

УДК 332.01:330.83

**А. В. Колдовський**, канд. екон. наук,  
ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”

## **АНАЛІЗ МОДЕЛЕЙ ЩОДО ВАЛЮТНИХ КРИЗ І ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ**

*У статті здійснено аналіз основних моделей валютних криз і валютного регулювання в умовах нестабільності економіки, систематизовано досвід впровадження емпіричних антикризових моделей у системі валютного регулювання.*

*Ключові слова: світова фінансова криза, економічна рецесія, валютний ринок, фінансові та структурні кризи.*

**Постановка проблеми.** У сучасних умовах досить гостро стоїть питання аналізу моделей щодо валютних криз і валютного регулювання в умовах нестабільності економіки. В економічній науці існує думка, що природа криз, зокрема валютних, залишається незрозумілою до кінця, що надає особливого значення змісту управління такими ризиками та зведенню їх впливу на стан і характер власної економіки до мінімуму, маємо на увазі – економіки країни. Отже, в умовах підвищення впливу процесів глобалізації та світової фінансової кризи проблеми аналізу існуючих моделей, що пояснюють зміст і характер протікання валютних криз, набувають особливої актуальності.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вивченню теоретичних і методологічних засад, розробці практичних аспектів валютних криз і валютного регулювання в умовах нестабільності економіки присвячено наукові праці відомих зарубіжних учених: Дж. Вільямсона, Дж. М. Кейнса, Р. Манделла, П. Самуельсона та ін. У вітчизняній економічній літературі ці проблеми відображені у працях С. Боринця, І. Бураковського, Ф. Журавки, В. Міщенко, О. Плотнікова та ін. Проте в існуючих дослідженнях, на наш погляд, недостатньо розкриті проблемні аспекти функціонування валютного ринку в умовах фінансових криз.

**Мета статті** полягає в емпіричному аналізі існуючих моделей, що пояснюють зміст і характер перебігу валютних криз.

**Виклад основного матеріалу.** Остання чверть ХХ і початок ХХІ ст. характеризувались зростанням кількості фінансових криз. До того ж у країнах, що розвиваються, вони траплялися частіше, ніж у розвинених, але останнім часом ця динаміка кардинально змінюється. Виходячи з аналізу американського дослідницького центру Caprio and Klingebie,

виявлено 117 системних банківських криз (так званого виснаження банківського капіталу), які проходили в 93 країнах, починаючи з кінця 1970-х років [1].

Існуючі теорії не в змозі визначити коло нормативних моделей, причин нормативних невдач, механізмів вимірювання та їх запобігання. Неспроможність моделей валютного регулювання і відсутність постійного моніторингу системи попередження, що, у свою чергу, підриває економічний і соціальний розвиток, виявляє необхідність нової пристосованої теорії поетапного підходу до лібералізації, який спочатку оцінює потенціал для проведення ефективного нагляду, перш ніж застосовувати захисні міри [2].

Аналізуючи існуючі моделі валютного регулювання в умовах нестабільності економіки, слід виокремити три основні напрямки.

*Перша модель* – нестійка економічна політика і структурні дисбаланси. Ця модель акцентує увагу на тому, що економічний спад є неминучим наслідком макроекономічної політики, яка несумісна із збереженням прив'язки обмінного курсу. Модель Кругмана та її розширення розглянуто у першій моделі. Кругман визначив, як відбувається звичайна криза: “країна матиме прив'язки обмінного курсу щодо спрощення, у припущенні, що прив'язка була зроблена тільки шляхом прямого втручання у валютний ринок, і в тому, що обмінний курс і резерви уряду поступово знижуватимуться, а потім в якийсь момент, як правило, станеться поступове виснаження резервів, і раптові спекулятивні атаки швидко вичерпають останні запаси. Через те уряд не зможе захистити курс...” [3].

Отже, є припущення, що існує два типи систем валютних курсів (гнучка і прив'язана). Під гнучкою розуміють зміну очікувань, що відображається в короткостроковій перспективі на зміну обмінного курсу, тоді як прив'язана система обмінного курсу безпосередньо відбиває зміни в резервах уряду. До того ж передбачалося, що уряд не мав доступу до капіталів ринку, тим самим змушуючи його монетизувати свої витрати. У цьому контексті обліковий процент паритетних умов буде стимулювати відтік капіталу і поступової втрати валютних резервів, а потім економіка стане жертвою спекулятивної атаки на своїх валютних резервах, які спричиняють розпад прив'язаної системи обмінного курсу.

