Зазвичай, під час початкової фази кризи укріплюється валютний курс національної валюти відносно до іноземних, завдяки чому зростає ефективність імпорту, порівняно з експортом. У той же час спостерігається суттєве зниження конкурентоздатності економіки країн епіцентру фінансової кризи.

Друга стадія – зростання зовнішньої заборгованості. Внутрішні проблеми країни – реципієнта капіталу при-

зводять до зниження ефективності багатьох видів діяльності та загострення дисбалансу між власними та позиковими коштами у більшості фінансових установ. Розв'язання таких проблем потребує подальшого та все більшого обсягу залучення коштів із-за кордону. Одночасно з цим іноземні капітали, що надходять у національну економіку, стимулюють імпортні операції, які збільшують попит на іноземну валюту. Це ще більше загострює валютно-боргові проблеми, рівень зовнішньої заборгованості державного та/або корпоративного секторів досягає критичного рівня.

Третя стадія – втрата довіри з боку міжнародних інвесторів та кредиторів. Внутрішні проблеми національної економіки загострюються настільки, що вже стає неможливо запобігти падінню доходності на інвестиції. Це призводить до переоцінки міжнародними інвесторами сформованої ситуації і веде до зміни їхньої політики: приплив міжнародних інвестицій припиняється, що ще більше оголює проблеми країни-реципієнта. Упродовж першої фази відбувається зростання чистої пропозиції/попиту на активи (напр., іноземну валюту). Як наслідок, у певному сегменті фінансової системи виникає незбалансованість, й вартість ціни на активи потрапляє під тиск. У решті-решт, відбувається так звана "раптова зупинка" припливу капіталу із-за кордону.

Обмеження доступу до ресурсів світових ринків капіталу відігравала ключову роль у виникненні криз у країнах з ринками, що формуються. Саме у цих епізодах наочно виявилося таке явище, яке у сучасній науковій літературі зветься як "раптова зупинка" ("Sudden Stop"). С.Раделет і Дж.Сакс в якості детермінанти боргових криз розглядають значні реверси у русі капіталу [7].

Серед макроекономічних характеристик "раптових зупинок" слід, насамперед, назвати: виникнення реверсів у потоках міжнародного капіталу, що виявляються в раптових збільшеннях чистого експорту й позначаються на стані поточного балансу, зниження обсягів внутрішнього виробництва і завантаження виробничих потужностей, зміна у цінах на активи.

Г. Калво, ґрунтуючись на дослідженні вибірки, що включає 31 країну, що JP Morgan визначає як КРФ, дійшов висновку, що раптові зупинки супроводжуються значним й повільним падінням у обсягах виробництва [5]. Інші дослідники, такі як Ж.М. Мілесі-Ферретті й А. Разін, використовуючи інше визначення раптової зупинки, фактично дійшли до аналогічного опису цього явища [6].

Внаслідок таких запобіжних заходів, як нагромадження резервів, спостерігається зниження імовірності виникнення раптових зупинок, що у довгостроковому плані узгоджуються з нормальним циклом ділової активності.

Під час другої активної фази фінансова система країни відчуває негативний шок (різке падіння цін на національні активи), що викликає порушення у діяльності окремих фінансових ринків, що, у свою чергу, ще у більшому ступені загострює дисбаланси у світовій фінансовій системі.

Упродовж цієї фази криза розповсюджується "у глиб та у шир". Кризу відчувають не тільки споріднені фінансові ринки, вона охоплює інституціональну сферу та поширюється на реальний сектор. Під час усіх стадій розвитку активної фази фінансової кризи відбувається розповсюдження її "у шир" – криза, через усі фактори інфікування передається в інші країни. При цьому глибина кризових процесів в інших країнах залежатиме від ролі країн епіцентру у світовій економіці, характеру й обсягів зв'язків з економіками країн епіцентру.

