

## ПРОБЛЕМИ РЕГУЛЮВАННЯ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ КРАЇНИ: СУЧАСНИЙ ДИСКУРС ТА НЕВИРІШЕНІ ПИТАННЯ

Процес становлення ринкових відносин у трансформаційній економіці України постійно породжує нові виклики і завдання щодо формування оптимальних умов господарювання та механізмів його регулювання з метою забезпечення соціально-економічного розвитку. Сучасний етап ринкової трансформації економіки України значно ускладнюється суперечностями процесу глобалізації, які визначають умови економічної динаміки та загальні результати зміни характеру економічних відносин.

Проблеми виходу на траєкторію збалансованого економічного розвитку та забезпечення макроекономічної стабільності за сучасних викликів глобалізації значно підвищують роль національного зовнішньоекономічного сектора як потенціального чинника відтворення та розвитку соціально-економічної системи на тлі становлення інформаційно-мережевого суспільства. Але водночас глобалізаційні процеси суттєво ускладнюють взаємозв'язок між економічним простором окремої країни та розвитком форм міжнародного обміну, зокрема, завдяки зростаючій віртуалізації економічного життя, невпинному відокремленню фінансового сектора економіки від реального та стрімкому зростанню ролі інформації та чинника довіри у соціально-економічному розвитку.

Це підвищує значущість дослідження не тільки поточних тенденцій та ризиків зовнішнього дисбалансу, а й фундаментальних підвалин взаємодії національної економіки із “рештою світу”, що відбивається розвитком та трансформацією внутрішніх зв'язків системи платіжного балансу країни, задля визначення адекватних механізмів корекції його стану та зменшення негативного впливу зовнішніх шоків на макроекономічне середовище.

Слід зазначити, що питання щодо регулювання нестабільного стану платіжного балансу та його впливу на економіку країни виникли не сьогодні та є дискусійними вже майже чотири століття.

Історія розвитку теоретичних поглядів щодо платіжного балансу та його регулювання розпочинається за умов набуття регулярності обміну між країнами на початку XVI – у сере-

дині XVII століття у роботах представників меркантилізму. Спочатку категорія “платіжний баланс” застосовувалася водночас із поняттям “торговельний баланс”, відображаючи логіку товарної природи грошей та багатства. Як економічна категорія платіжний баланс вперше системно досліджується Т.Маном, Е.Місселденом та А.С'єрра, які доводять існування зв'язку між активним торговельним балансом, динамікою відсоткових ставок та формуванням стимулів до інвестицій і довгостроковим економічним зростанням. Подальший розвиток концепцій платіжного балансу в рамках течій класичної та маржиналістської економічних теорій проходив імпліцитно за припущень, поперше, ототожнення із торговельним балансом та, по-друге, відсутності монетарних ефектів міжнародної торгівлі. Вважалося, що торгівля, заснована на законі порівняльних переваг, завжди приводить до підвищення добробуту, підтримується повна зайнятість ресурсів, а платіжний баланс автокоригується механізмом відносних цін, тобто є суто технічним моментом міжнародного обміну. Тому впродовж епохи золотого стандарту завдяки реальному втіленню у грошах вартості товарів, що беруть участь в обміні, проблема вирівнювання платіжних балансів не була актуальною (відповідно до положень кількісної теорії Д.Юма с доповненнями Дж.С.Мілля), що давало змогу теоретично обґрунтовувати економічну вигоду вільної торгівлі та зменшити її державне регулювання, відображаючи прагнення суспільства до лібералізації економічних відносин.

Після відміни золотого стандарту впровадження системи гнучких курсів знов дозволило обґрунтувати принцип автокоригування платіжного балансу суто ринковими силами за умов припущення повної цінової еластичності попиту на експорт та імпорт та, відповідно, відсутності впливу на перерозподіл доходів та економічне зростання. Однак функціональні суперечності між ринковим та державним механізмами регулювання у 30-ті роки XIX століття відродили суспільне значення державної економічної політики крізь призму відображених Дж.М.Кейнсом поведінкових аспектів ринку

(більшої схильності до зберігання на відміну від інвестування через усвідомлення невизначеності, переваги ліквідності – все, що було означено як *animal spirits*). Це започаткувало новий напрям дослідження платіжного балансу в економічній думці: інституційний. Водночас у макроекономічній теорії Кейнса по суті самостійний аналіз процесів та механізму відтворення таких первинних факторів розвитку економіки, якими є засоби праці, що відтворюються, та природні ресурси, що є невідторювальними, був відсутнім<sup>1</sup>. Це з самого початку розвитку макроекономічної статистики заклало певні вади розуміння якісних характеристик формування, розподілу та використання доходів, у тому числі й через систему міжнародного обміну, тобто платіжний баланс (відтоді й починає свій розвиток функціональний підхід до розуміння його природи та, відповідно, принципів регулювання).

Представниками кейнсіанського напрямку було відзначено особливість характеру експорту в структурі сукупного попиту, що дозволило Р. Харроду та Н. Калдору з'ясувати та обґрунтувати вплив платіжного балансу (торгівлі) на економічне зростання. Регулювання зовнішньої незбалансованості здійснювалося через розбудову системи стимулів до інвестицій та відповідне зменшення безробіття (у разі активного торговельного балансу) та механізмів скорочення сукупного попиту за рахунок імпорту (у протилежному випадку), тобто інструментами державної економічної політики.

Подальшим глибинним внеском в еволюцію концепцій платіжного балансу стали ідеї представника “неокласичного синтезу” Дж. Міда, який спробував об'єднати мікроекономічний лібералізм із макроекономічним менеджментом у формі взаємодії внутрішньої та зовнішньої рівноваги економічної системи для підвищення добробуту суспільства. Однак категорія зовнішньої рівноваги так і не отримала свого інструментального визначення в умовах зростаючого впливу потоків капіталу.

Сучасний дискурс щодо принципів регулювання платіжного балансу збагатив науку емпіричними дослідженнями особливостей прояву валютних криз, розробками систем попереднього запобігання дестабілізації платіжного балансу та ін. Але більшість сучасних концепцій регулювання зовнішньої рівноваги в рамках мейн-

стріму економічної теорії здебільшого зосереджується на функціональних дослідженнях окремих питань: ефективності фіскальної або монетарної політики за умов різних типів валютних режимів, особливостей прояву криз платіжного балансу, трансмісійного механізму валютного курсу та інші (Р.Манделл, М.Обстфельд, П.Кругман, Р.Дорнбуш, М.Мусса, М.Брейер, Дж.Френкель та ін.).

