

Шелудько Н.М.,

доктор економічних наук,
старший науковий співробітник,
заступник завідувача відділу
фінансово-монетарного регулювання
ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”

Шкляр А.І.,

аспірант ДУ “Інститут економіки
та прогнозування НАН України”

ФІНАНСОВІ КРИЗИ НА РИНКАХ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ: ТЕОРЕТИЧНІ Й ЕМПІРИЧНІ АСПЕКТИ АНАЛІЗУ

Розглядаються існуючі підходи до визначення поняття і класифікації фінансових криз; виділено механізми реалізації системного ризику фінансової системи та відмінності між ситуаціями загальної нестабільності й масштабними системними фінансовими кризами. Описано теоретичні моделі виникнення фінансових криз першого і другого покоління, а також емпіричні моделі передчасного виявлення фінансових криз через системи економічних індикаторів.

The authors consider the existing approaches toward defining the notion and classifications of financial crises; feature the mechanisms for realizing systemic risk of the financial system and distinctions between situations of general instability and large-scale systemic financial crises; and describe theoretical models of emerging financial crises of the first and second generations and also empiric models of premature detection of financial crises through the systems of economic indicators.

Протягом останніх сорока років фінансові кризи в десятках країн призвели до втрати близько 10—30 % національних фінансових активів. Тільки в 1975—1997 роках МВФ зареєстрував 158 валютних і 54 банківські кризи в більш ніж п'ятдесяти країнах світу¹. Останнім наразі епізодом фінансової дестабілізації є світова фінансова криза, що розпочалася на локальному американському іпотечному ринку у 2007-му та досі триває, вражаючи світову фінансову й банківську системи. Раніше, в 1990-х, фінансові кризи виникали в Європі (криза Європейської валютної системи 1992—1993 років), у Латинській Америці (мексиканська “текілова” криза 1994—1995 років, аргентинська криза 1999—2002 років) та в Азії (криза 1997—1998 років у Індонезії, Кореї, Малайзії, Філіппінах і Таїланді)².

На ринках, що розвиваються (формується, emerging markets), до яких за деякими класифікаціями зараховують і Україну, часові періоди, що відділяють кризи одну від одної, зазвичай становлять 5—10 років³. За таких умов необхідно розумітися

¹ Риски фінансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Фин. акад. при прав-ве РФ, 2008. — С. 6.

² IMF World Economic Outlook 1998 (Chapter IV. Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability). — Wash.: International Monetary Fund, 1998. — С. 74.

³ Standard and Poor's Extended Frontier Index 150, FTSE Global Equity Index Series Country Classification, MSCI Frontier Markets Indices: [Електр. ресурс] / Investopedia, Wikipedia. — <http://www.investopedia.com>, www.wikipedia.org.

на механізмах виникнення, розгортання й поширення фінансових криз, а головне — створити комплексну систему завчасного їх виявлення з допомогою індикаторів, що дасть змогу якщо не уникнути фінансової кризи, то принаймні пом'якшити її негативний вплив на національну економіку й фінансову систему.

Фінансові кризи: основні види й дефініції

Загалом поняття фінансової кризи в науковій літературі трактується неоднозначно, залежно від напрямку досліджень, характеру факторів кризи, що аналізується, тощо. Виділяють декілька типів фінансових криз, зокрема валютну, банківську, державного боргу, корпоративного боргу, фондову. Причому більшість авторів акцентують увагу саме на валютних кризах. Частково це можна пояснити тим, що вони часто збігаються за часом або виникають одразу за кризами інших типів. Якраз із цих міркувань Г. Камінські й К. Рейнхарт виділили поняття “подвійна криза” для характеристики кризових явищ одночасно у валютній і банківській сферах⁴, що, у свою чергу, сприяє утвердженню думки про первинність і центральність валютної кризи при розгортанні загальної фінансової кризи⁵.

Ми вважаємо за потрібне розглядати фінансові кризи на ринках, що розвиваються, насамперед із позицій *системного аналізу*: поряд із валютним сектором детальному розгляду має піддаватися сектор державного й корпоративного боргу, банківська сфера, фондовий ринок, фінансові інститути тощо. Адже хоча валютна криза зазвичай виступає в ролі певного кризового детонатора, що підриває рівновагу фінансової системи загалом, її причини часто криються поза межами валютного ринку. Далі ми детальніше зупинимося на основних класифікаціях і дефініціях фінансових криз, що представлені в сучасній науковій літературі.

Досить загальне поняття фінансової кризи дає Ф. Мішкін, який визначає її як порушення функціонування фінансових ринків, де проблеми несприятливого вибору й морального ризику серед інвесторів загострюються, що призводить до неможливості ефективного інвестування фінансових ресурсів у напрямку найефективніших інвестиційних можливостей. Як наслідок — фінансова криза може вивести економіку зі стану рівноваги навіть за високих обсягів виробництва й ефективного функціонування фінансових ринків, що призведе до різкого зниження темпів виробництва⁶.

Об'єктивнішою нам видається концепція фінансової кризи як *механізму реалізації системного ризику* — ризику втрат, пов'язаних із несприятливими змінами на ринку загалом, які можуть бути викликані ефектом доміно на фінансовому

⁴ Kaminsky G., Reinhart C. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems / Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Paper. — 1996. — № 544. — С. 7.

⁵ Bussiere M., Fratzscher M. Towards a new early warning system of financial crises // ECB Working Paper. — 2002. — № 145. — С. 9.

⁶ Mishkin F. Anatomy of a financial crisis // NBER Working Paper. — 1991. — № 3934. — С. 7.

ринку або кризою довіри серед інвесторів, що створює ситуацію загальної неліквідності⁷. Ефект доміно спостерігається на фінансовому ринку в разі, коли криза одного чи групи фінансових інститутів або компаній реального сектору, криза сегмента ринку чи системи розрахунків, наростаючи, передається іншим групам фінансових інститутів чи компаній реального сектору, іншим сегментам ринку й розрахунків, поступово охоплюючи дедалі більшу частину ринку. Проявом ефекту доміно на міжнародному рівні є перехід кризи фінансового ринку однієї країни (групи країн) на іншу країну (групу країн).

Таким чином, *системні ризики*, що виникають в одній ланці фінансового ринку (окремі кризи), згодом поширюються на інші його ланки, спричиняючи (в найгостріших ситуаціях) ефект доміно, колапс усієї фінансово-кредитної системи. До окремих криз належать валютні, фондові, ліквідності, боргові й банківські⁸.

Валютні кризи виникають у разі, коли спекулятивна атака на валюту закінчується її девальвацією або змушує монетарну владу захищати власну грошову одиницю за рахунок зниження золотовалютних резервів чи різкого підвищення процентних ставок⁹. Валютні кризи формують наростаючі кризові явища в інших сегментах фінансового ринку внаслідок різкої зміни курсу однієї валюти по відношенню до інших, що призводить до істотної зміни системи економічних інтересів у міжнародних і внутрішніх фінансах та економіці країн, які зазнали впливу валютної кризи, криз платіжного балансу¹⁰.