Модель Кругмана свідчить про те, що терміни проведення спекулятивних атак залежать від критичного рівня в розмірі офіційних валютних резервів. Як тільки запаси досягають критичного рівня, спекулянти змушені будуть вичерпати залишки запасів протягом короткого періоду, щоб уникнути втрати капіталу.

Американський економіст П. Кругман класифікує валютні кризи на три типи: чиста валютна криза (криза платіжного балансу); криза державного боргу, або фінансова (похідна майбутньої валютної кризи); боргова криза приватних позичальників, або банківська (при певних обставинах також може бути похідною валютної кризи) [4].

*Друга модель* – модель самореалізації. Ця модель фокусується на можливості валютних криз, навіть без постійного погіршення економічної ситуації. Крім того, вони є альтернативними поясненнями валютних криз, які відомі як друга модель. Ця модель розвивається в основному в два етапи кризи, яка зруйнувала європейський механізм валютних курсів (ЄМВК) в 1991 і 1992 роках. Копеленд підкреслив, що катастрофічні події, пов'язані з ЄМВК, підняли важливе питання, на яке за допомогою існуючої літератури (перша модель) не змогли відповісти.

Чи можуть спекулянти успішно знищити режим фіксованого обмінного курсу, який не був підірваний безвідповідальною грошово-кредитною політикою? Копеленд вважає, що Великобританія, Іспанія та особливо Франція були головними жертвами кризи ЄМВК. До того ж вони користувалися гарантіями Бундесбанку. Це означає, що в принципі вони могли б отримати з нескінченного запасу німецькі марки для захисту своїх двосторонніх обмінних курсів [5].

Есківель і Ларраїн підкреслюють, що двома ключовими характеристиками другої моделі є: 1) уряд, що є активним агентом, який максимізує об'єктивні функції; 2) циклічний процес, що існує і призводить до рівноваги. Ця модель із припущенням про очікування веде від однієї рівноваги до іншої, припускає можливість самостійного виникнення криз. Така криза відбувається тоді, коли саме песимізм значної групи інвесторів провокує відтік капіталу, що призводить у кінцевому підсумку до краху системи обмінного курсу (Есківель і Ларраїн).

*Третя модель* – модель впливу. Копелен заявив, хоча й існує цілий ряд питань, на які друга модель не змогла відповісти, проте потреба в третій моделі з'явилася лише в кінці 1990-х років, з мексиканською "текіловою" кризою, як її називали в 1994 році, та ще більшого розмаху набула з кризою в Азії, що розпочалася в середині 1997 року.

Третя модель була спрямована на ефекти впливу як причини валютної кризи. Наприклад, Герлах і Сметс подають модель, у якій девальвація валюти в одній країні призводить до того, що валюту її торгових партнерів знецінюють задля уникнення втрати конкурентоспроможності. Ефект впливу може виникнути, коли інвестори звертають недостатньо уваги на фундаментальні економічні показники приймаючих країн.

У випадку присутності ефекту впливу криза в країні може бути індикатором майбутньої кризи в сусідній країні. Крім того, ця модель показує, що спекулятивні атаки з однієї країни можуть перекинутися на іншу, якщо не вистачає міжнародних резервів для захисту прив'язки в другій країні (Крюгер і співавтори). Отже, валютна криза в одній країні має за результат девальвацію, і це впливає на компетенцію партнерів торгової країни, і, як наслідок, торгові партнери країни змушені девальвувати свої валюти, щоб уникнути конкурентоспроможності.

У 1990-х і на початку 2000-х років ряд країн постраждали від важкої валютної кризи. У 1990 році була значна кількість валютних криз, зокрема, криза механізму валютних курсів (ЄМВК) (1992–1993 рр.) в Європі, мексиканська “текілова” криза з 1994–1995 рр., турецька криза в 1994 р., азіатська криза з 1997–1998 рр., криза в Росії в 1998 році та Латинській Америці (Бразилія) з 1998–1999 рр. Також на початку 2000-х років країни зазнали безперервних валютних криз, таких як валютна та банківська кризи в Туреччині в період 2001–2002 рр. і аргентинська криза в 2001–2002 рр. У науковій літературі можна знайти факти про те, що емпіричних досліджень, які намагаються пояснити валютні кризи досить багато. Головною спробою дослідження є побудова єдиного індексу для визначення валютних криз або спекулятивних атак на валюту.

