

УДК 339.747

Н.В. Резнікова, к.е.н., доцент**М.М. Відякіна, к.е.н., асистент**Інститут міжнародних відносин Київського національного
університету ім. Тараса Шевченка**ДЕТЕРМІНАНТИ КРИЗОВИХ ПОТРЯСІНЬ:
МАКРОЕКОНОМІЧНІ ВИМІРИ****M.M. Vidiakina****N.V. Rieznikova**Institute Of International Relations Kyiv National
Taras Shevchenko University**DETERMINANTS OF CRISIS COMMOTIONS:
MACROECONOMIC DIMENSION**

В работе раскрыты концептуальные основы исследования финансовых и валютных кризисов, определяется экономическая сущность валютной нестабильности. Представлена классификация теоретических подходов к анализу природы валютных и финансовых потрясений. Исследуются макроэкономические факторы разворачивания кризисных явлений.

Ключевые слова: валютный кризис, финансовый кризис, спекулятивная атака, валютный курс, дефицит платежного баланса, инфляция, дефляция, стабилизационная программа.

The paper reveals conceptual fundamentals of financial and currency crises research, examines economic nature of currency instability. The article includes the classification of theoretic approaches to financial and currency crises analysis, defines macroeconomic factors determining crisis development.

Key words: currency crisis, financial crisis, speculative attack, exchange rate, current account deficit, inflation, deflation, stabilization program.

Проблема та її зв'язок з науковими та практичними завданнями. Валютні кризи завжди були невід'ємним атрибутом розвитку міжнародної валютної системи. До найсуттєвіших глобальних фінансових потрясінь кінця минулого початку нинішнього століття належать розпад Бреттон-Вудської системи, криза британського фунта стерлінгів у 1970-х рр., майже колапс Європейської монетарної системи, «текіла-кризи» в країнах Латинської Америки, девальвація мексиканського песо, фінансова криза в азійських країнах – в 1990-х, та безпрецедентна за своїми масштабами сучасна світова фінансова криза. Зважаючи на частоту кризових проявів, зазначений період ознаменувався й трансформаціями теорії валютних криз. Намагаючись пояснити природу та причини агресивності сучасних валютних і фінансових криз, провідні економісти та аналітики дискутують з приводу того, що лежить в їх основі – випадкові зміни ринкових очікувань чи власне слабкість економічних основ. Це, без сумніву, актуалізує дослідження макроекономічних чинників розгортання кризових явищ.

Аналіз досліджень та публікацій. Вивчення природи та специфіки розгортання фінансових та, зокрема, валютних криз пов'язане з іменами зарубіжних дослідників, серед яких Б. Айхенгрін, М. Дулей, Ч. Кіндлберг, Г. Камінські, П. Кругман, Р. Манделл, Х. Мінські, А. Тейлор, Р. Тріфлін, М. Обстфельд, Ч. Райнхарт та ін.

Донедавна більшість емпіричних досліджень обмежувалися окремим епізодом чи країною, ускладнюючи з'ясування можливої зміни природи кризи та місця міжнародної торгівлі в розвитку кризових явищ. В останніх доробках спостерігаються спроби подолати обмеженість попередніх робіт шляхом вивчення великої кількості криз в декількох країнах та розробки методології, яка дозволила б визначати мінливу роль базових економічних показників протягом всього часу. Наприклад, американські вчені Г. Камінські та К. Рейнхарт

проаналізували 76 валютних криз в 20 різних країнах в період з 1970 р. до 1995 р. [4]. Вони застосували методологію так званих керуючих індикаторів для з'ясування ролі, яку відіграє фінансова лібералізація і зовнішні та внутрішні чинники в поясненні валютних криз. Вони зазначають, що на початку досліджуваного часового періоду саме неврівноваженість платіжного балансу розглядалася як першопричина валютних потрясінь, тоді як в 1980-ті рр. та в 1999-ому рр. пояснення знаходяться в аналізі динаміки капітальних рахунків.

Постановка завдання. Мета дослідження полягає у систематизації методологічних підходів до дослідження природи розгортання кризових явищ, вивченні макроекономічних чинників, що лежать в основі валютних криз та аналізі стабілізаційних програм, спрямованих на усунення їх наслідків.