Надалі починає спостерігатись географічна переорієнтація потоків міжнародних капіталів. Кризові процеси в інших країнах, залежно від їхньої глибини, стимулюватимуть подальше поширення кризи. Наприклад, скорочення експорту в країні, що має тісні економічні та фінансові зв'язки з країною – джерелом кризи, може викликати девальвацію ще однієї національної валюти. Це також зумовлює виробничий шок, погіршує інвестиційний клімат і провокує відтік капіталів із цієї країни. Урешті-решт, відтік капіталів може охопити цілі регіони. Капітали, що надходять до фінансових центрів світової економіки, поступово розміщуються в інших регіонах світу. При цьому така міграція капіталу продовжуватиметься до моменту стабілізації загальносвітової економічної ситуації.

Скорочення загальносвітового експорту й імпорту відбиваються на падінні експортоорієнтованих галузей, викликаючи економічний спад (рецесії) у відкритих економіках. Зменшення імпорту в країні-реципієнті автоматично скорочує обсяги експорту в країнах, що мають з нею зовнішньоторговельні зв'язки. Падіння експорту в кожній із таких країн приводить до скорочення валютних надходжень, що підриває валютну рівновагу й, звичайно, викликає зменшення імпорту. Криза через усі існуючі фактори поширюється на інші економіки та врешті-решт призводить до зменшення загальносвітового торговельного обороту та спаду світового виробництва. В умовах економічної взаємозалежності, чим глибше криза в країні, де вона виникла, тим сильніше буде її вплив на інші країни та регіони світу.

Весь процес розвитку фінансової кризи під час активної фази від виникнення кризи в окремій країні (країнах) та його поширення на світову економіку можна поділити на п'ять умовних стадій:

1. Стадія "шоку": паніка на фінансових ринках**,** зокрема, на фондових й ринках деривативів, що супроводжується різким падінням вартості цін на національні фінансові активи. Як правило, системним кризовим явищам передує обвальне падіння вартості активів на фондових або валютних ринках. Часто перша стадія активної фази фінансової кризи у країнах епіцентру супроводжується стрімким падінням цін на нерухомість**.**

Окремо слід підкреслити роль фондових ринків під час першої стадії. Як зазначав відомий російський фінансист Геращенко В.В., "фондовий ринок – це свого роду термометр, що показує стан економіки країни. Зростають фондові індекси, тому виходить, що у країні сприятливий інвестиційний клімат, стабільне економічне зростання. Падає фондовий ринок – це вірна ознака неблагополуччя в економіці, відсутності довіри інвесторів. А якщо середня ціна акцій за місяць знижується більш ніж на 60%, а з кінця весни поточного року – майже в 5 разів, то розмови про "тиху гавань" і інвестиційну привабливість країни повинні стихнути самі собою" [4, С.197].

Проте слід знов зробити застереження про те, що не усі раптові та різкі падіння фондових індексів викликають фінансові кризи, іноді такі падіння мають тимчасовий характер й пояснюються таким явищем, як "корекція фондових ринків".

2. Під час другої стадії міжнародні інвестори та кредитори масово вилучають свої капітали**,** викликаючи реверс руху потоків капіталу. Такий процес супроводжується нападами на курс національної валюти, стрімким її знеціненням та швидкою втратою золотовалют-

них резервів. Різко погіршується стан фінансового рахунку платіжного балансу країни. Під час цієї стадії уряди і центробанки намагаються взяти ситуацію під контроль, загострюється політична ситуація в країні. Влада робить спроби перешкодити відтоку капіталів, що ще більше дискредитує країну в очах іноземних інвесторів.

3. Третя стадія – девальвація національної валюти. Вилучення інвестицій, перш за все, портфельних й закриття міжнародних кредитних ліній викликає різке зростання попиту на іноземну валюту в умовах нестачі її пропозиції на валютному ринку. Такий дисбаланс між попитом і пропозицією, за якого порушується фундаментальна рівновага на валютному ринку країни-епіцентру, викликає стрімке падіння курсу національної валюти. При цьому ЦБ після втрати значної частки своїх ЗВР, як правило, вдається до девальвації національної валюти.