Фондові кризи виникають унаслідок шоків на ринку цінних паперів у вигляді масштабних падінь курсів цінних паперів, розривів ліквідності ринку, різкого підвищення процента, що зумовлює подальше розростання кризових явищ до повномасштабної фінансової кризи. Фондові кризи можуть бути пов'язані з “мильними бульбашками”, тобто спекулятивною грою на підвищення чи пониження, з рухом цін на фондові папери за межі ринкової вартості бізнесу, який вони виражають¹¹. Крім того, фондові кризи можуть спричинятися спекулятивними атаками на ринках базисних і похідних фінансових інструментів, втечею капіталу нерезидентів, дефолтами банків.

Кризи ліквідності — це неможливість здійснювати платежі у зв'язку з реалізацією ризику ліквідності, тобто неспроможності покрити поточні фінансові зобов'язання

⁷ Risk Management And Control Guidance For Securities Firms And Their Supervisors / IOSCO. — 1998. — С. 7.

⁸ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Фин. акад. при прав-ве РФ, 2008. — С. 8.

⁹ IMF World Economic Outlook 1998 (Chapter IV. Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability). — Wash.: International Monetary Fund, 1998. — С. 74.

¹⁰ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Фин. акад. при прав-ве РФ, 2008. — С. 8, 9.

¹¹ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Фин. акад. при прав-ве РФ, 2008. — С. 8.

через заморожування значної частини активів у неліквідній формі й неможливість перетворити їх на гроші. Цей ризик виникає внаслідок невідповідності строків виконання зобов'язань щодо повернення залучених коштів строкам перетворення активів на гроші. На макроекономічному рівні криза ліквідності проявляється в розладі платіжної системи, виникненні проблем із ліквідністю в банків, що забезпечують функціонування платіжної системи, гострій нестачі коштів для проведення розрахунків¹².

Боргові кризи виникають тоді, коли група крупних позичальників (наприклад країн, якщо йдеться про міжнародну боргову кризу, або великих комерційних чи інвестиційних банків) стають неспроможними платити за власними зобов'язаннями, що веде до збитків і, зрештою, до дефолту. Нові тенденції у процесах формування зовнішньої заборгованості спричинила глобалізація. Боргові кризи, які за останніх двадцять років почастішали, перетворилися на реальну загрозу фінансовій стабільності не лише окремих країн, а й цілих регіонів¹³.

Банківські кризи виникають тоді, коли накопичення проблемних активів у окремих банках та їх неплатоспроможність призводять до банківської паніки, масового вилучення вкладів, різкого скорочення міжбанківського кредитування та ін. Як наслідок — на тлі зростання недовіри можуть призупинитися платежі банками з наступною дестабілізацією платіжної системи й фінансових ринків.

Кожна з перелічених криз може виникнути на тлі порівняно стабільного стану інших сегментів сфери фінансів, грошей і кредиту та стати “пусковим механізмом”, що перетворить локальні кризові явища на масштабну фінансову кризу¹⁴. У такому разі можлива системна фінансова криза як прояв відчутних дисбалансів на фінансових ринках, котрі чинять значний негативний вплив на реальний сектор економіки. Така криза може включати в себе й валютну, проте остання не обов'язково може призводити до розгортання масштабної системної фінансової кризи¹⁵.

Досить активно дискутується питання аналізу фінансових криз крізь призму валютної нестабільності, хоча щодо визначення поняття валютної кризи серед науковців також немає одностайності. Наприклад, Дж. Френкель і А. Роуз визначають валютну кризу як явище, коли спостерігається більш ніж 25 % номінального знецінення національної валюти, що супроводжується зростанням темпів такого знецінення (порівняно із середнім рівнем за останніх п'ять років) на 10 відсоткових пунктів. Остання умова вводиться для того, щоб відкинути випадки високої

¹² Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Фин. акад. при прав-ве РФ, 2008. — С. 9.

¹³ Хейфец Б.А. Решение долговых проблем. Мировой опыт и российская действительность. — М.: ИКЦ “Академкнига”, 2002. — 367 с. — С. 3.

¹⁴ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Фин. акад. при прав-ве РФ, 2008. — С. 8.

¹⁵ IMF World Economic Outlook 1998 (Chapter IV. Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability). — Wash.: International Monetary Fund, 1998. — С 74.

інфляції, коли валюта знецінюється по відношенню до іноземної в номінальному, а не в реальному значенні¹⁶.

У свою чергу, Б. Ейхенгрин, А. Роуз і К. Виплош, Г. Камінські й К. Рейнхарт, а також Дж. Сакс, А. Торнел і А. Веласко є прибічниками альтернативного підходу до визначення валютних криз. Вони наполягають, що на спекулятивну атаку на національну валюту монетарна влада може відповідати зростанням облікової процентної ставки та/або продажем золотовалютних резервів. І лише в разі неефективності зазначених заходів, як крайній засіб, може застосовуватись девальвація національної грошової одиниці у вигляді переходу до плаваючого валютного курсу чи фіксації останнього на нижчому рівні¹⁷.

М. Монтес і В. Попов виділяють три типи валютної кризи: власне валютну (або кризу обмінного курсу) та складніші — боргові і внутрішньобанківські. Причому кризи двох останніх типів можуть самі спровокувати валютну.

Криза обмінного курсу може виникнути самостійно навіть за умов відсутності значного руху капіталу, наприклад у разі фіксації номінального курсу валюти центральним банком або спроби підтримувати його на певному рівні в умовах “брудного плавання”. Якщо фінансова політика держави істотно відрізняється від політик сусідніх держав, особливо ключових торговельних партнерів, можливе виникнення значного відхилення попиту і пропозиції іноземної валюти від рівноважного рівня. Наприклад, підвищення привабливості імпорту у країні порівняно з її торговельними партнерами може призвести до втрати експортом своїх позицій та виникнення ситуації, коли попит на іноземну валюту зростає швидше, ніж пропозиція. За таких умов можливості підтримувати фіксований курс обмежені розмірами валютних резервів центрального банку, яких зазвичай вистачає на декілька місяців для фінансування імпорту або на кілька днів для фінансування відтоку капіталу.

Другим типом валютної кризи є *боргова криза* міжнародних зобов’язань. Оскільки більшість кредитних взаємовідносин є тривалими в часі, боргові кризи виникають унаслідок певних змін у таких взаємовідносинах, наприклад через втрату впевненості у платоспроможності позичальника або небажання частини позичальників обслуговувати власні поточні зобов’язання. Науковці, між тим, виділяють два види валютних криз, спровокованих борговими: державного боргу та приватного (корпоративного) боргу.