Глобальна фінансово-економічна криза, що розпочалася у 2008 році і досі не подолана, загострила глибинні проблеми економічної теорії у сфері розуміння співвідношень між реальною економікою і фінансовим сектором. Одним із проявів цієї проблеми є недостатнє теоретичне осмислення платіжного балансу як цілісної системи, що відображає складні нелінійні взаємозв'язки між структурою економіки та динамікою фінансових потоків, що пов'язують країну із зовнішнім світом. Існуючі глобальні дисбаланси світової економіки свідчать про недостатню ефективність відомих підходів до розуміння і регулювання платіжного балансу:

- монетарних (на основі саморегулюючої дії ціни, яка в умовах глобального капіталізму і мережових ефектів характеризується можливими “провалами ринку”),
- кейнсіанських (на основі перерозподілу доходу шляхом стимулювання попиту, враховуючи ймовірність зростання імпорту в умовах незадоволеності внутрішнього попиту),
- інституційних (через механізми поширення та імплементації стандартів, регламентів і процедур регулювання міжнародного обміну, зважаючи на ризик збільшення інструментів прихованого валютного демпінгу і протекціонізму, ескалації валютних воєн тощо).

Суперечності глобалізації, породжені збільшенням ступеня відкритості, пов'язаності і взаємовпливу національних економічних систем, сприяли значному зростанню волатильності світової ринкової кон'юнктури і формуванню нових викликів. Ці виклики пов'язані з фінансово-економічним, політичним, технологічним і соціокультурним аспектами глобалізації, поєднання яких обумовлює багаторівневу та складну систему зворотних зв'язків між процесами міжнародної кооперації та спеціалізації, національним економічним розвитком та забезпеченням добробуту суспільства.

Сучасна фінансово-економічна динаміка має ряд принципово нових характеристик щодо попереднього етапу розвитку соціально-економічних відносин. Передусім це стосу-

<sup>1</sup> Пльшевский Б. Теоретические истоки СНС: основные этапы формирования ее принципов и методологии // Экономист. – 2014. – № 6. – С. 42.

ється глобального розповсюдження інформаційно-мережових структур, що деформують уявлення про закономірності обміну, обігу грошей, динаміки цін та валютних курсів та ін. В умовах глобалізації та становлення інформаційно-мережевого суспільства економічній динаміці властиві переважно нерівноважні стани, часті екзогенні шоки і фінансові кризи, що повинно враховуватися при дослідженні закономірностей розвитку сучасних економічних систем.

Питання макроекономічної стабільності й забезпечення економічного зростання тісно переплітаються з проблемами забезпечення фінансової стабільності, оскільки в умовах сучасної монетарної економіки саме грошові та фінансові представники вартості забезпечують процес її руху в різних зовнішніх формах обміну, в тому числі й міжнародного, відображенням якого виступає платіжний баланс.

Необхідність системного підходу до прогнозування валютних криз і криз платіжного балансу, особливо для країн з ринками, що формуються, була визнана серед аналітиків-практиків і в академічних колах майже два десятиліття тому після Мексиканської кризи 1994–1995 років і Східноазіатської кризи 1997–1998 років. У дослідженнях експертами відзначалося, що значну частину криз можливо було уникнути підтриманням достатнього рівня міжнародних резервів<sup>2</sup>. У відомій роботі П.Кругмана “Модель кризи платіжного балансу” механізм розвитку кризового стану пояснюється реалізацією так званої “трилемми цілей” в умовах незбалансованого зростання внутрішнього кредиту, фіксованого режиму валютного курсу і збільшення ступеня фінансової інтеграції<sup>3</sup>. Міжкраїнний аналіз криз 70 – середини 90-х років довів, що практично всі вони за своїм характером відображали класичний тип валютних криз першого покоління: ще до початку спекулятивних атак міжнародні резерви країн були значно виснажені, навіть до зростання рівня зовнішніх потоків капіталу. Основними рекомендаціями для виходу з кризи цього типу було проведення стримуючої фіскальної та грошово-кредитної політики з метою поліпшення станів торгового балансу країни та підвищення рівня резервів.

Водночас в умовах зростання ступеня лібе-

ралізації потоків капіталу в усьому світі, в країнах з ринками, що формуються, спостерігалися випадки зростання рівня міжнародних резервів за рахунок припливу капіталу, незважаючи на погіршення стану поточного рахунку платіжного балансу, що ускладнило можливості аналізу та прогнозування фінансових криз і криз платіжного балансу, ґрунтуючись лише на оцінці рівня міжнародних резервів країни. Підвищений оптимізм з приводу вигод глобалізації в результаті зняття торгових бар'єрів і відповідного зниження трансакційних витрат на початку 90-х років досить швидко поширився і в фінансову сферу (в першу чергу, в країнах Латинської Америки і, трохи менше, в країнах Східної Азії). На рис. 1 і рис. 2 показана порівняльна динаміка фінансової інтеграції, що відображає ступінь de-jure фінансової відкритості країни індексом Чинн-Іто (за групами країн) і ступінь de-facto фінансової відкритості співвідношенням чистих і валових зовнішніх активів країни до її ВВП<sup>4</sup>.

Нові правила функціонування фінансових ринків в умовах зростаючої фінансової глобалізації відкрили нові канали формування криз платіжного балансу. Якщо на початку сучасного етапу досліджень основна увага приділялася неузгодженості фіскальної та монетарної політик щодо зобов'язань з підтримки фіксованого валютного курсу, то з середини 90-х років актуалізується новий механізм криз. Враховуючи те, що кризи в країнах європейської валютної системи на початку 1990-х сталися в країнах з “добрими” макроекономічними показниками, моделі другого покоління криз платіжного балансу спробували роз'яснити, чому спекулятивні атаки стають можливими навіть за умови збалансованого розвитку національної економіки<sup>5</sup>.

Принцип спекулятивної атаки в моделях другого покоління пояснювався існуванням феномена пророцтва, що самореалізується, в умовах невизначеності економічної діяльності і пов'язаних з цим інституційних аспектів<sup>6</sup>. По-перше, існування зазначеного феномена

<sup>2</sup> Kaminsky G., Reinhart C. On Crises, Contagion, and Confusion // Journal of International Economics. – 2000. – Vol. 51. – P. 145–168.