Айхенгрін звертає увагу на те, що спекулятивні атаки, як правило, тимчасові, і валютні кризи з'являються, щоб передати “вплив” від однієї країни в іншу. Вони припускають, що криза у всьому світі збільшує ймовірність спекулятивних атак, навіть з економічної та політичної сторони.

У науковій літературі є також цілий ряд досліджень, присвячених вивченню детермінантів нестабільності у валютній сфері. Наприклад, Крюгер розглядає детермінанти валютної нестабільності в Латинській Америці, Азії та Африці. Їх результати показують, що валютна нестабільність не може бути пояснена тільки дивлячись на фундаментальні економічні та регіональні ефекти впливу, а також на те, що спекулятивна поведінка інвесторів є, безумовно, важливим фактором. Есківель і Ларраїн перевірили основні прогнози моделей двох поколінь валютного дисбалансу й оцінили силу деяких ключових змін, запропонованих у літературі. Незалежні змінні визначаються відповідно до факторів, які зазначені в теоретичній літературі. Дослідження обґрунтовує факт, що валютна криза існує тільки тоді, коли відбувається різка зміна номінального обмінного курсу, і вони виключають невдалі спекулятивні атаки з їх визначення кризи.

Інші моделі третього покоління демонструють, як фінансова лібералізація і державні гарантії зобов'язань приватного сектору можуть генерувати моральний ризик і дефіцит бюджету, який може привести до кризи.

Чанг і Веласко підкреслюють можливість самостійного формування міжнародних криз в умовах відкритої економіки з необмеженим капіталом ринків, у яких банки видають депозити вітчизняними та зарубіжними активами, але є довгострокові неліквідні інвестиції, які не можуть легко перетворюватися в грошові кошти в банківських перспективах. Дулі, Бернсайд, Ейхенбаум, Ребел стверджують, що явні чи неявні державні гарантії для банківської системи можуть надати стимул банкам взяти на себе зовнішній борг, у результаті чого банківська система буде вразлива для атак. Крихкий банківський сектор, у свою чергу, досить слабо захищає внутрішні процентні ставки, що може призвести до остаточного краху національної валюти.

Якщо мобільність капіталу висока, а країна прив'язує курс до валюти іншої країни, її внутрішні процентні ставки будуть пов'язані з іноземними процентними ставками, що істотно обмежує здатність проводити незалежну внутрішню грошово-кредитну політику. Наприклад, посилення внутрішньої грошово-кредитної політики, що підвищує макроекономічні показники також викликає приплив капіталу у відповідь на транснаціональні повернення диференціала. Це гасить початкове зростання внутрішніх процентних ставок, але і викликає більш низький внутрішній попит на імпортні товари, що ще більше гальмує ефект обмежування більш високою процентною ставкою.

Механізм обмежень був впроваджений у період трьох основних валютних криз в 1990-х роках: спекулятивної атаки на Європейську валютну систему (ЄВС) в 1992–1993 рр., криза мексиканського песо в 1994–1995 рр. і азіатської кризи 1997–1998 рр.

Завдяки тому, що Німеччина підвищила процентні ставки для боротьби з інфляцією після возз'єднання на початку 1990-х, інші європейські країни, чия валюта була пов'язана з німецькою маркою через ЄВС, з'ясували, що високі німецькі процентні ставки будуть обтяжливими для їхніх економік. У 1992 році система була вражена великими спекулятивними потоками капіталу, тому деякі країни вибули з ЄВС і дозволити своїм валютам знецінитися, щоб їх внутрішні процентні ставки стали відрізнятися від німецьких.

У випадку з Мексикою політики зіткнулися з відтоком капіталу після підвищення курсу долара США та мексиканськими політичними подіями в 1994 році. Зусилля центральних банків Мексики уникнути

підвищення внутрішніх процентних ставок, поки було знецінення песо, виявилися марними і сприяли кризі песо в грудні 1994 року.

Криза в Азії в 1997–1998 роках була частково пов'язана з тим, що багато країн фактично прив'язали свою валюту до долара, коли курс долара виріс відносно японської ієни і китайського юаня. Тайський бат, рупії Індонезії й інші азіатські валюти зросли також відносно єни й юаню. Продукти Таїланду, Індонезії та інших азійських країн стали більш дорогими порівняно з продуктами Японії та Китаю. Зниження конкурентоспроможності спричинило тиск, і їх валюта знецінилася. Інші важливі чинники також зумовили кризу в Азії, зокрема паніка вкладників банків і висаджена банківська система, пов'язана з відсутністю стимулу для ефективного управління державних гарантій від дисбалансів.