Третім типом валютної кризи є *внутрішньобанківська криза*, яку називають такою, “що викликана внутрішнім кредитуванням”, та яка за своєю сутністю досить близька до валютної кризи приватного боргу. Її першопричиною є системні проблеми в банківській сфері, проте походження цього типу кризи на відміну від

¹⁶ Frankel J., Rose A. Currency crashes in emerging markets: empirical indicators // NBER Working Paper. — 1996. — № 5437.

¹⁷ Горюнова Н.П., Минакир П.А. Финансовые кризисы на развивающихся рынках / РАН, Ин-т экон. исслед. — М.: Наука, 2006. — 213 с. — С. 7.

попереднього є суто внутрішнім, і вона ніяк не залежить від стану взаємовідносин внутрішніх приватних позичальників і міжнародних кредиторів. Внутрішньобанківська криза виникає насамперед унаслідок “втечі” інвесторів із внутрішніх фінансових ринків через наявність інформації про проблеми в національній банківській системі й небажання зберігати кошти в банках цієї країни. За такої ситуації, якщо фінансові потоки є лібералізованими, активи виводяться за межі країни, що спровокує валютну кризу, а коли ступінь лібералізації фінансової системи невисокий — валютної кризи внаслідок кредитних проблем у банківській системі можна уникнути¹⁸.

Основні причини й типи валютних криз виділяє М. Фельдштейн. Згідно з його класифікацією, вона може виникнути внаслідок: 1) переоціненості національної валюти за умов фіксованого валютного курсу; 2) недостатнього обсягу золото-валютних резервів; 3) великої частки короткострокових валютних зобов'язань порівняно з обсягами золотовалютних резервів; 4) розбалансованості банківської системи та 5) великої частки деномінованих у доларах США боргів, що особливо стосується приватного сектору. Загалом М. Фельдштейн поділяє валютні кризи на ринках, що розвиваються, на чотири типи: 1) зовнішньоекономічні кризи; 2) кризи ліквідності; 3) кризи через ефект зараження; 4) кризи внаслідок банківських проблем¹⁹. При цьому він зазначає, що чотирма варіантами шляхи формування валютних криз не вичерпуються, адже можливі їх різноманітні комбінації.

Зовнішньоекономічна криза, або криза платіжного балансу, за своєю сутністю є, на думку М. Монтеса й В. Попова, кризою обмінного курсу. Кризи цього типу виникають унаслідок змін у платіжному балансі через погіршення умов торгівлі порівняно із ключовими торговельними партнерами, що врешті-решт призводить до девальвації. Механізм розгортання криз даного типу описується в науковій літературі з допомогою моделей валютних криз першого покоління, про які йтиметься далі.

Кризи ліквідності можуть виникати навіть тоді, коли країна є платоспроможною в тому сенсі, що здатна обслуговувати свої боргові зобов'язання за рахунок майбутніх експортних доходів, але її ліквідність тимчасово порушена. М. Монтес і В. Попов кризи цього типу ще називають *борговими*, перебіг яких залежить від настрою й переконань інвесторів. Песимістичні очікування інвесторів у такій ситуації можуть спричинити дострокове виведення капіталу із країни, падіння обсягів золотовалютних резервів, дефолт за борговими зобов'язаннями країни та/або девальвацію національної валюти. Механізм формування й розвитку криз даного типу описується теоретичними моделями ліквідності²⁰.

¹⁸ Montes M., Popov V. The Asian crisis turns global / Institute of Southeast Asian Studies. — 1999. — С. 7—15.

¹⁹ Feldstein M. Economic and financial crises in emerging market economies: overview of prevention and management // NBER Working Paper. — 2002. — № 8837. — С. 13—18.

²⁰ Montes M., Popov V. Зазнач. праця. — С. 7—15.

Кризи через ефект зараження виникали чи не найчастіше протягом останньої хвилі криз, які вразили країни, що розвиваються, в 1990-х роках. Фінансова криза перекидається з однієї країни на іншу, причому необов'язково на ту, що має з нею тісні економічні зв'язки. Коливання валютного курсу можуть виникати як реакція на поширення серед учасників ринку нової інформації або внаслідок змін у поведінці інвесторів. Валютні кризи на ринках, що розвиваються, можуть бути спровоковані ефектом зараження або перебудовою інвесторами з розвинутих країн своїх портфелів активів. Цей тип криз описується моделями асиметрії інформації.

Коли валютна криза стає наслідком банківської, її зараховують до криз четвертого типу. Вкладники і кредитори банків, відчуваючи недовіру до банківської системи й центрального банку, можуть вивести свої кошти з банків для переведення коштів у іноземну валюту. Викликана цим паніка провокує спекулятивну атаку на національну грошову одиницю²¹.

Останнім часом валютні кризи дедалі частіше супроводжуються банківськими. Саме тому Г. Камінські й К. Рейнхарт при дослідженні фінансових криз наполягають на використанні терміна “подвійні кризи” як результату тісного переплетення банківських і валютних криз у країнах, що розвиваються. Справді, якщо в 1970-х роках із 26-ти валютних криз лише 3 супроводжувалися системною дестабілізацією банківської системи, то вже в 1990-ті характер кризових явищ істотно змінився — практично кожна друга валютна криза збігалася з банківською (23 з 50-ти)²². Та попри це ми схильні розглядати даний феномен насамперед як окремий випадок розвитку фінансової кризи.

Повертаючись до визначення поняття банківської кризи, варто зауважити, що за своєю сутністю банки є фінансовими посередниками, велика частина зобов'язань яких формуються за рахунок короткострокових депозитів і коштів до запитання, а активи — за рахунок середньо- й довгострокових кредитів. Саме через подібний часовий розрив виникає ризик ліквідності, якщо зобов'язання банку за терміном виконання є “коротшими” порівняно з активами. Проте в сучасній теорії банківських криз істотна увага приділяється розмежуванню ситуації порушення стабільності в банківській сфері й повномасштабної системної кризи²³.

Г. Капріо й Д. Клінжебіел виділяють три основних типи ситуацій, які передують виникненню банківських криз:

- 1) проблеми в одного чи декількох банків без очевидних ознак системної банківської кризи;
- 2) прихована форма дестабілізації банківської системи;
- 3) системна банківська криза.

Системну банківську кризу неважко розпізнати: банківська паніка переростає в “набіги” вкладників, які забирають свої кошти з банків. Масовий характер

²¹ Горюнова Н.П., Минакир П.А. Знач. праця. — С. 8.

²² Kaminsky G., Reinhart C. Знач. праця. — С. 7.

²³ Горюнова Н.П., Минакир П.А. Знач. праця. — С. 9, 10.

подібних явищ може призвести до припинення видачі банками готівкових коштів клієнтам або примусити банки шукати інші варіанти виходу із кризової ситуації, наприклад звернутися до центрального банку як до кредитора останньої інстанції. Треба сказати, такі проблеми в банківській системі, як правило, виникають і поширюються дуже швидко. Свіжий український приклад — ситуація з Промінвест-банком восени 2008 року, коли панічні настрої вкладників спровокували масове вилучення депозитів із банківської системи.