4. Під час четвертої стадії падіння курсу національної валюти, а також виникнення фундаментальних проблем у розподілі ресурсів й загострення проблем ліквідності, що викликається різким погіршенням фінансового стану банківського сектору із значною зовнішньою заборгованістю провокує банківську паніку (bank run) – масове вилучення внесків із банківської системи та збільшення частки проблемних активів. У зв'язку з цим значна кількість фінансових установ потрапляє у хитливий стан та опиняється на межі банкрутства. Намагаючись призупинити такі процеси, ЦБ країн, що потерпають від кризи, збільшують облікову ставку. Комерційні банки також різко підвищують відсоткові ставки як по кредитах, так й по депозитах. Внаслідок погіршення фінансового стану та стану з ліквідністю банківських установ практично призупиняється кредитування економіки. Криза розповсюджується у глибину – поширюється на інші фінансові ринки епіцентру.

Крім того, девальвація національної валюти викликає падіння ефективності імпортних операцій і значне скорочення їхніх обсягів. Одночасно із цим починається реструктуризація всієї фінансової системи, що супроводжується економічним, організаційним та управлінським хаосом.

Під час цієї стадії широко впроваджуються антикризові заходи на підтримку фінансового сектору, застосовуються державні субсидії монополіям. Спостерігається координація антикризових дій на міжнародному рівні.

5. Фінансова криза починає негативно впливати на реальну економіку країн епіцентру. Різке скорочення споживчого попиту, нестача ліквідності викликає збої у внутрішньому господарському механізмі країни-реципієнта та погіршення економічної ситуації у країні. Економічні проблеми, епіцентром яких був фінансовий сектор, іноді здобувають форму рецесії, що супроводжується стрімким зростанням безробіття, падінням реальних доходів населення. Різко погіршуються фінансові результати діяльності корпоративного сектору, що викликає скорочення надходжень до бюджету країни. Це, у свою чергу, зменшує можливості фінансування публічних програм та, іноді, примушує скорочувати зарплати працівників бюджетної сфери. Девальвація національної валюти ще більше знижує життєвий рівень населення, унаслідок чого загострюється соціальна напруга. Усе це додатково погіршує інвестиційний клімат і перешкоджає відновленню економіки. Під час цієї стадії існує серйозна небезпека, що рецесія перетвориться в економічну депресію або кризу. Незначне падіння вартості життя може перетворитися на катастрофу, якщо з'явиться спадна дефляційна спіраль, описана вперше Ірвінгом Фішером. За найнесприятливішим сценарієм падіння цін може позбавити економіку попиту. Поки споживачі будуть чекати більш дешевих товарів, обсяги продажів компаній будуть падати, а виходить, доходи, так само, як і заробітна плата, різко скоротяться, і почнуться масові звільнення. Хвиля банкрутств і безробіття нанесуть по попиту другий удар, зачепивши організації й споживчу довіру, що призведе до ще більшого скорочення видатків.

6. Зростання кількості корпоративних дефолтів за зовнішніми корпоративними зобов'язаннями та різке зростання кредитно-відсоткових свопів щодо суверенного боргу. Для цієї стадії характерні регуляторні недоліки та опір негайним заходам, що могли б допомогти у розв'язанні кризи.

Кожна фінансова криза на цій стадії активної фази має як загальні, так й особливі риси, порівняно з іншими подібними явищами, такими, що зумовлюються природою національної економіки. Не брак ліквідності сам по собі, а безповоротність коштів у результаті відтворювального циклу є основною типовою рисою кризового стану систем на мікро- або макрорівнях.

Поступово, упродовж розв'язання внутрішніх проблем країнами, що потрапили у кризовий стан, відновлюється довіра до них з боку міжнародних інвесторів і кредиторів, і ці країни знову залучаються до світового фінансового ринку.