Виклад основного матеріалу дослідження. Оскільки межі впливу валютних потрясінь підтверджують здатність останніх до стрімкого поширення, незважаючи на національні кордони, окремі автори розпочинають вивчення каналів інфікування. Від самого початку зазначені дослідження зосереджувалися на торговельних зв'язках [3]. Проте слід зазначити, в найілюстративніших кризових епізодах таких, як «текіла-кризи» (ефектом «текіли» називають фінансовий удар по сусідніх країнах), що завершилась обвалом мексиканського песо в грудні 1994 р. та колапс індонезійської рупії в результаті Таїландської кризи в липні 1997 р., торговельні зв'язки не були визначальними. Більше того, за останнє десятиріччя в міжкраїнових торговельних зв'язках не спостерігалось тенденції до стійкого зростання, а великих розмірів набули саме фінансові зв'язки, про що свідчить показник збільшення капіталопотоків протягом дев'яностих років понад 10% ВВП для більшості країн Східної Азії та Латинської Америки. Таким чином, у вивченні поширення кризових потрясінь основна увага перемістилася на з'ясування ролі спільних банківських інституцій-кредиторів та фінансового чинника.

Однак таке багатокраїнове вивчення зовсім не має на меті ані пояснення згубності економічних наслідків різних валютних криз, ані відмежування ролі політики чи інших екзогенних (внутрішніх чи зарубіжних) шоків протягом зародження кризи. Одночасно визнається важливість коливань таких ендогенних змінних, як реального валютного курсу чи платіжного балансу, а для відстеження нарощування загрози системі фіксованого валютного курсу аналізується стан зарубіжних валютних резервів центрального банку. Адже відомо, що в своїх здебільшого невдалих спробах уникнути кризи, центральні банки нерідко застосовують метод обмеження доступу до зарубіжних валютних резервів для трансакцій за капітальними рахунками. Таким чином, рівень негативного впливу кризи може стосуватися стану загальної вразливості економіки як наслідку політичних чи світових потрясінь, які загрожують підтриманню режиму фіксованого валютного курсу.

В 1990-х роках валютні кризи дедалі впевненіше пройшли світом. Спекулятивні атаки проти валют спровокували валютні потрясіння в межах Європейської монетарної системи в 1992 р., в 1994–1995 рр. в Мексиці та Латинській Америці, в Східній Азії – в 1997 р., в Бразилії – в 1999 р., а в Аргентині та Туреччині – в 2000–2001 рр. Більшість з наведених прикладів зазначених фінансових потрясінь були несподіваними, змінивши уявлення про самі валютні кризи.

Ще в 1980-ті роки валютні кризи вважалися передбачуваними. Згідно з традиційними поглядами, що сформувалися на основі досвіду, здобутого деякими латиноамериканськими країнами у зазначене десятиліття, країна опиняється перед можливістю розгортання кризи за ситуації, коли монетизація зростаючого бюджетного дефіциту призводить до неухильного розмивання її валютних резервів. І в разі досягнення певної критичної позначки, розпочинається атака на фіксований валютний курс [6]. Переоцінка реального валютного курсу та зростаючий дефіцит поточних рахунків вважалися ознаками можливих криз. Таким чином, було підтримано думку про те, що атака на валюту з боку спекулянтів відбувається лише тоді, коли існує загроза неможливості дотримання запровадженої монетарної політики, що має на меті утримання фіксованого валютного курсу.

Однак, валютні потрясіння, що відбувалися протягом 1990-х років виявили інші причини виникнення криз, і зрозумілим стало те, що початок спекулятивних атак в дев'яності був спровокований не стільки наявними внутрішніми невідповідностями обраної економічної