<sup>3</sup> Krugman, P. A. Model of Balance-of-Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. – 1979. – Vol. 11 (August). – P. 311–325

<sup>4</sup> Chinn, M. D., H. Ito. Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World “Saving Glut” // Journal of International Money and Finance. – 2007. – № 26. – P. 546–569.

<sup>5</sup> Agénor, Bhandari, Flood. Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises // Staff Papers – International Monetary Fund. – 1992. – Vol. 39, No. 2. – P. 357–394.

<sup>6</sup> Claessens S., Klingebiel D. and Laeven L. Resolving Systemic Crises: Policies and Institutions // World Bank Policy Research Working Paper. – 2003. – № 3377. – Pp. 1–38; Cole H., Kehoe T. Self-Fulfilling Debt Crises // The Review of Economic Studies. – 2000. – Vol. 67, No. 1. – P. 91–116.

пояснюється фактором ірраціональної (“стадної”) поведінки інвесторів. Як відзначають Р.МакКіннон і Х.Пілл, “інвестори вкладають ресурси в популярні активи, але вони часто знають далеко не все про ці активи”<sup>7</sup>.

У висновку до роботи “Анатомія криз” Г.Кальво зазначає: “Якщо інвестори вважатимуть тебе нічого не вартим, ніяких коштів і не надійде, в результаті чого ти в дійсності опишишся нічого не вартим”<sup>8</sup>. Друге важливе доповнення феномена пов’язано із мережевим характером інформації (ефектом оголошень), що призводить до лавиноподібного поширення паніки<sup>9</sup>. Застосування в аналізі моделей валютних криз другого покоління дало можливість пояснення “зараження” кризою, що мало місце серед країн Східноазійського регіону в 1997–1998 роках<sup>10</sup>.

Проте Азійські кризи неможливо повністю пояснити тільки факторами криз першого і другого поколінь, оскільки там спостерігалася досить позитивна динаміка макроекономічних показників: значне економічне зростання, недооцінені валюти, відсутність бюджетних дефіцитів, помірний держборг. Ще до виходу у світ роботи Дж.Стігліца “Глобалізація: тривожні тенденції” Р.МакКіннон у “Послідовності економічної лібералізації” відзначив, що лібералізація торгівлі та фінансового ринку повинна відбуватися з “необхідною” швидкістю і в чітко вивірених послідовності: “Збільшення ступеня фінансової відкритості країни веде до зростання її добробуту тільки за умови, що єдине викривлення ринкового механізму в економіці пов’язано з міжчасовим обмеженнями міжнародної торгівлі. Існування будь-яких інших спотворень або незбалансованостей на момент відкриття фінансових ринків тягне за собою зниження добробуту нації. Важливим прикладом подібного спотворення є такий вид постконтрактного опортунізму як моральний ризик, який виступає імпліцитною субсидією для запозичення та інвестування”<sup>11</sup>. У розвитку Азійської кризи 1997–1998 років саме фактор

морального ризику став основоположним тригером індукування синдромом надмірного запозичення та накопичення “поганих” кредитів. Кризи, пов’язані з реалізацією цього синдрому, були віднесені до валютних криз третього покоління. Найбільш глибоко, на наш погляд, механізм їхнього формування викладено в роботі Р.МакКіннона і Х.Пілла “Надійні лібералізації та міжнародні потоки капіталу: синдром надмірного запозичення”<sup>12</sup>. З моделі МакКіннона – Пілла, що зображує малу відкриту економіку, випливає, що в умовах невизначеності нейтральне ставлення до ризику з боку банків не веде до надмірного зростання внутрішнього кредитування, оскільки відсоткова ставка визначається середньою доходністю. У свою чергу інформаційна асиметрія веде, з одного боку, до формування морального ризику (ситуації, в якій прийняття надмірного ризику *ex ante* обумовлено гарантуванням можливих втрат *ex post*), а з іншого – явища “несприятливого відбору” (нездатності розмежування проблемних і надійних проектів/клієнтів, у результаті якого підвищується премія за ризик, що робить позикове фінансування привабливим тільки для надризикових проектів/клієнтів). Відповідно кредитуються переважно високоприбуткові *ex ante* і високоризикові проекти і, як наслідок неповернення частини кредитів, характер цього кредитування – надмірний, а банківський відсоток – завищений. Реалізація цього сценарію веде, відповідно, до надмірного інвестування в перший період у порівнянні з ситуацією нейтрального ставлення банків до ризику. Водночас подібне надмірне споживання кредитів відносно невелике, якщо країна не має доступу до міжнародних ринків капіталу (зважаючи на обмеженість внутрішніх заощаджень). Ситуація кардинально змінюється в умовах проведення фінансової лібералізації без вирішення проблеми морального ризику. В цьому разі надмірне запозичення веде: а) у першому періоді – до зростання відсоткових ставок і “надтоспоживанню”, б) у наступні періоди – до скорочення споживання нижче за очікуваний рівень або втрати платоспроможності, продовження зростання відсоткових ставок у зв’язку із додатковим збільшенням попиту на гроші.

Як свідчить міжнародний досвід, у країнах зі слабким банківським сектором кредитний бум на внутрішньому ринку, фінансований із

<sup>7</sup> McKinnon, R. I., Pill, H. International Overborrowing. A Decomposition of Credit and Currency Risks // Stanford University Economics Department Working Papers. – 1998. – No. 98–004.

<sup>8</sup> Calvo, G. Puzzling over the anatomy of crisis (<http://www.columbia.edu/~gc2286/documents/CalvoBOJpaperMay2013REVJune282013.pdf>)

<sup>9</sup> Dasgupta A. Financial contagion through capital connections: a model of the origin and spread of bank panics // Journal of the European Economic Association. – 2004. – № 2(6). – P. 1049–1084.

<sup>10</sup> Eichengreen B., A. Rose, Wyplosz C. Contagious Currency Crises // NBER Working Paper. – 1996. – № 5681.

<sup>11</sup> McKinnon, Ronald I. The order of economic liberalization (<http://www.jstor.org/stable/40440120>). – С. 4.

<sup>12</sup> McKinnon, Ronald I., Huw Pill. Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome (<http://www.nber.org/chapters/c8557.pdf>).