Ці приклади показують, як країни з ринками, які розвиваються, і промислово розвинені країни часто не в змозі прийняти ефективні рішення по фіксованому обмінному курсу протягом тривалого періоду. Хоча технічно можливо для країни підтримати прив'язку обмінного курсу, поки центральний банк буде мати доступ до валютних резервів щодо задоволення спекулятивних атак. Центральні банки також повинні бути готовими завжди підпорядкувати всі інші цілі грошово-кредитної політики. На практиці це означає, що вони мають бути готовими підняти внутрішні процентні ставки досить високо, щоб зберегти інтерес до своєї валюти для спекулянтів.

Але, як показують наведені вище приклади, у багатьох країнах з прив'язаним режимом обмінного курсу в той чи інший момент, коли виникає необхідність у відмові від незалежної грошово-кредитної політики, ціна занадто висока, особливо коли високі внутрішні проценти негативно впливають на зростання безробіття в країні та стабільності фінансового сектору. Іншими словами, країни з прив'язаним або фіксованим режимом обмінного курсу в основному не готові повністю відмовитися від використання грошово-кредитної політики з метою стабілізації ситуації.

До того ж країни з плаваючими обмінними курсами повинні бути більш стійкими до валютних криз, тому що можуть очікувати безперервне регулювання ринку для обмеження наростання тиску, що призводить до вкрай завищеної вартості валюти і подальших її знижень, які можуть виникнути при фіксованих валютних режимах. Насправді, прив'язані і проміжні режими валютного курсу, ті, що підтримують негнучкі валютні курси, але формально не прив'язують до єдиного валютного якоря, пов'язані з більшою сприйнятливістю до валютних

криз, а також інших фінансових криз, таких як боргові кризи, раптові зупинки припливу капіталу, банківські кризи.

Проте багато країн з плаваючими обмінними курсами пережили валютні кризи. Це може бути пов'язано з тим, що країни, які представили свої валюти, як плаваючий обмінний режим, робили це неохоче, для того, щоб дозволити своїм валютам плавати з так званим страхом плаваючої поведінки (Кальво і Рейнхарт) і стежити за прив'язаним режимом обмінного курсу.

Валютні кризи часто пов'язані з іншими видами фінансових криз, зокрема банківські кризи. Поява такої подвійної кризи може бути пов'язана з кількома причинами: банківська криза веде до валютної кризи, валютна криза призводить до кризи банківського сектору. Масове вилучення може призвести до атаки, якщо збільшення ліквідності валюти пов'язано з порятунком урядом проблемних банків. Це підриває їх спроможність підтримувати переважну прихильність курсу (Веласко та Кальво). Або, як говорилося вище, слабкий банківський сектор може спровокувати валютну кризу, якщо спекулянти очікують, що політики хочуть відмовитися від курсової стійкості, щоб уникнути банкрутства і подальшої напруженості в банківському секторі, а не терпіти витрати на захист національної валюти (Обстфельд).

Також можлива причина зворотного ланцюга, а саме від валютних криз на початку банківської кризи. Якщо банки мають значні запаси нехеджованих зовнішніх зобов'язань, валютна криза може безпосередньо і несприятливо змінити банківський сектор, викликаючи погіршення банківських балансів, тому що знецінення валюти підвищує внутрішній валютний тягар цих зобов'язань.

Банки і підприємства схильні до ліквідності, якщо вони фінансують довгострокове кредитування та роблять інвестиції в короткострокові запозичення (Чанг і Веласко).

Отже, міжнародна криза ліквідності може викликати подвійну кризу. Світова фінансова криза 2007–2008 рр. мала однаковий вплив на валютні цінності та на банківські сектори в багатьох країнах.

Теоретична й емпірична література виявляє широкий спектр змінних, потенційно пов'язаних з валютними кризами. Ці змінні містять такі макроекономічні та фінансові основи, як гроші та зростання внутрішнього кредиту, бюджетного дефіциту, дефіцит поточного рахунку, завищення реального обмінного курсу і зростання виробництва; а також такі змінні, як оцінки вразливості країни щодо атак, зокрема достатність міжнародних резервів стосовно можливих короткострокових зобов'язань зовнішнього і внутрішнього походження, іноземні фінансові

потреби та загальну стійкість фінансового сектору. Інші можливі змінні містять такі показники очікувань ринку або апетит інвесторів до ризику, як процентна ставка диференціалів і вплив криз на інші країни. Торгова та фінансова відкритість може також вплинути на ймовірність валютної кризи.