політики, скільки можливістю здійснення непередбачуваних кроків з боку керівництва країн. Отже, саме очікування валютної кризи ставало причиною її розгортання. Так, на думку вчених М. Обстфельда та Б. Ейхенгріна, кризу ЄМС в 1991–1992 рр. спровокував конфлікт, що виник під час неочікуваного економічного розвитку між прибічниками фіксованих паритетів та тими, хто виступав за зміни в напрямку макроекономічної політики [3; 8]. Спекулянти приймають рішення про атаку на валюту тоді, коли, на їхню думку, країна може більше отримати, відмовившись від фіксованого паритету, аніж захищаючи його, таким чином провокуючи уряди на зміни, яких могло і не бути за існуючої економічної політики. До того, більшість західних учених зазначають, що східноазійська криза 1997–1998 рр. та навіть «текіла» кризи в Латинській Америці 1994–1995 рр. відрізнялися від тих, що відбувалися в 1980–ті рр. Якщо причини останніх полягали в невідповідності між напрямками економічної політики (найчастіше це спроба утримати фіксований курс в поєднанні з монетизацією бюджетного дефіциту), то згадані кризи дев'яностих виступають швидше прикладом самоздійснених очікувань, які спричинили різкі та непередбачувані зміни в русі капіталів, ніж неспроможної економічної політики.

Нестійкий економічний розвиток – одну з причин виникнення постійно зростаючого дефіциту платіжного балансу – можна назвати найсуттєвішою причиною виникнення валютних криз Латинської Америки вісімдесятих років і, водночас, їх спільною рисою. Від'ємне економічне зростання, падіння обсягів експорту, суттєвий стрибок зовнішньої заборгованості та відплив капіталу – складові поняття «реcesія» – спостерігалися в країнах Південного конусу ще з кінця 1970-х рр. Варто зазначити, що ще на початку минулого століття відомий американський економіст Уеслі К. Мітчел, аналізуючи праці, присвячені кризам, звертає увагу на те, що більшість тогочасних теоретиків вважали кризи за одну із фаз будь-якого циклу, а деякі з них навіть надавали поняттю «криза» значення, яке прирівнювало його до поняття «реcesія». Таким чином, можна зробити висновок про те, що латиноамериканські кризи вісімдесятих років, ставши проявом загальної економічної кризи, лише підтвердили той факт, що зміни, які відбулися в циклічному розвитку економіки в ХХ столітті, знищили межу між циклічними і валютними кризами. В цьому контексті доцільно розглянути причини циклічних коливань в економіці – від підйому («буму») економічної активності до її падіння, що супроводжується банкрутствами та кризами, які лежали в основі валютних потрясінь протягом вісімдесятих років та простежили те, як саме капітал розпочав відігравати провідну роль у виникненні валютного потрясіння. Залишаючи осторонь суттєві відмінності, які простежуються в працях провідних теоретиків сучасності, можна виділити найрозповсюджене пояснення природи валютної кризи: остання є результатом виснаження валютних резервів держави та невиправданого нестійкого економічного розширення (грошової маси та/чи виробництва).

Досвід країн Південного Конусу широко використовувався в літературі з програм подолання інфляції, адже стабілізаційні програми, імplementовані в цих країнах з кінця 1970 рр., пройшли в своєму розвитку багато етапів доопрацювань та пристосування до умов, що постійно змінювалися. Так, вперше в них було розглянуто дефляцію в контексті лібералізації капітальних рахунків, а валютний курс виступав у ролі якоря. В основі прийняття такого рішення лежало твердження про те, що самого собою скорочення грошової маси було недостатньо для зниження так званої інерційної складової інфляції, що і робило необхідним використання номінального якоря в проектах стабілізаційних програм. Пізніше, в практиці інших країн різних регіонів світу в програмах з дефляції також визнавалася перевага використання їх валютного курсу як номінального якоря. В порівнянні з іншими альтернативними заходами – жорсткою монетарною політикою та регулюванням доходів – останній виграв за ступенем доступності запровадження з політичного погляду.