зовнішніх джерел, часто призводить до погіршення фінансового стану банків, виникнення проблем з обслуговуванням зовнішніх боргів та розгортання “подвійних криз” – платіжного балансу і банківських криз з руйнівними тривалими наслідками. Найчастіше проблеми банківського сектора передують валютні кризи, а валютні кризи, у свою чергу, поглиблюють кризи банківські<sup>13</sup>. Окремим типом криз дослідники відзначають рефлексивний зв'язок “подвійних криз”: платіжного балансу і державного сектора<sup>14</sup>. Механізм самореалізації валютної кризи, викликаний зростанням внутрішнього державного боргу, пояснюється девальваційними очікуваннями на фінансових ринках, які призводять до зростання реальних відсоткових ставок за деномінованими в національній валюті державними борговими інструментами, що, у свою чергу, скорочує можливості обслуговування державою цих зобов'язань у майбутньому та в підсумку призводить до девальвації.

Як наголошується в аналітичних роботах, присвячених дослідженню валютних і фінансових криз останньої чверті століття та світової фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., сучасні фінансові аналітики та експерти здебільшого виявляються нездатними заздалегідь виявити і передбачити кризи: “Ринки практично не помітили наближення кризи в Мексиці в 1994 році чи в Таїланді в 1997 році. Брокери валютних бірж не вказували на зростання очікування девальвації в місяці, що безпосередньо передували падінню валютних котирувань, як у Мексиці, так і в Таїланді. Не сталося й істотного збільшення диференціала відсоткових ставок перед початком кризи в Мексиці (спред за облігаціями Брейді і єврооблігаціями, замість служити раннім сигналом падіння довіри, як видається, зріс тільки після того, як валюти цих країн вже відчули значний тиск)”<sup>15</sup>.

Це відновило інтерес учених і дослідників, з одного боку, і політиків і фінансових менеджерів – з іншого, до питань прогнозування

валютних і фінансових криз. Наприкінці 90-х років XX ст. це оформилося у вигляді розробок різними авторами та їхніми групами систем раннього попередження (Early Warning Systems – EWS) криз, в яких зроблено спробу інтегрувати в єдину систему різні набори показників внутрішньої та зовнішньої економічної динаміки країни в прогностичних цілях.

На сьогоднішній день розроблено значну кількість авторських модифікацій систем раннього попередження кризи. Можна виділити таку класифікацію моделей:

1. “Сигнальні” моделі EWS (передбачають побудову певного набору макроекономічних змінних; їхнє відхилення від тренда розглядається як випереджаючі індикатори, “сигнали”, кризи). Розробники: Г.Камінські, С.Лізондо і К.Рейнхарт<sup>16</sup>; Е.Берг, К.Патілло<sup>17</sup>.

2. Моделі аналізу інформаційної асиметрії (засновані на аналізі динаміки цін опціонів, акцій, відсоткових ставок або композитних індексів як найбільш “чутливих” індикаторів стану фінансового ринку). Розробники: Б.Ейченгрін, Е.Роуз, Ч.Віплош<sup>18</sup>; Е.Теннер<sup>19</sup>.

3. Дискретні економетричні моделі (на основі логіт- або пробіт-методики). Розробники: М.Туделла, Е.Фальцетті<sup>20</sup>.

Водночас практично всі системи у своїй методології в тій чи іншій мірі спираються на аналіз динаміки індексу тиску на валютний ринок (Exchange Market Pressure Index – EMP Index), який являє собою зважений індекс волатильності декількох показників грошово-кредитного ринку (валютного курсу, відсоткової ставки і обсягу міжнародних резервів) в різному їх поєднанні.

Досвід аналітичного застосування розроблених методик засвідчив, що хоча в деяких випадках EWS дійсно дають своєчасні сигнали про настання кризи, проте потрібна ще значна робота зі з'ясування причин кризових

<sup>13</sup> Bauer C., Herz B., Karb V. Are twin currency and debt crises special? // *Journal of Financial Stability*. – 2007. – № 3. – P. 59–84; Bleaney M., Bougheas S., Skamnelos I. A model of the interactions between banking crises and currency crises // *Journal of International Money and Finance*. – 2008. – № 27. – P. 695–706; Domaç I., Martinez-Peria M. Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link? // *Journal of International Economics*. – 2003. – № Vol. 61, No. 1. – P. 41–72.

<sup>14</sup> Eichengreen B., A. Rose, Wyplosz C. Contagious Currency Crises // NBER Working Paper. – 1996. – № 5681; Burnside, C., Eichenbaum, M. and Rebelo, S. Government Guarantees and Self-Fulfilling Speculative Attacks // *Journal of Economic Theory*. – 2004. – № 119(1). – P. 31–63; Kaminsky G. Varieties of currency crises // NBER Working Paper. – 2003. – № 10193.

<sup>15</sup> Берг Э. Задача прогнозирования экономических кризисов / Э. Берг, К. Паттилло // *Вопросы экономики*. – 2000. – № 22. – 18 с.

<sup>16</sup> Kaminsky G., S. Lizondo and C. Reinhart. Leading Indicators of Currency Crises // *IMF Staff Papers*. – 1998. – Vol. 45 (March). – P. 1–48.

<sup>17</sup> Berg A., Pattillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test // *IMF Staff Papers*. – 1999. – Vol. 46, No. 2. – P. 107–138.

<sup>18</sup> Eichengreen B., A. Rose, Wyplosz C. Contagious Currency Crises // NBER Working Paper. – 1996. – № 5681; Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz. Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System // *National Bureau of Economic Research Working Papers*. – 1994. – № 4898.

<sup>19</sup> Tanner, Evan. Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s // *IMF Staff Papers*. – 2001. – № 47. – P. 311–333

<sup>20</sup> Falcetti E. Tudela M. What do Twins Share? A Joint Probit Estimation of Banking and Currency Crises // *Economica*. – 2008. – № 75. – P. 199–221

ситуації та їхнього статистичного калібрування, оскільки й причини, й характер, і тривалість, – тобто практично всі характеристичні властивості криз, як показують відповідні дослідження, – мають тенденцію до змін.

Як відзначають Е.Берг і К.Патілло, боргова криза 80-х років, що почалася з призупинення платежів Мексикою в серпні 1982 року і тривала майже ціле десятиліття, була викликана поєднанням зовнішніх потрясінь і внутрішніх макроекономічних диспропорцій, що збільшувалися протягом попередніх років у період сильного припливу капіталу<sup>21</sup>. Більшість аналітиків вважає, що мало місце поєднання зовнішніх чинників, зокрема таких як погіршення умов торгівлі, різке підвищення відсоткових ставок за активами в доларах США і загальносвітове уповільнення економічного зростання, та внутрішніх: бюджетний дефіцит і завищення валютного курсу. Також потенційним чинником розгортання кризи, що підсилило її розповсюдження та масштаб негативного впливу, стало неефективне керування припливом капіталу, особливо у вигляді прямих або непрямих державних гарантій валютного курсу, наданих державним та приватним позичальникам та відсутність системи макропруденційного нагляду за станом великих інституційних позичальників.