Найбільш згубним для економіки є приховане поступове зниження ефективності банківської системи, коли велика частина банків, маючи серйозні фінансові проблеми, продовжують “повноцінно” функціонувати. Таке явище характерне для перехідних економік і таких, що розвиваються: “набіги” вкладників явно і приховано стримуються через механізми страхування депозитів, що часто властиво банківським системам зі значною часткою державних банків. Подібні дисбаланси в банківській системі можуть спостерігатися протягом досить тривалого часу, що часто зумовлено неефективністю систем банківського регулювання й нагляду. Зрештою така ситуація може вилитися в повномасштабну фінансову кризу, коли вкладники засумніваються в дієвості державних гарантій і відмовлятимуться нести свої кошти в банки, а кредитні організації призупинятимуть кредитування реального сектору²⁴.

А. Деміргук-Кунт і Е. Детражіа пропонують власне бачення визначення банківської кризи. На їхню думку, важливо розрізняти ситуації загальної нестабільності й безпосередньо кризовий стан, а також локальні й системні кризи. У цьому розрізі розбалансованість банківської системи можна класифікувати як повномасштабну системну банківську кризу, якщо виконується хоча б одна з таких умов:

- 1) частка безнадійних кредитів у загальній сумі активів банківської системи перевищує 10 %;
- 2) витрати на проведення заходів із оздоровлення банківської сфери становлять понад 2 % ВВП;
- 3) проблеми в банківському секторі призвели до націоналізації значної кількості банків;
- 4) мали місце масові “набіги” вкладників, застосовувалися заходи надзвичайного характеру (заморожування депозитів, банківські канікули) або вводилися державні гарантії на депозитні рахунки.

Таким чином, якщо виконується одна або декілька з перелічених умов, проблеми сектору мають однозначно системний характер та повинні розглядатися як банківська криза. А якщо жодна з умов не виконується, то проблеми, найімовірніше, мають локальний характер та/або є неістотними. Згідно з даною класифі-

²⁴ Caprio G., Klingebiel D. Bank insolvency: bad luck, bad policy or bad banking? // World Bank Conference on Emerging Markets. — Washington, USA, Oct.15—16. — 1996. — P. 5.

кацією в період з 1980-го по 1994 рік можна виділити 31 дійсну банківську кризу з 546-ти фактів дестабілізації банківських систем. Причому у країнах, що розвиваються, було 23 банківських кризи, а в розвинутих — 8²⁵.

В.К. Шпрингель залежно від суб'єкта — власника основної частини боргу — виділяє кризи *латиноамериканського й азійського типів*. У першому випадку основним позичальником є держава, а розбалансування фінансової системи відбувається внаслідок підтримання державою протягом тривалого часу значного бюджетного дефіциту. Його фінансування з допомогою позик із зовнішніх ринків призводить не лише до зростання боргових платежів, а й до підвищення реального курсу національної валюти. У другому випадку (кризи азійського типу) головну роль у генерації кризи відіграє накопичення короткострокового боргу в іноземній валюті саме приватним сектором. Падіння зовнішнього попиту робить неможливим для позичальників обслуговування зовнішнього боргу; до того ж валютні кризи цього типу зазвичай супроводжуються потрясіннями в банківському секторі²⁶.

Теоретичні моделі виникнення фінансових криз

Перші праці, присвячені опису фінансових криз, з'явилися в науковій літературі вже на зламі 1970—1980-х років, коли кризові явища у світовій фінансовій системі стали регулярними. Теоретичні моделі зазвичай описують вплив окремих факторів на ситуацію на фінансових ринках, і тому їх спільним недоліком є відсутність універсального підходу. Криза розглядається як явище, викликане обмеженою кількістю факторів, унаслідок чого, як показують емпіричні дослідження, теоретичні моделі добре описують лише певне число кризових явищ. Проте модельний підхід має істотні переваги: моделі допомагають описати ключові параметри й найважливіші взаємозв'язки, завдяки чому можна не лише зрозуміти природу криз, а й сподіватися на їх передбачення й розробку політики протидії їм²⁷.

Спершу було розроблено теоретичні моделі валютних криз, які цілком відповідали умовам 1970—1980-х років. Вони дістали назву *моделей першого покоління* та описують валютну кризу як результат тривалої грошово-кредитної та/або бюджетної експансії. Зростання грошової маси й бюджетних видатків за умов фіксованого курсу призводить до погіршення торгового балансу й виснаження валютних резервів та, зрештою, до значної девальвації реального курсу національної валюти.

Модель П. Кругмана вважається канонічною моделлю першого покоління, де вихідною умовою є зростання внутрішнього кредиту в умовах фіксованого курсу національної валюти. За цією моделлю, країна втрачатиме власні золотовалютні

²⁵ Demirguc-Kunt A., Detragiache E. The determinants of banking crisis in developing and developed countries // IMF Staff Paper. — 1998. — № 45. — С. 90, 91.

²⁶ Шпрингель В.К. Механизмы формирования валютных кризисов на развивающихся рынках: Автореф. дисс. на соискание уч. ст. канд. экон. наук. — М., 2003. — С. 16.

²⁷ Горюнова Н.П., Минакир П.А. Зазнач. праця. — С. 11.

резерви при фіксованому курсі зі швидкістю, пропорційною нарощуванню внутрішніх зобов'язань, за умови незмінності інших макроекономічних показників: рівня процентних ставок, цін на світовому ринку, обмінного курсу тощо. Через виснаження золотовалютних резервів держава буде змушена відмовитися від підтримання фіксованого обмінного курсу валюти, що в результаті призведе або до впровадження плаваючого валютного курсу, або до фіксації курсу на новому, нижчому рівні²⁸.

Отже, чим вищою буде швидкість зростання внутрішнього боргу, тим швидше обвалиться фіксований курс і тим більшим буде прибуток учасників валютного ринку від проведення атаки на національну грошову одиницю. Причому девальвації можна уникнути, якщо помітно знизити темпи зростання внутрішнього кредиту або якщо держава отримає зовнішню фінансову допомогу. Недоліком моделі П. Кругмана є неможливість оцінити вплив процентної політики на ймовірність виникнення кризи. Припущення щодо обов'язковості умови непокритого процентного паритету заперечує ймовірність використання захисної процентної політики для уникнення кризи²⁹.

Р. Флуд і О. Жан розвинули модель П. Кругмана припущенням про те, що боргові зобов'язання розвинутих країн і тих, що розвиваються, не є абсолютними субститутами, та дійшли висновку: підвищення внутрішніх процентних ставок до моменту початку спекулятивної атаки на національну валюту, без будь-яких інших кроків, у жодному з випадків не дало належного захисного ефекту. Навпаки, підвищена процентна ставка збільшує вартість обслуговування внутрішнього боргу та придушує реальне виробництво. До того ж, коли внутрішній борг є значним відносно ВВП, збільшення процентної ставки може спонукати інвесторів переглянути оцінки надійності держави як позичальника, що може спровокувати відтік капіталу з фінансових ринків країни. У свою чергу, заява (з подальшим виконанням) про підвищення процентних ставок після атаки на валюту майже завжди є дієвим захистом³⁰.