Головною метою зазначених програм виступало зменшення внутрішньої інфляції через скорочення рівня девальвації. Проте вже на той час багато країн регіону опинилися в ситуації переоціненої валюти і, таким чином, інфляція не відразу викликала падіння валютного курсу. Незважаючи на те, що після зниження показників чистого експорту очікувалася дія «ефектів скорочення», результат був майже незмінний: споживання викликало зростання економічної активності, яке за декілька років змінювалося падінням. У зв'язку з цим варто зазначити, що переоцінений валютний курс погіршує баланс за поточними операціями через зниження рівня

конкурентоспроможності національних товарів, що, в свою чергу, негативно впливає на капіталопотоки, викликаючи їх відтік. Таким чином, переоцінений валютний курс стає причиною зародження майбутнього валютного потрясіння. Так наприклад, в Чилі та Аргентині, де вперше були запроваджені подібні програми, в рік реалізації стабілізаційного плану реальне переоцінення валюти було зафіксоване паралельно з 14% зростанням приватного споживання, а ВВП в цих двох країнах зріс відповідно на 8% та 10%. Стрімке виробниче розширення в Чилі дуже швидко викликало зростання дефіциту за поточними операціями, сягнувши за два роки показника в 14% ВВП [1]. Цікаво, що вже в 1990-ті рр. подібні події відбулися й в інших країнах світу. Низка дефляційних програм, де валютний курс використовувався як антиінфляційний якор, закінчилися валютним потрясінням (Мексика у 1994 р., Росія у 1998 р., Бразилія у 1999 р. та Туреччина в 2001 р.). Спільною рисою зазначених кризових епізодів виступало приватне споживання, яке викликало спочатку зростання економічної активності, а потім її скорочення.

Відправним пунктом пояснення цих процесів є висвітлення різниці в швидкості розгортання інфляційних та дефляційних реакцій. Існує багато пояснень зв'язку девальвації – інфляції – споживання та їх впливу на зародження й розвиток валютних криз. В нашому дослідженні пропонується об'єднати схожі погляди відомих теоретиків в три блоки, перший з яких представлений американським економістом К. Родрігесом. На його думку, висока кредитоспроможність дефляційних програм знижує очікуваний рівень девальвації, що, в свою чергу, призводить до падіння рівня внутрішньої номінальної процентної ставки за умови незабезпеченого процентного паритету. В результаті реальна процентна ставка зазнає більшого падіння порівняно зі зниженням номінальної процентної ставки через повільне скорочення рівня інфляції [9]. Більше того, реальна заробітна платня має зростати. Це пояснюється тим, що рівень падіння інфляції (не такий швидкий за темпами, як падіння рівня девальвації) має бути швидшим від падіння ставки, за якою номінальна заробітна платня продовжує зростати. Таким чином, падаючі реальні процентні ставки, певною мірою пов'язані зі зростаючою реальною платнею, сприяють підвищенню рівня споживання, що, в свою чергу, викликає бум виробництва, а отже і призводить до переоцінки реального валютного курсу. З часом, ефекти скорочення зростаючого дефіциту за поточними операціями перетворюють бум на крах. Тим часом залежно від рівня валютних резервів країни, може відбутися атака на валютний курс, а валюта – колапсувати. Інші дослідники – Н. Кігіуель і М. Лівіатан, Г. Кальво та К. Вег стверджують, що швидкі темпи зростання приватного споживання пояснюються недовірою з боку споживачів в достатність фінансування дефляційних програм [5]. Вважаючи, що інфляційне падіння не може тривати постійно, вони реагують на економічну ситуацію збільшенням обсягів споживання дорогої продукції, в тому числі імпортової, сподіваючись встигнути придбати дешевше те, що після приборкання інфляції підніметься в ціні [9].

В третьому блоці узагальнено висновки, подібні до тих, що представлені в блоці першому, проте його відмінністю виступає акцент на ключовій ролі капіталопотоків. В свою чергу, залежно від важливості чинника психологічного ризику, який виникає за ситуації незадовільного регулювання діяльності фінансових посередників, варто розглянути два варіанти реагування. Так, американський економіст Л. Тейлор зазначає, що запровадження дефляційних програм зменшує очікуваний рівень девальвації, і, таким чином, він повністю підтримує К. Родрігеса, який ще в 1982 р. висловив це припущення і довів його, використовуючи статистичний матеріал аргентинських стабілізаційних програм [10]. Аргентина, яка постраждала від наймасштабніших валютних криз не випадково стала матеріалом числених досліджень: частота спекулятивних атак проти аргентинського песо робить цю країну типовим прикладом для вивчення розвитку валютних потрясінь. Всі програми, лише за винятком однієї, завершилися девальвацією песо. Більшість з них були зорієнтовані на фіксацію валютного курсу та посилення фіскальних і монетарних важелів управління економікою, застосування цінового контролю та заробітної платні. Не зважаючи на те, що у більшості випадків на початковій стадії відбувалося скорочення інфляції, її рівень рідко відповідав показникам світовим, що неминуче спричиняло реальне зростання курсу національної валюти і погіршення платіжного балансу. Очікування можливої девальвації призвело до втрати резервів центрального банку, а погіршення фіскальної чи монетарної