Іншу зовнішню форму прояву мала Мексиканська криза 1994–1995 років, розгортання якої пов'язане з “провалами” макрорегулювання: в умовах завищення валютного курсу на тлі боротьби з інфляцією і лібералізацією фінансового сектора політика управління боргом призвела до надмірного зростання короткострокового боргу в іноземній валюті (доларі США) і відповідної уразливості країни до спекулятивної атаки.

У свою чергу азіатська криза 1997–1999 рр. сталася на тлі достатньо стабільних макроекономічних показників: бюджетного дефіциту, інфляції, валютного курсу<sup>22</sup>. Однак недостатньо ефективна макропруденційна політика та інвестиційний менеджмент призвели до наростання неякісних активів фінансового

і корпоративного секторів.

Слабкість фінансового та корпоративного секторів була єдиною спільною рисою країн Азії, зачеплених кризою. Однак з початком кризи масовий відплив капіталу сприяв її швидкому розростанню і “інфікуванню” сусідніх країн. Ефект поширення кризових явищ, що почалися на фінансових ринках, а також “стадна” поведінка інвесторів, що відбилася не тільки в масовому вилученні коштів з певних валют, а й схильності вивести активи з усього регіону, як вважається, зіграли важливу роль у виникненні “ланцюгової реакції” розповсюдження азіатської кризи 1997–1999 рр.

Позначаючи певні емпіричні залежності, аналітики визнають значну складність у виробленні єдиної системи прогнозування кризових явищ. Проте на основі економетричних розрахунків та експертних оцінок був вироблений загальний набір “симптомів криз”, таких як зниження міжнародних резервів, зростання боргових зобов'язань, динаміка фондових котирувань і відсоткових диференціалів та ін.

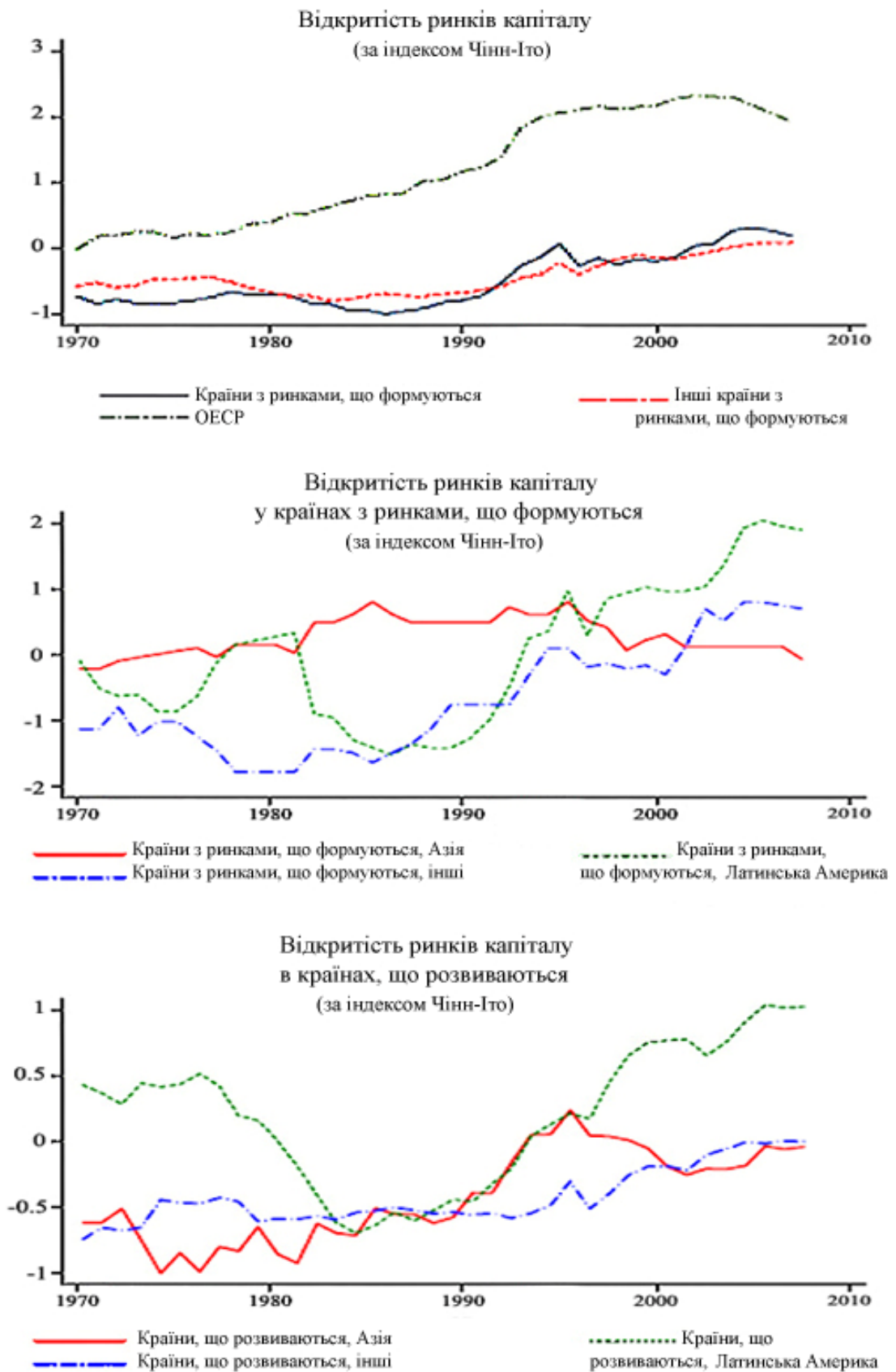
Основні показники, найбільш часто використовувані в моделях EWS, відображені в таблиці.