1. Першу стадію фази спаду фінансової кризи умовно можна назвати фазою стабілізації, яка характеризується такими ознаками:

- під час першої стадії спостерігається адаптація фінансової системи й економіки країни до реалій кризи, досягнення усіма кризовими процесами свого роду "дна" коли під впливом ринкових чинників та унаслідок урядового втручання блокується подальше розповсюдження криз "у глибину" (на інші фінансові ринки) та "у шир" (зупиняється географічне поширення – на інші країни та регіони), спостерігається локалізація кризових процесів;
- у світовій економіці та на міжнародних фінансових ринках, як і раніше, зберігаються негативні тенденції, проте колективні антикризові заходи найбільших ЦБ і проведені владою зміни у фіскальній бюджетній політиці багато в чому знижують ризики поглиблення кризових процесів. Під час цієї стадії починають відчуватися ефекти антикризових заходів, що застосовувались як на національному, так й міжнародному рівнях;
- унаслідок списань втраченої вартості "бульбашкових активів" через механізми банкрутств та реорганізації світовий фінансовий ринок полишають слабкі банківські та інші фінансові установи. Завдяки реорганізації, рекапіталізації, реструктуризації та націоналізації, банки, що залишились, виходять з кризи більш потужними й завдяки цьому відновлюється довіра до міжнародних міжбанківських ринків;
- відновлюються фундаментальні глобальні, регіональні та внутрішні рівноваги у країнах епіцентру та "інфікованих" кризою економіках, завдяки досягненню нового рівня світових цін на фінансові активи;
- згасають панічні настрої міжнародних інвесторів;
- закінчується криза неплатежів, більшості великих компаній вдається відстрочити боргову кризу та вирішити проблему із заборгованістю.

2. Друга стадія фази спаду фінансової кризи – стадія "виходу з кризи" – має такі характеристики[2]:

- вихід з рецесії і перехід у стадію економічного та фінансового зростання епіцентру кризи та переважної більшості економік – "локомотивів" світової економічної динаміки;
- важливими ознаками цієї стадії є зменшення рівня безробіття;
- завершується дефляція та спостерігаються ознаки відновлення попиту, що свідчить про завершення кризових процесів у світовому господарстві. Зростання цін на сировину викликається не очікуваннями подальших макроекономічних поліпшень, а саме зі зростанням споживання;
- відбувається стабілізація фінансових ринків, зменшується коливання курсів провідних валют;
- відбуваються згортання антикризових програм на національному та міжнародному рівнях, застосовуються так звані "exit strategies".

Такою є загальна схема розвитку фінансової кризи. Специфіка національних криз може змінювати протікання світових фінансових криз, проте загальна схема залишається незмінною. Слід також відзначити, що подолання міжнародної кризи також має свою етапність або алгоритм, й навіть після того, як центр вийде із фази кризи, на периферії ще довго залишатиметься напруженість.

Ґрунтуючись на комплексному аналізі ґенези основних концепцій і моделей фінансових криз, у контексті структурування їх детермінант, можна дійти таких висновків:

По-перше, детермінанти фінансових криз визначають особливості розвитку та перебігу криз і впливають на глибину їхніх соціально-економічних та фінансових наслідків на мета-, макро- та мікрорівнях тощо;

По-друге, детермінанти фінансових криз являють собою динамічні структури, оскільки відносяться до процесів й явищ, що викликають, характеризують, відзначають специфічні риси фінансових криз. Зв'язок між системними детермінантами фінансових криз є дуже рухливим: те, що в одних умовах виступає в ролі каталізатору або чинника, в інших може виявитися фактором або ланкою, що опосередковує кризовий вплив

По-третє, детермінанти слід розглядати як системні структури, оскільки їх дія, так само як і їх взаємодія між собою, відбувається в рамках систем банківської валютно-фінансової та системи боргових відносин тощо;