Ряд авторів (Х. Бланко й П. Гарбер, Р. Камбі й С. Війнберген) із допомогою модифікованих моделей П. Кругмана показали, що в Мексиці в 1973—1983 роках і в Аргентині ймовірність перевищення тіньовим обмінним курсом національної грошової одиниці фіксованого владою дорівнювала 2—5 % у порівняно спокійні періоди та 20—30 % — у передкризові. Проте в пізніші періоди — під час девальвації національних валют країн Північної Європи в 1991—1992 роках і мексиканського песо в 1994—1995 роках (“текілова” криза) — наявні моделі не показали значних відхилень тіньового курсу від офіційного. Тобто моделі першого покоління,

²⁸ *Krugman P. A model of balance-of-payments crises // Journal of Money, Credit and Banking. — 1979. — Vol. 11. — Issue 3. — С. 312—324.*

²⁹ *Горюнова Н.П., Минакир П.А. Зазнач. праця. — С. 13.*

³⁰ *Flood R., Jeanne O. An interest rate defense of a fixed exchange rate? // IMF Working Paper. — 2000. — № 159. — С. 15.*

які адекватно описували кризи 1970—1980-х років, не спрацювали для кризових явищ 1990-х. Отже, розділені порівняно незначним періодом часу кризи 1970—1980-х і 1990-х років істотно різнилися за своєю природою й механізмами розгортання, що спонукало науковців до розробки теоретичних моделей для опису криз нового типу³¹.

Більш адекватними особливостям і умовам подвійних криз 1990-х стали *моделі другого покоління*, які поділяють на три основні групи:

- 1) моделі очікувань, що самосправджуються;
- 2) моделі ліквідності й “набігів” вкладників;
- 3) моделі асиметрії інформації³².

Моделі очікувань, що самосправджуються, уперше описані П. Массоном і М. Обстфельдом. Згідно з ними, зростання внутрішніх процентних ставок через очікування девальвації чи дефолту може зробити ці події ймовірнішими, деформуючи поведінку як внутрішніх економічних агентів, так і нерезидентів. Механізми реалізації подібного взаємозв'язку очікувань девальвації валюти й фактичної девальвації досить різноманітні. Зокрема, підвищення внутрішніх процентних ставок призводить до збільшення вартості обслуговування боргу, що зменшує можливості держави з обслуговування своїх зобов'язань та, найімовірніше, провокуватиме атаки на національну валюту. У моделях другого покоління рішення про девальвацію національної валюти є ендегенним, причому кількість макроекономічних показників, які погіршуються через очікування девальвації, збільшується, що підвищує ймовірність знецінення валюти.

Незалежно від ступеня покриття зобов'язань держави золотовалютними резервами перед інвесторами постає додатковий ризик того, що вона може відмовитися від підтримання фіксованого обмінного курсу, якщо виникне небезпека не досягти інших макроекономічних цілей. Відтак інвестори діятимуть відповідно до власних девальваційних очікувань. Наприклад, зростання останніх може призвести до збільшення інфляційних очікувань і вимог підвищення заробітної плати, що змусить державу вдатися до девальвації національної валюти з метою уникнення росту безробіття й падіння виробництва³³.

Загалом спекулятивні очікування гравців ринку пов'язані з гіпотетичними діями уряду у відповідь, які, у свою чергу, залежать від того, наскільки зміни цін (спричинені тими чи тими очікуваннями) впливатимуть на базові для уряду макроекономічні показники³⁴. Як засвідчили емпіричні дослідження, моделі очікувань, що самосправджуються, добре описують кризи європейської валютної системи

³¹ Горюнова Н.П., Минакир П.А. Знач. праця. — С. 14.

³² Masson P. Multiple equilibria, contagion and the emerging market crises // IMF Working Paper. — 1999. — № 164. — С. 5.

³³ Там само. — С. 5—6.

³⁴ Obstfeld M. The logic of currency crises // NBER Working Paper. — 1994. — № 4640. — С. 49.

початку 1990-х років. Утім, найчастіше при поясненні як валютних, так і банківських криз використовуються моделі ліквідності.

Моделі ліквідності й “набігів” вкладників показують, що дисбаланс між активами й пасивами держави та реального сектору чи банків за терміновістю може стати причиною фінансової паніки. Уперше аналіз такого взаємозв’язку був проведений у межах моделі Д. Даймонда й П. Дибвіга, що описувала ситуацію банківських банкрутств. Модель відображає класичну ситуацію розгортання кризи внаслідок недостатнього покриття вартості зобов’язань банку вартістю його активів. Погіршення якості активів банку в умовах відсутності страхування вкладів може спровокувати так звані “набіги” вкладників, котрі намагалися вилучити свої кошти з банку раніше, ніж буде оголошено про його банкрутство.

Згідно з моделлю Даймонда — Дибвіга, вилучення вкладів може стати самоздійснюваним процесом, а “набіги” вкладників — відбуватися навіть за відсутності фактичних даних про погіршення фінансового стану банку. Це зумовлено тим, що вкладники формують свою поведінку на основі дій інших вкладників, тобто вилучення ними вкладів провокуватиме інших робити те саме. Імовірність виникнення подібних процесів підвищує вразливість банківського сектору. Адже, коли інформація про вилучення вкладів із окремих банків поширюється, постає загроза банківської паніки. За таких обставин система страхування вкладів, відповідно до заданих у моделі умов, робить пролонгацію депозитів вигіднішою порівняно з їх вилученням³⁵.

У моделі М. Дулі принципи, розроблені для аналізу банківських криз, поширені на валютні кризи. Відповідно до неї, атака на національну валюту починається одразу після того, як сумарні зобов’язання держави перевищують її ліквідні активи. Для гравців ринку, що вкладали кошти в найліквідніші фінансові активи, “вихід” із паперів характеризується незначними транзакційними витратами. Відтак, зростання ймовірності девальвації валюти внаслідок погіршення стану економіки країни та/або зовнішніх факторів призводить до переоцінки дохідності вкладання коштів та миттєвого продажу активів у національній грошовій одиниці й переведення коштів у іноземну валюту³⁶.

Найбільш просту й поширену модель ліквідності в розрізі валютного ринку запропонували Д. Родрік і А. Веласко, які на підставі емпіричних досліджень протягом 1988—1998 років кризового досвіду 32-х країн, що розвиваються, довели, що кризу провокувало головним чином скорочення ліквідності. Причиною останнього науковці вважають значну частку короткострокової заборгованості різного характеру, та попереджають, що країни, короткострокові зобов’язання

³⁵ Горюнова Н.П., Минакир П.А. Значач. праця. — С. 17—18.