складової викликало інфляцію та зовнішню нерівновагу, прискорюючи тим самим початок валютної кризи. Важливо зазначити, що суттєва втрата конкурентоспроможності також часто передувала розгортанню криз. Макроекономічне падіння призводить до двох найпоширеніших типів тиску на банківський сектор. Перший полягає в необхідності формування банками нових інвестиційних проектів з підвищення капіталодоходності фондів, другий – в труднощах з обслуговування їх несплачених позик (економічне падіння викликає негативні ефекти через погіршення сукупного банківського позикового портфелю).

Втім, скорочення номінальної процентної ставки завжди менше від падіння очікуваного рівня девальвації, викликаючи тим самим зростання спреду за процентними ставками, який, в свою чергу, стимулює стійкий притік капіталу. Як наслідок можливі дві ситуації: або миттєве зростання внутрішньої пропозиції грошей, або у разі проведення стерилізації з боку центрального банку – подальше зростання внутрішньої процентної ставки, а отже, ще більшого спреду і нового притоку капіталу, який зрештою призведе до зростання внутрішньої пропозиції грошей, що викличе стрибок товарних цін та цін на активи і сприятиме переоцінці реального валютного курсу [10]. Дефіцит платіжного балансу також зростатиме і, досягнувши певної межі, збільшить ризик девальвації. Підтримання позитивного спреду за процентними ставками і відповідно стійкого капіталопритоку до країни вимагатиме зростання внутрішньої процентної ставки. Тим часом зростаючий дефіцит платіжного балансу в певний момент перевищує притік капіталу, викликаючи падіння обсягів валютних резервів та підвищуючи девальваційний ризик. В другому варіанті міркувань Л. Тейлор запроваджує поняття психологічного ризику, підкреслюючи його важливість [10]. За винятком монетаристського підходу, зв'язок між збільшенням грошової пропозиції та зростанням цін і виробництва зазвичай пояснюється згортанням банківського кредитування. Притік капіталу стимулює вітчизняні банки підвищувати рівень кредитування, а це одночасно сприяє підвищенню пропозиції грошей та зростанню цін і виробництва. Під час зростання реального валютного курсу банки можуть спростити механізм отримання прибутків шляхом надання кредитів всередині країни за рахунок зовнішніх запозичень. Це також означає, що банки ігнорують можливість девальвації та негативні тенденції в курсоутворенні – переоцінення валюти, яке може обернутися стрімким падінням її курсу.

Прибічники теорії психологічного ризику зазначають, що відкриті позиції банків в більшості східноазійських країн сприяли підвищенню вразливості фінансового середовища, внаслідок чого і було сформоване підґрунтя для валютної кризи, й виступили основною причиною розгортання валютно-фінансового потрясіння [2]. На нашу думку, з останнім твердженням важко погодитися, адже дестабілізаційну поведінку надання банківського кредитування можна пояснити і без запровадження поняття психологічного ризику.

Не висвітлюючи зв'язок між грошовою пропозицією та сукупним попитом, Л. Тейлор розглядає вплив валютних обмежень на пом'якшення циклічної фази розширеного виробництва. Зрештою, зростаючий дефіцит платіжного балансу впливатиме на рестимулювання притоку зарубіжної валюти, збільшуючи тим самим ризик девальвації, а, отже, отримані результати ідентичні з тими, що впливають із ситуації, де розширене виробництво викликає виснаження валютних резервів держави, яке, у свою чергу, провокує початок спекулятивної атаки [10].

Висновки. Таким чином, незважаючи на відмінності в наявних підходах щодо походження валютних криз, їх спільною рисою виступає проблема виснаження валютних резервів держави, викликана невиправданим розширенням грошової маси та виробництва.