Нескладна грошова модель визначення обмінного курсу прогнозує, що зростання грошової маси до зростання грошової маси якоря валюти спричиняє інфляцію, яка створює тиск для зниження курсу національної валюти. Якщо країна бореться з амортизацією певний час, у кінцевому підсумку падіння обмінного курсу може закінчитися валютною кризою. Зростання кредитів так само може означати можливий інфляційний тиск, а також зростання короткострокових внутрішніх зобов'язань валюти в банківській системі. Короткостроковий зовнішній борг передбачає велике навантаження на економіку в разі раптової зупинки іноземних кредитів.

Золотовалютні резерви здатні реагувати на спекулятивні атаки амортизації. Відношення показника M2 до запасів відображає, якою мірою зобов'язання банківської системи спираються на міжнародні резерви. У разі валютної кризи, банківські вкладники поспішатимуть конвертувати свої внутрішні активи в іноземній валюті, так що цей показник відображає здатність центрального банку задовольняти ці потреби і стабілізувати валюту. Існує ризик щодо відношення зовнішнього боргу до валютних резервів, тоді як інвестори вирішили не пролонгувати державний борг або приватні запозичення.

Відносно велике завищення обмінного курсу пов'язано зі збільшенням ймовірності валютної кризи через негативний вплив на конкурентоспроможність. Побічні виконання умов торгівлі через відносно високу ціну на імпорт підриває купівельну спроможність населення і гасить внутрішню економічну активність. Зниження темпів зростання реального ВВП може означати погіршення економічних умов і тим самим підірвати довіру інвесторів до можливих інвестицій країни.

На думку автора, існує кілька способів, коли валютна криза може вплинути на економічну діяльність. З одного боку, зниження курсу національної валюти, що відбувається при успішній атаці валюти, може розширити сектор ринкових товарів і стимулюватиме зростання шляхом корекції переоціненою валютою або шляхом більш конкурентоспроможного обмінного курсу. З іншого боку, зниження курсу може бути обмежене за рахунок збільшення витрат на погашення зовнішніх боргів, виражених в іноземній валюті, зокрема, у доларах.

**Висновки.** Основні висновки статті полягають:

1. Аналіз емпіричних моделей щодо виникнення валютних криз і валютного регулювання в умовах нестабільності економіки показав, що ці моделі мають визначальне значення для забезпечення раннього попередження країн, які є найбільш вразливими до кризових потрясінь.
2. На основі аналізу існуючих моделей валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності економіки виокремлено три основні елементи: модель нестійкої економічної політики і структурних дисбалансів, модель самореалізації, модель впливу.
3. Спектр змінних, потенційно пов'язаних з валютними кризами, містять такі макроекономічні та фінансові основи, як гроші та зростання внутрішнього кредиту, бюджетного дефіциту, дефіцит поточного рахунку, завищення реального обмінного курсу і зростання виробництва; а також такі змінні, як оцінки вразливості країни щодо атак, зокрема достатність міжнародних резервів стосовно можливих короткострокових зобов'язань зовнішнього і внутрішнього походження, іноземні фінансові потреби та загальну стійкість фінансового сектору.

#### *Список літератури*

1. Іноземна валюта в Україні : збірник систематизованого законодавства. – 2001. – № 13. – 226 с.
2. Корнева І. В. Регулювання валютного курсу в умовах світової фінансової кризи / І. В. Корнева // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 8. – С. 233–238.
3. Лапчук Б. Ю. Фактори вибору валютного режиму в країнах Центральної та Східної Європи : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 “Світове господарство і міжнародні економічні відносини” / Б. Ю. Лапчук. – К., 2004. – 20 с.
4. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса / Т. Лэттер – Лондон : Центр по изучению деятельности центральных банков Англии, 1996. – 33 с.
5. Маняхин Т. В. Мировая практика валютного регулирования: основные методы и проблемы их применения / Т. В. Маняхин // Финансы и кредит. – 2004. – № 25. – С. 66–72.

Отримано 11.11.2013

#### *Summary*

The article analyzes the main models of currency crises and currency regulation in an unstable economy, systematized experience in implementing anti-crisis empirical models of the system of currency regulation.