³⁶ Dooley M. A model of crisis in emerging markets // NBER Working Paper. — 1997. — № 6300. — С. 19—27.

яких перевищують обсяги резервів, мають утричі більше шансів зазнати раптового відтоку капіталу й відповідного тиску на національну валюту³⁷.

І. Гольдфajn і Р. Вальдес, у свою чергу, запропонували модель, згідно з якою основним фактором формування кризи є рух капіталу, при цьому вони наголошують на важливій ролі у формуванні ліквідності фінансових посередників. Це відбувається через трансформування посередниками “довжини” фінансових активів, що, у свою чергу, призводить до більшої активності капіталу й, відповідно, вищої ймовірності криз. Таким чином ілюструється циклічність руху капіталу: значний приплив капіталу у країну, криза, різка втеча капіталу. Модель показує: активність діяльності банків у ролі фінансових посередників зростає безпосередньо напередодні кризи, що посилює її негативні наслідки. Також автори моделі вказують на подвійний зв’язок між відтоком коштів із банків і валютними кризами. З одного боку, масові вилучення банківських вкладів підвищують попит на іноземну валюту, виснажуючи резерви і провокуючи девальвацію національної грошової одиниці; з другого — очікування девальвації знижує дохідність банківських депозитів, що робить вигіднішим дострокове вилучення коштів із банків, збільшуючи таким чином імовірність кризи банківської системи³⁸.

Загалом моделі ліквідності успішно пояснюють, чому у країнах, що мають приблизно рівні сукупну заборгованість і обсяг боргових процентних платежів, ризик виникнення валютної кризи не однаковий. Відповідно до цих моделей, ключовими факторами ризику є ступінь покриття боргових платежів доходами й резервами держави та стан банківської системи. Саме тому ці моделі широко використовувались для опису мексиканської кризи 1994—1995 років і азієської кризи 1997-го. Єдиним недоліком більшості моделей ліквідності, на який вказують Н. Горюнова й П. Мінакір, є припущення про миттєвий перехід зі стійкого стану у кризовий. Утім, як свідчить практика, кризова ситуація на валютному ринку зазвичай формується протягом певного часу: девальвації передують доволі тривалі періоди відтоку капіталу. Це передбачає, що економічні агенти відмовляються від попередньої моделі поведінки лише в тому разі, коли накопичать нову інформацію в необхідному обсязі, причому виведення коштів із фінансових ринків здійснюватиметься асинхронно³⁹.

Цей недолік відсутній у *моделях асиметрії інформації*, які дають можливість пояснити саму природу виникнення “набігів” вкладників. Такі моделі передбачають можливість ланцюгової поведінки інвесторів, тобто впливу рішення одного інвестора на поведінку інших, які приймають рішення пізніше. У результаті виникає *ефект стадної поведінки* (herd behavior), коли інвестор орієнтується не на

³⁷ Rodrik D., Velasco A. Short-term capital flows // NBER Working Paper. — 2000. — № 7364. — С. 2.

³⁸ Goldfajn I., Valdes R. Capital flows and the twin crises: The role of liquidity // IMF Working Paper. — 1997. — № 87. — С. 3.

³⁹ Горюнова Н.П., Минакір П.А. Зазнач. праця. — С. 22.

приватну інформацію, яку має, а на дії інших учасників ринку. Така поведінка інвесторів призводить до концентрації покупок і продажів активів в певному секторі фінансового ринку, що сприяє зростанню волатильності ринку й відриву цін від фундаментальних значень⁴⁰.

Перші моделі стадної поведінки (наприклад, Банерджи, Бікчандані, Капліна й Лехи, Лі, Чарі й Кехо) були покликані пояснити, як стадна поведінка інвесторів може бути раціональною. Якщо кожен окремий інвестор має певну приватну інформацію та, припустімо, не може достовірно нею ділитися з іншими, тоді спостереження за діями інших інвесторів дає змогу передбачати, яка інформація є в них, та свідомо їх імітувати. Залежно від черговості отриманих “сигналів” рівноважна ціна на певний актив може істотно коливатися, причому новий песимістичний сигнал здатний спричинити “каскад”, чи “лавину”, продажів певного активу (каскадний ефект) і значну зміну його ціни⁴¹.

Стадну поведінку інвесторів у періоди фінансових криз підтверджують також численні емпіричні дослідження. Зокрема, В. Кім і С.Дж. Вей показали, що ефект стадної поведінки й позитивного зворотного зв'язку в торгівлі на корейському фондовому ринку призвели до концентрації покупок і продажів акцій у часі й за секторами⁴². Аналогічні дослідження Дж. Кальво й Е. Мендози підтвердили розгортання каскадного ефекту на мексиканському фондовому ринку в 1994—1995 роках, а ймовірність стадної поведінки вони назвали невідворотною особливістю сучасного глобального ринку капіталів. Ці самі дослідження показали, що каскадний ефект може виникати не лише на національному, а й на міжнародних фінансових ринках. Адже при зростанні обсягів інвестицій у країни, що розвиваються, увага інвесторів переключається з економічних показників країн на регіональні⁴³.

Можливим поясненням стадної поведінки, на думку Н. Горюнової й П. Мінакіра, є те, що при одночасному інвестуванні на кількох ринках інвестори надають перевагу групуванню й аналізу інформації в межах певних кластерів, оскільки аналітична робота по кожній окремій країні (ринку) стає занадто складною⁴⁴. Саме міжкраїнне групування інформації й, відповідно, інвестиційних рішень є основою для перенесення кризи з однієї країни в іншу в межах виділених інвестиційних кластерів. Асиметрія інформації може стати однією із причин виникнення ефекту зараження — перенесення кризи з країни у країну. Причому, як зазначають Н. Горюнова й П. Мінакір, для поширення кризи зовсім не обов'язкова

⁴⁰ Горюнова Н.П., Минакір П.А. Зазнач. праця. — С. 18—23.

⁴¹ Masson P. Зазнач. праця. — С. 7.

⁴² Kim W., Wei S.-J. Offshore investment funds: monsters in emerging markets? // NBER Working Paper. — 1999. — № 7133. — С. 8—13.

⁴³ Calvo G.A., Mendoza E. Mexico's balance-of-payment crisis: A chronicle of death foretold / Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Paper. — 1996. — № 545. — С. 24—25.

⁴⁴ Горюнова Н.П., Минакір П.А. Зазнач. праця. — С. 24—25.

наявність між країнами тісних торгових і фінансових зв'язків. Коли існують такі зв'язки, девальвація призводитиме до витіснення вітчизняними товарами імпор-тних, впливаючи на експортні позиції країн-партнерів. Крім того, якщо держави конкурують на одному й тому ж зовнішньому ринку, то девальвація валюти од-нієї із країн спричинить підвищення конкурентоспроможності її товарів, вплива-ючи таким чином на експортний потенціал і валютні доходи інших держав⁴⁵.