Водночас метод систем раннього попередження криз досить швидко (фактично, протягом 3–5 років) розкрив і свої недоліки: як статистичні, так і якісні, пов'язані з неможливістю включення занадто великої кількості показників і якісною оцінкою економічних процесів. Експертами було відзначено, що ефективність систем раннього попередження не була однозначною: “Прогнози, одержувані на підставі найбільш багатообіцяючих моделей, містять значущу інформацію про загрозу криз, але найчастіше вони подають помилкові сигнали тривоги. Моделі зазвичай дають значно більш надійний результат для історичних періодів, на підставі яких вони були розроблені і розраховані (“в межах вибірки”), ніж для більш пізніх періодів (“поза вибіркою”)<sup>23</sup>.

<sup>21</sup> Berg A., Pattillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test // IMF Staff Papers. – 1999. – Vol. 46, No. 2. – P. 107–138.

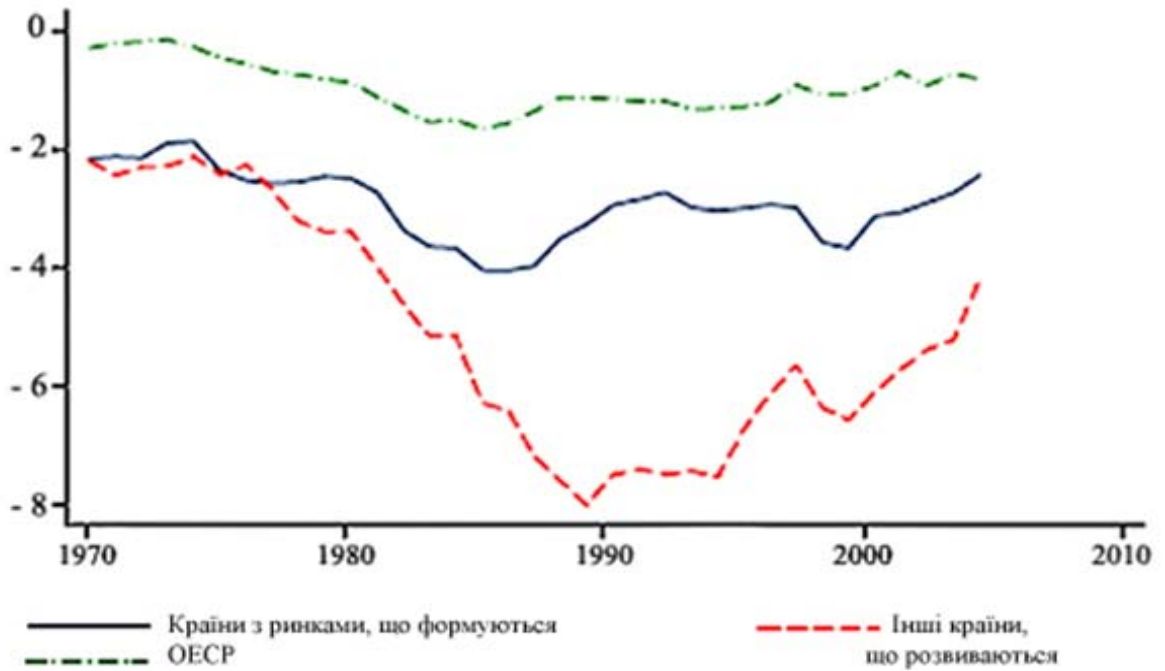
<sup>22</sup> Hardy D., C. Pazarbasioglu. Leading indicators of banking crises: Was Asia different? // IMF Working paper. – 1998. – WP/98/91.

<sup>23</sup> Берг Э. Задача прогнозирования экономических кризисов / Э. Берг, К. Паттильо // Вопросы экономики. – 2000. – № 22. – С. 12.

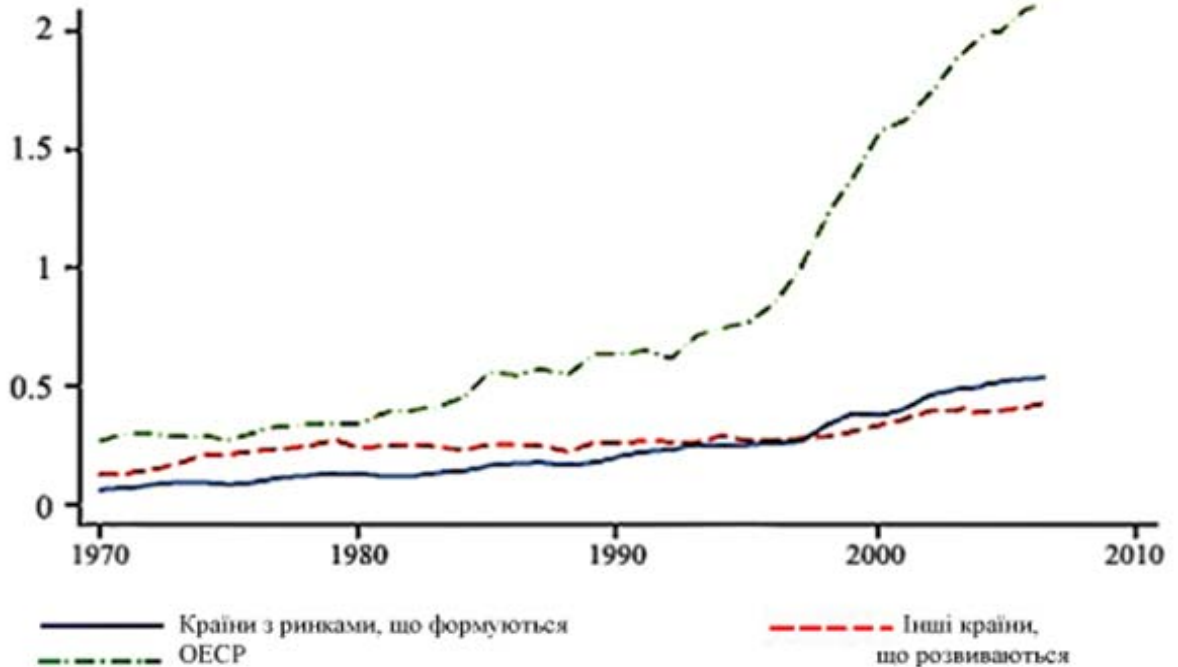


**Рис. 1. Динаміка фінансової лібералізації світової економіки (de-jure), 1970–2010 роки**  
*Джерело:* Chinn, M. D., H. Ito. Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World “Saving Glut” // *Journal of International Money and Finance*. – 2007. – № 26. – P. 546–569.