По-четверте, детермінанти фінансових криз характеризують логічний причинно-наслідковий зв'язок між виникненням початкової нерівноваги на фінансових ринках до порушенням сукупної інтегральної єдності системоутворювальних елементів глобальної фінансової архітектури. При цьому виникнення нерівноваги на фінансових ринках зумовлюється як дією фундаментальних чинників, так і каталізаторів, які носять спонтанний характер й напрями, що не пов'язані з раціональними очікуваннями учасників фінансових ринків;

По-п'яте, детермінанти фінансових криз являють систему домінантних компонентів, фундаментальних чинників, каталізаторів, фаз, каналів і факторів їх поширення.

1. Барановський О. І. Предтечі фінансових криз / О. І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 3. – С. 3–22. 2. Вайн С. Глобальный финансовый кризис: Механизмы развития и стратегии выживания. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009, – 302 с. 3. Гальчинский А. С. Кризис и циклы мирового развития / А. С. Гальчинский. – Киев : АДЕФ-Украина, 2010. – 480 с. 4. Геращенко В. В. Россия и деньги. Что нас ждет? / В. В. Геращенко. – Москва : Астрель ; Русь – Олимп, 2009. – 224 с. 5. Calvo G. A. Contagion in Emerging Markets : when Wall Street is a Carrier / G. A. Calvo // Working paper : University of Maryland. – 1999. – 22 p. 6. Milesi-Ferretti Gian Maria. Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities / Gian Maria Milesi-Ferretti, Assaf Razin // IMF : Working Paper. – 1998. – № 98/89. – 49 p. 7. Radelet Steven. The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies, Prospects / Steven Radelet, Jeffrey Sachs // Brookings Papers on Economic Activity. – 1998. – Vol. 1. – P. 1–90. 8. World Economic Outlook. Financial Stress, Downturns, and Recoveries // World economic outlook : a survey by the staff of the International Monetary Fund. – Washington, DC : International Monetary Fund, 2008. – October. – 301 p.

Надійшла до редколегії 12.09.11

[2] Для візуального зображення протікання кризи використовують букви латинського алфавіту, а також деякі символи, такі як:

V – переважне на сьогоднішній день візуальне трактування кризових процесів означає різкий провал, а потім швидке відновлення світової економіки й сфери світових фінансів (досить різкого "відштовхування від дна") один з останніх прикладів – криза доткомів у США у 2001 р.

U – подібна крива припускає стагнацію в нижній точці, а потім перехід до відновлення (приклад – американська рецесія початку 1980-х років).

L – подібна форма означає різкий спад і потім тривалий період відновлення біля дна, найбільш яскравим прикладом такої рецесії є Велика депресія.

W – подібна форма траєкторії протікання кризи припускає наявність другої хвилі фінансової кризи. Рецидив кризи (падіння з подальшим відновленням) слідує за спадом та переходом до періоду нетривалого відновлення. Наприклад, Дж.Сорос не виключає можливість повторного спаду у зв'язку з очікуваним обвалом фондового ринку.

UUU – подібний сценарій розвитку сучасної кризи, а саме троєкратний спад, що передбачається перед остаточним виходом із кризи. Такий сценарій світової економіки прогнозується, зокрема, провідним економістом Deutsche Bank Норбертом Вальтером. Початок першого "дна" ("U") дослідник пов'язує з банкрутством інвестиційного банку Lehman Brothers, через те, що ця подія ледь не призвела до краху всієї світової фінансової системи. Друга – спад, пов'язаний із кризовими процесами в Європі, й у тому числі у ФРН. Прогнозується, що третя кризова хвиля глобального масштабу буде пов'язана з відмовою світових центральних банків від політики низьких процентних ставок і згортанням урядових програм стимулювання. На думку Н.Вальтера, уряди різних країн могли б не допустити розвитку подібного сценарію за допомогою нових антикризових заходів, однак, повторне коло стимулюючої програми на трильйони доларів є недоцільним.