Виникнення кризи в одній країні може генерувати нову інформацію про фі-нансовий і економічний стан іншої, змушуючи інвесторів зменшувати вкладення на її фінансовому ринку. І для цього державам необов'язково мати подібну струк-туру економіки, що за логікою передбачало б аналогічні відповіді на схожі зовніш-ні шоки. Унаслідок браку інформації процес виведення коштів може зачепити кра-їни з порівняно благополучним станом економіки. Прикладом такої поведінки інвесторів є азійська криза 1997 року, коли удару зазнали також тайванський, сін-гапурський і гонконгський долари — валюти країн, що мали на момент кризи ви-сокі показники економічного зростання, значні золотовалютні резерви й потужні зовнішньоекономічні позиції⁴⁶.

Зрештою, внаслідок посилення глобалізаційних зв'язків у сфері фінансових і ва-лютних ринків практично кожна фінансова криза 1990-х характеризувалась ефектом зараження. Так, С. Кальво й К. Рейнхарт показали, що взаємозв'язок фондових ін-дексів латиноамериканських країн помітно посилювався після мексиканської фінан-сової кризи у грудні 1994-го. Науковці також вказують на “регіональний” аспект у поведінці інвесторів: хоча кореляція фондових індексів як у Латинській Америці, так і в Азії після мексиканської кризи істотно зросла, регіональні особливості залиши-лись⁴⁷. Отже, зараження є більше регіональним процесом, аніж глобальним.

Слід зазначити, що придатність описаних теоретичних моделей до адекват-ного пояснення лише певної частини з відомих криз свідчить як про відсутність універсальних теоретичних моделей, так і про існування великої кількості відмін-ностей між кризами з точки зору їх формування й розвитку. Втім, у науковій лі-тературі одночасно проводились активні емпіричні дослідження щодо виявлення факторів фінансових криз та їх основних індикаторів⁴⁸.

Емпіричний підхід: основні індикатори фінансових криз

Передбачення фінансової кризи з допомогою системи економічних індика-торів дає змогу якщо не уникнути її, то принаймні підготуватися до неї та пом'як-шити негативні наслідки для економіки й фінансових ринків. Із цією метою ак-тивно використовувалися економетричні методи. Використовують три різних

⁴⁵ Горюнова Н.П., Минакир П.А. Зазнач. праця. — С. 25.

⁴⁶ Горюнова Н.П., Минакир П.А. Зазнач. праця. — С. 24—25.

⁴⁷ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. — М.: Фин. акад. при прав-ве РФ, 2008. — С. 11.

⁴⁸ Calvo G.A., Mendoza E. Зазнач. праця. — С. 16.

підходи до виявлення ознак назрівання фінансової кризи: 1) метод найменших квадратів; 2) імовірнісний метод; 3) метод сигналів.

Метод найменших квадратів базується на доведенні, що ризик виникнення фінансової кризи зростає при зниженні рівня покриття золотовалютними резервами грошової маси (M2), переоціненості національної грошової одиниці в реальному вираженні та нарощуванні заборгованості приватного сектору в попередні роки⁴⁹.

Імовірнісний підхід для опису основних індикаторів фінансових криз використовували у своїх працях А. Деміргук-Кунт і Е. Детражіа, Д. Харді й К. Пазарбасіоглу. Цей метод дає змогу оцінити вплив кожного окремого фактора на розвиток кризового явища, що допомогло статистично довести відмінність природи криз 1970—1980-х і 1990-х років. Науковці визначають ряд макроекономічних і фінансових показників, які є основними кризовими індикаторами, формуючи систему попередження криз на основі як міжнародних даних, так і внутрішніх показників країни⁵⁰.

Метод сигналів, запропонований групою авторів — Г. Камінські, С. Лізондо й К. Рейнхартом, став найпоширенішим при ідентифікації факторів кризи. Автори цього методу виявили цілу низку індикаторів фінансових криз на прикладі досвіду п'яти розвинутих країн і п'ятнадцяти, що розвиваються, в період із 1970-го по 1995 рік, що дало змогу проаналізувати ранні етапи 76-ти валютних і 26-ти банківських криз. Було зроблено припущення, що існує й може бути відібраний кінцевий ряд змінних, котрі надсилають сигнал у разі, якщо їх значення перевищує критичний поріг. При цьому значення індикаторів розглядаються в абсолютному вираженні, оскільки значення деяких змінних істотно зменшується перед настанням кризи, тоді як інших, навпаки, може помітно зростати. Названі автори визначили і ступінь попередження індикаторами настання кризи (табл.). Дослідження показали, що всі індикатори вказують на наближення фінансової кризи приблизно за 1—1,5 року до її початку. І хоча надходження першого сигналу не означає, що він і далі виникатиме, є підстави говорити про створення певної системи раннього попередження, оскільки така поведінка індикаторів все одно свідчить про наближення фінансової кризи⁵¹.

Ще однією кореляцією, що дає змогу виявити наближення фінансової кризи, є пряма залежність між припливом капіталу на ринки, що розвиваються, внаслідок фінансової лібералізації та збільшенням обсягу кредитів відносно ВВП

⁴⁹ Шпрингель В.К. Механизмы формирования валютных кризисов на развивающихся рынках: Автореф. дисс. на соискание уч. ст. канд. экон. наук. — М., 2003. — С. 6—9.

⁵⁰ Demirguc-Kunt A., Detragiache E. Зазнач. праця. — С. 103; Hardy D., Pazarbasioglu C. Leading indicators of banking crises: Was Asia different? // IMF Working Paper. — 1998. — № 91. — С. 25.

⁵¹ Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading indicators of currency crises // IMF Staff Paper. — 1998. — № 45. — С. 15—22.

Таблиця. Попередження індикаторами про наближення фінансової кризи

| Індикатор | Залишок часу до кризи після появи першого сигналу, місяців |
|---|---|
| Банківська нестабільність | 19 |
| Переоціненість національної валюти | 17 |
| Підвищення процентних ставок | 17 |
| Зростання обсягів імпорту | 16 |
| Зниження обсягів випуску продукції | 16 |
| Відтік коштів вкладників із банків | 15 |
| Зменшення обсягів експорту | 15 |
| Погіршення умов торгівлі | 15 |
| Зниження золотовалютних резервів | 15 |
| Падіння фондового ринку | 14 |
| Зміна диференціала внутрішніх і зовнішніх процентних ставок | 14 |
| Низьке покриття резервами короткострокових зобов'язань (М2/резерви) | 13 |
| Зміна спреду депозитних і кредитних процентних ставок | 13 |
| Великий внутрішній кредит (щодо ВВП) | 12 |

Джерело: Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading indicators of currency crises // IMF Staff Paper. — 1998. — № 45. — С. 22.