Відкритість ринків капіталу  
(Чисті зовнішні активи/ВВП)



Відкритість ринків капіталу  
(Валові зовнішні активи/ВВП)



**Рис. 2. Динаміка фінансової лібералізації світової економіки (de-facto), 1970–2010 роки**

Джерело: Chinn, M. D., H. Ito. Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World “Saving Glut” // Journal of International Money and Finance. – 2007. – № 26. – P. 546–569.

Таблиця

**Система індикаторів раннього попередження кризи платіжного балансу**

Індикатор	Симптом
-----------	---------



М2 мультиплікатор	Цикли надмірного запозичення
Внутрішній кредит, % ВВП	
Внутрішня і зовнішня фінансова лібералізація	
Депозити банків	Банківська паніка
Динаміка експорту	Ризики погіршення поточного рахунку платіжного балансу
Динаміка імпорту	
Умови торгівлі	
Реальний ефективний валютний курс	
Динаміка міжнародних резервів	Ризики реверсу капіталу (“sudden stops”)
Агрегат М2, % міжнародних резервів	
Диференціал реальної відсоткової ставки	
Світова реальна відсоткова ставка	
Зовнішній борг	
Динаміка притоку капіталу	
Короткостроковий зовнішній борг	
Індикатор тиску на валютний ринок (exchange market pressure)	
ВВП	
Співвідношення реальних відсоткових ставок за кредитами	
Динаміка основних сировинних цін	
Внутрішня реальна відсоткова ставка	

*Джерело:* складено автором на основі: Eichengreen B., A. Rose, Wyplosz C. Contagious Currency Crises // NBER Working Paper. – 1996. – № 5681; Kaminsky G., S. Lizondo and C. Reinhart. Leading Indicators of Currency Crises // IMF Staff Papers. – 1998. – Vol. 45 (March). – P. 1–48; Berg A., Pattillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test // IMF Staff Papers. – 1999. – Vol. 46, No. 2. – P. 107–138; Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz. Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System // National Bureau of Economic Research Working Papers. – 1994. – № 4898; Tanner, Evan. Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s // IMF Staff Papers. – 2001. – № 47. – P. 311–333; Falcetti E. Tudela M. What do Twins Share? A Joint Probit Estimation of Banking and Currency Crises // *Economica*. – 2008. – № 75. – P. 199–221; Hardy D., C. Pazarbasioglu. Leading indicators of banking crises: Was Asia different? // IMF Working paper. – 1998. – WP/98/91.

Остання глобальна фінансово-економічна криза із подальшими валютними війнами та оновленим арсеналом прихованих неопротекціоністських заходів активізували попит щодо досліджень з питань прогнозування валютних криз та забезпечення зовнішньої рівноваги.

Визнаючи значний внесок дослідників у поглиблення розуміння причинно-наслідкових зв'язків формування зовнішніх дисбалансів, слід відмітити, що існуюча класифікація криз платіжного балансу відображає трансформацію функціональних і конкретно-історичних форм їхнього проявлення, водночас як фундаментальні закономірності формування, розвитку та реалізації залишаються вивченими не до кінця, що свідчить про необхідність подальшої роботи у цьому напрямі.

На наш погляд, основний недолік сучасних систем раннього попередження криз платіжного балансу закладений, перш за все, в їхньому дискретному характері, та, по-друге, в способі визначення поняття “криза платіжного балансу” як певного суто кількісного показника – відхилення валютного курсу в країні і обсягу міжнародних резервів від їхнього середнього значення (25% відхилення протягом двох наступних кварталів, за методикою МФВ).

Безсумнівно, з метою моделювання кількісний критерій, за яким оцінюватиметься сила передкризових сигналів, є необхідним. Однак більш важливим має бути, аби цей критерій кількісно відображав внутрішній зміст змодельованого

об'єкта та його природи. Про це К.Кіндельбергер ще в 1978 році, вивчаючи природу фінансових криз, відзначав: “Для історика кожна подія є унікальною. Економіст, навпаки, схильний вважати, що сили суспільства і природи розвиваються, повторюючись. Історія конкретна, економіка всезагальна”<sup>24</sup>. Таким чином, існуючі прогнозні системи можуть використовуватися лише як один із численних інструментів аналізу зовнішніх ризиків, а не абсолютна панацея криз, а стан платіжного балансу повинен оцінюватися відповідно до логіки розвитку всієї економічної системи країни.

В теорії систем під кризою розуміється втрата гомеостазу більшою частиною системи такою мірою, що без зовнішнього впливу і регулювання система або гине, або повністю перебудовує структуру.

Тобто основною родовою понятійною ознакою цієї категорії виступає внутрішня суперечність функціонування системи, що відбивається через діалектичний розвиток взаємодії об'єктивного і суб'єктивного та відповідним чином порушує принцип системної цілісності. Найбільш глибоко діалектику розв'язання суперечностей шляхом кризових явищ у сучасній економічній науці відображено у чисельних працях А.Гриценко, зокрема в роботах<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> Kindleberger, Charles P., Robert Z. Aliber. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. – John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005. – 355 p.

<sup>25</sup> Гриценко А.А. Совместно-разделенные отношения: институты – государство – власть / А.А.Гриценко // Институциона-

Становлення інформаційно-мережевого суспільства та особливості розвитку сучасних форм міжнародного обміну на тлі швидкого розвитку фінансових інноваційних інструментів породжує постійні ризики національного соціально-економічного розвитку та, зокрема, фінансової стабільності економіки. Глобальні дисбаланси і суперечності в перерозподілі доходів і ресурсів свідчать про необхідність подальшого дослідження та теоретичного обґрунтування, по-перше, природи платіжного балансу як складної системи економічних відносин та, по-друге, його місця в розбудові загальної системи орієнтирів соціально-економічного розвитку в умовах сучасних викликів глобалізації.

Оскільки платіжний баланс є результатом сукупності актів міжнародного обміну, його природа розгортається з природи обміну як базового інституту реалізації праці у суспільстві, і пов'язана з подвійністю характеру самої праці, що на міжнародному рівні відбивається процесами кооперації та спеціалізації (конкуренції).