Аналізуючи відмінності між валютними потрясіннями двох десятиліть, варто зазначити, що на відміну від вісімдесятих років, в дев'яності роки минулого століття валютні кризи набули дедалі більш непередбачуваного характеру і було змінено акцент з аналізу дефіциту платіжного балансу та проблеми переоцінки валюти на важливість фінансового чинника в розгортанні валютних потрясінь.

Основою криз став капітал, а очікування можливих змін в цінах на активи почало відігравати вирішальну роль на тенденції руху капіталопотоків. Так, в умовах зростаючої лібералізації капіталу, валютний курс перетворюється лише на ціну активу, який може виступити об'єктом майбутньої спекулятивної гри, а, відповідно, очікування, чутки та

загальний настрої інвесторів, принаймні в короткотерміновій перспективі, стають важливішими, ніж стан реальної економіки.

Насамкінець, останні кризи, що вразили розвинуті країни, серед яких країни єврозони, виявили спільні риси з потрясіннями латиноамериканських та азійських країн. Характерні структурні риси економіки визначають можливість того, що один або декілька випадкових чинників можуть призвести до кризи. На початку нинішнього століття структурна еволюція спричинила посилення чутливості розвинутих економік до криз у порівнянні з багатьма країнами, що розвиваються, роблячи останню світову кризу поки що досить несхожою на кризи двадцятого століття. Разом з тим, нинішня кредитна експансія та збільшення припливу капіталу спричинені відносно економічною потужністю країн, що розвиваються, та експансивною монетарною політикою розвинутих країн можуть слугувати сигналом фінансових проблем у майбутньому.

Список літератури

1. Calvo G. Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries [Electronic resource] / G. Calvo, C. Vegh // NBER Working Paper No. 6925. – 1999. – Mode of access: http://www.nber.org/papers/w6925.pdf?new_window=1.
2. Corbett J. The Asian Crisis: Lessons from the Collapse of Financial Systems, Exchange Rates and Macroeconomic Policy [Electronic resource] / J. Corbett, D. Vines. – Mode of access: <https://digitalcollections.anu.edu.au/betstream/1885/40263/3/ea99-3.pdf>.
3. Eichengreen B. Contagious Currency Crises: First Tests [Electronic resource] / B. Eichengreen, A. Rose, Ch. Wyplosz // NBER Working Paper No. 5681. – 1996. – Mode of access: <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/pre5681.pdf>.
4. Kaminsky G. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems [Electronic resource] / G. Kaminsky, C. Reinhart // International Finance Discussions Paper No 544. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/544/ifdp544.pdf>.
5. Kigial N. The Business Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilization [Electronic resource] / N. Kigial, M. Liviatan. – Mode of access: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/1990/10/01/000009265_3960930000538/Rendered/PDF/multi_page.pdf.
6. Krugman P. A model of Balance of Payment Crises [Electronic resource] / P. Krugman // Journal of Money, Credit, and Banking. – 1979. – Vol.11 (Issue 3). – Mode of access: <http://pchen.ccer.edu.cn/homepage/Homepage%20Chinese/AED2003/readingpapers/FinCris/krugmanCris79.pdf>.
7. Mitchell W. Business Cycles: The Problem and Its Setting / W. Mitchell. – Ayer Co Pub, 1975. – 489 p.
8. Obstfeld M. The Logic of Currency Crises [Electronic resource] / M. Obstfeld // Working Paper No. 4640. – Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1994. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w4640.pdf>.
9. Rodriguez C.A. The Argentine Stabilization Plan of December 20th [Electronic resource] / C.A. Rodriguez. – Mode of access: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0305750X82900316>.
10. Taylor J. Defining Systemic Risk Operationally [Electronic resource] / J. Taylor // [in eds. K. Scott, G. Shultz, J. B. Taylor]. Ending Government Bailouts As We Know Them. – Stanford, California: Hoover Press, 2010. – Mode of access: <http://media.hoover.org/sites/default/files/documents/04EndingGovernmentBailoutsAsWeKnowThemTaylor.pdf>.

Стаття надійшла до редакції 20.03.2013