(кредити/ВВП). У разі зростання протягом нетривалого часу кредитного портфеля банків частка безнадійних кредитів істотно підвищується, що пояснюється впливом трьох факторів. По-перше, на ринках, що розвиваються, банки, з огляду на інформаційну непрозорість, мають обмежені можливості оцінки реальної платоспроможності позичальника, через що ефективність розміщення залучених банками іноземних коштів є недостатньо високою. По-друге, можливості регулюючих органів щодо моніторингу банківських установ часто є обмеженими. Крім того, інформаційна непрозорість реального сектору зумовлює концентрацію позик у афілійованих із банками структурах — підприємствах акціонерів, крупних клієнтів тощо. По-третє, висока вартість кредитних ресурсів призводить до виникнення ситуації несприятливого відбору, коли значна частина попиту формується компаніями, які явно не можуть розрахуватися за зобов'язаннями. Напругу в таких умовах великою мірою спричиняє посилення залежності стабільності банків від фінансового стану окремих позичальників через механізм ризику концентрації вкладень⁵².

А. Деміргук-Кунт і Е. Детражіа припустили, що між шоками, які негативно впливають на фінансовий стан позичальників, і формуванням системної банківської кризи існує прямий зв'язок. Причому банківські кризи найшвидше виникають при погіршенні макроекономічних показників, зокрема за умов зниження темпів зростання ВВП та збільшення темпів інфляції. Науковцями було доведено, що банківські системи з низьким рівнем капіталізації чутливіші до системних

⁵² Горюнова Н.П., Минакир П.А. Зазнач. праця. — С. 32.

банківських проблем, а криза платіжного балансу, як правило, позначається на стабільності банківської системи⁵³.

Д. Харді й К. Пазарбасіоглу в ролі ранніх індикаторів банківських криз розглядають високу волатильність темпів інфляції, падіння темпів зростання реального ВВП, збільшення кредитів приватному сектору, приплив іноземного капіталу, несприятливий шок на експортному ринку й різке падіння реального обмінного курсу⁵⁴.

Загалом аналіз розвитку криз у країнах, що розвиваються, засвідчує справедливість висновків цілої низки науковців про множинність факторів, що провокують фінансові кризи. Досить повний порівняльний аналіз системи факторів криз 1970—1980-х і 1990-х років на ринках, що розвиваються, подано у праці В.К. Шпрингеля. Причому для ефективного визначення факторів криз він наполягає на створенні специфічного для кожної країни набору фінансових, макроекономічних й інституційних змінних, що підлягають регулярному моніторингу та характеризують стан банківського сектору і стійкість валютного курсу. Також, на його думку, крім регіональних і країнних особливостей індикаторів варто враховувати те, що різні фактори впливають на стабільність фінансового ринку з неоднаковими лагами⁵⁵, через що одні фактори належать до поточних, а інші — до ранніх індикаторів фінансових криз.

Підсумовуючи викладене, зазначимо, що світовий фінансовий ринок протягом останніх десятиліть істотно змінився як за структурою, так і за роллю. Тому сьогодні світова фінансова система характеризується значною нестабільністю, що частково проявляється в різкому зростанні кількості фінансових криз протягом останніх сорока років. Глобалізація та збільшення масштабів руху капіталу між країнами призвели до зростання взаємозалежності національних економік і фінансових ринків, унаслідок чого потрясіння на фінансовому ринку однієї країни через різні механізми поширення криз швидко перекидаються на фінансові системи інших країн. Нинішня світова фінансово-економічна криза, поштовхом до якої стали проблеми на ринку іпотечного кредитування у США, — тому красномовне підтвердження.

Проте найбільшу небезпеку фінансова дестабілізація на світових ринках становить для фінансових ринків країн, що розвиваються. Масове спекулятивне чи панічне виведення капіталу з цих ринків здатне за досить короткий термін повністю зруйнувати фінансову систему цих країн, що може призвести до цілої низки структурних і макроекономічних проблем. Як свідчить світовий досвід, саме фактори, що так чи інакше пов'язані з рухом капіталу, відіграли негативну роль у

⁵³ Demircuc-Kunt A., Detragiache E. Зазнач. праця. — С. 104.

⁵⁴ Hardy D., Pazarbasioglu C. Зазнач. праця. — С. 25.

⁵⁵ Шпрингель В.К. Принципиальные подходы к созданию системы ранней идентификации финансовых кризисов: [Электр. ресурс] / Клуб банковских аналитиков. — <http://www.bankclub.ru>.

переважній більшості випадків загострення фінансової нестабільності та/або розгортання фінансових криз на ринках, що розвиваються. Ця обставина, у свою чергу, актуалізує наукові дослідження щодо з'ясування факторів фінансових криз та основних індикаторів їх наближення. Передбачення настання фінансової кризи з допомогою системи економічних індикаторів дає змогу якщо не уникнути її, то принаймні підготуватися до неї та пом'якшити негативні наслідки.

Узагальнення теоретичних і емпіричних підходів до аналізу фінансових криз показали, що хоча перші праці, присвячені опису фінансових криз, з'явилися в науковій літературі вже на зламі 1970—1980-х років, коли кризові явища у світовій фінансовій системі стали регулярними (моделі криз першого покоління), ці моделі не спрацювали для опису кризових явищ 1990-х, оскільки розділені порівняно незначним періодом часу кризи 1970—1980-х і 1990-х років істотно різнилися за своєю природою й механізмами розгортання, що спонукало науковців до розробки теоретичних моделей другого покоління. Придатність теоретичних моделей до адекватного пояснення лише певної частини відомих криз свідчить як про відсутність універсальної теоретичної моделі, так і про існування багатьох відмінностей між кризами з точки зору механізмів їх формування й розвитку.

Ми вважаємо за доцільне аналізувати фінансові кризи на ринках, що розвиваються, насамперед із позицій системного аналізу, тобто детально розглядаючи валютний ринок, сектор державного й корпоративного боргу, банківську сферу, фондовий ринок, фінансові інститути тощо, адже кризові явища, як переконливо доводить сучасний український досвід, є результатом системної взаємодії прорахунків у економічній політиці, структурних дисбалансів і неадекватної грошово-кредитної політики.

Слід наголосити, що жоден із існуючих теоретичних і емпіричних підходів до визначення факторів та індикаторів фінансових криз не може претендувати на універсальність. Саме тому, з огляду на економічну й фінансову ситуацію в конкретній країні, характер поширення шоків і реакції на них національної економічної системи, необхідно розробляти комплексну систему оцінки й управління фінансовими ризиками як на макро-, так і на мікрорівні з урахуванням особливостей економічної системи певної країни, що сприятиме прийняттю адекватних рішень у галузі економічної політики, спрямованих на забезпечення стабільності в усіх сегментах фінансового ринку. Особливо це стосується економіки України, фінансовий ринок якої ще тривалий час характеризуватиметься значними функціональними і структурними дисбалансами, що, у свою чергу, актуалізує подальші наукові дослідження в цій сфері, зокрема вивчення теоретичних і прикладних аспектів фінансових криз, оскільки наукова розробка проблем її фінансової стабільності помітно відстає від практичних запитів.