З точки зору сумісно-розділеної природи, з одного боку, платіжний баланс виступає як результат руху певних форм вартості в процесі господарської діяльності суб'єктів національної економіки, і з цієї точки зору є концентрованим вираженням економічної моделі національного розвитку (це його фундаментальна, вартісна, форма). В цьому його "розділеність", оскільки вартісна (часова) складова відображає кількісні витрати праці, локалізовані суто в рамках економічного простору країни. З іншого боку, поза міжнародних економічних відносин системи платіжного балансу не існує, вона розгортається тільки з транснаціональної форми обміну продуктом праці та правами власності (це його актуальна, цінова, форма). Тобто "сумісність" також є необхідним відношенням, що пояснює природу платіжного балансу через механізми попиту та пропозиції в грошовій формі – формі ціни товарів, що торгуються. Комплементарність фундаментальної та актуальної характеристик платіжного балансу відображається у формі режиму валютного курсу національної грошової одиниці як форми прояву її стабільності та відносного виміру загальнонаціональної продуктивності праці. Дослідження ступеня комплементарності фундаментальної та актуальної характеристик дозволяє інструментально визначити можливий діапазон коливання курсу (фундаментальну номінальну жорсткість) національної грошової одиниці і обґрунтувати інституційні ризики і доцільність того чи іншого валютного режиму.

Відтак, фундаментальною характеристикою стану нестабільності платіжного балансу країни є

зростаюча неузгодженість вартісних пропорцій міжнародного обміну країни із "рештою світу". У кожному окремому випадку вона проявляється специфічним чином у динаміці грошових і фінансових представників вартості (цін активів та валютного курсу), і в поєднанні з особливостями конкретних політичних, інституційних, соціальних та економічних умов розгортається і існує в об'єктивній реальності у своїй специфічній актуальній формі нестабільності платіжного балансу.

Збільшення ролі зовнішньоекономічного фактора в процесі соціально-економічної трансформації господарських відносин особливо актуальне для транзитивних економік пострадянського простору через суміщення суперечливих тенденцій: глобальної нестабільності в результаті становлення інформаційно-мережевої економіки, що привносить вимоги відкритості і пов'язаності національних економік, з одного боку, та локальної нестабільності у зв'язку з системно-відтворювальною кризою інверсійного типу розвитку ринкових відносин. Оскільки ця суперечність глобальності і локальності розвивається в системі платіжного балансу країни, дослідження механізмів його стабілізації для країн з перехідною економікою має особливо актуальне значення, оскільки виступає водночас і умовою, і результатом забезпечення усталеного розвитку та суспільного добробуту.

Питання стабільності платіжного балансу сьогодні мають принципове значення й для економіки України, оскільки лібералізація зовнішньоекономічної діяльності та фінансових відносин з самого початку відбувалася непослідовно, мала випадковий характер (залежно від політичного циклу) та регулювалася здебільшого з метою досягнення короткострокових інтересів. Швидко зростаюча відкритість національної економіки за відсутності стратегічних орієнтирів сталого розвитку та присутністю корупції позбавила господарчих агентів можливості послідовно та адекватно зреагувати на новітні зміни економічної реальності та сформулювати потужний національний промислово-господарчий комплекс. Це зумовило залежність розвитку внутрішнього ринку від зовнішніх попиту та пропозиції, нівелювало значну частину інвестиційних можливостей цієї взаємодії для країни та сприяло розповсюдженню короткотермізму економічної поведінки як основного типу господарчих відносин.

Таким чином, стає достатньо зрозумілим, що в сучасних умовах глобальної нестабільності суто функціональний аналіз структури і динаміки компонентів платіжного балансу не завжди в змозі дати конструктивні відповіді щодо механізмів подолання негативних тенденцій, внаслідок чого консервативна політика в умовах нестабільності малоефективна, а класичні макроекономічні рецепти не завжди мають передбачувані наслідки. Як зазначав Ф. фон Хайек, "консерватизм за самою своєю природою не може запропонувати жодної альтернативи поточним напрямкам нашого руху. У порядку протидії сучасним тенденціям він може успішно сповільнювати небажані процеси, але

---

льные проблемы эффективного государства: монография / под ред. В.В.Дементьева, Р.М.Нуреева. – Донецк : ГВУЗ "ДонН-ТУ", 2013. – С. 55–67; Гриценко А. Глобальная криза як форма сучасної фінансово-економічної динаміки / А.А.Гриценко // Економіка України. – 2010. – № 4 (581). – С. 37–46.

оскільки іншого напрямку він не вказує, то й перервати їх не може”<sup>26</sup>.

Тому для ефективного подолання хронічної трансформаційної зовнішньої нестабільності корекція стану платіжного балансу України повинна реалізуватися з системних підвалин, враховуючи, поперше, складну економічну природу платіжного балансу та, по-друге, різницю між фундаментальним принципом формування стану його нестабільності та актуальними (поточними) формами цієї нестабільності. Широке коло проблем розвитку зовнішнього сектора економіки України (валютна нестабільність, сировинна залежність, низький рівень прямого інвестування тощо), таким чином, розглянуте крізь призму закономірностей та логіки формування платіжного балансу країни як складної системи валютних потоків, внутрішню логіку його поступової трансформації відповідно до особливостей економічної динаміки дозволяє зрозуміти адекватні механізми корекції відповідно до зазначених орієнтирів національного розвитку. Відповідно до природи платіжного балансу, його криза, таким чином, являє собою спосіб вирішення суперечності між виробництвом реальної вартості як основи національної конкурентоспроможності та рухом її грошової

(цін і валютних курсів) і фінансової (кредиту і відсотки) форм у міжнародному обміні країн, що виражається в частковій або повній втраті економічного суверенітету в умовах глобалізації. Ця фундаментальна суперечність відбивається безліччю рефлексивних зв'язків у системі платіжного балансу: суперечністю між реальною основою національної конкурентоспроможності та віртуальною формою її реалізації в процесі ціноутворення товарів і послуг, що торгуються; суперечністю між попитом та пропозицією валютних коштів в економіці у неузгодженості *de-jure* декларування повноцінного обігу й функціонування національної валюти та *de-facto* заміщення частини її функцій світовими резервними валютами та ін.

Подальші дослідження проблем регулювання нестабільності платіжного балансу в контексті забезпечення усталеного розвитку трансформаційної економіки дадуть змогу обґрунтувати класифікацію форм нестабільності платіжного балансу та їхній взаємозв'язок із кризовими явищами, послідовність модифікації відповідно до особливостей національного розвитку та відповідний до кожної специфічної форми нестабільності інструментарій регулювання.

---

<sup>26</sup> Hayek, F. A. *The Constitution of Liberty*. – Chicago : The University of Chicago Press. – 1960.