

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
НАЦІОНАЛЬНИЙ АВІАЦІЙНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ФАКУЛЬТЕТ МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН  
КАФЕДРА МІЖНАРОДНИХ ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН І БІЗНЕСУ

ДОПУСТИТИ ДО ЗАХИСТУ  
Завідувач випускової кафедри  
\_\_\_\_\_ Л. М. Побоченко  
« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2022 р.

# КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

(ПОЯСНЮВАЛЬНА ЗАПИСКА)

ВИПУСКНИКА ОСВІТНЬОГО СТУПЕНЯ МАГІСТРА  
ЗА СПЕЦІАЛЬНІСТЮ 292 «МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ»  
ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНОЮ ПРОГРАМОЮ  
«МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ»

Тема: «Економічні фактори виникнення та механізми запобігання валютним кризам»

Виконавець: Майданюк Богдан , група МЕВ-203М

\_\_\_\_\_  
(підпис виконавця)

Керівник: к.е.н., доцент, доцент кафедри міжнародних  
економічних відносин і бізнесу ФМВ НАУ  
Соколова Зоя Сергіївна

\_\_\_\_\_  
(підпис керівника)

Нормоконтролер: Прокоп'єва Аліна Анатоліївна

\_\_\_\_\_  
(підпис нормоконтролера)

Київ – 2022

# НАЦІОНАЛЬНИЙ АВІАЦІЙНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Факультет міжнародних відносин

Кафедра міжнародних економічних відносин і бізнесу

спеціальність 292 «Міжнародні економічні відносини»

освітньо-професійна програма «Міжнародні економічні відносини»

ЗАТВЕРДЖУЮ  
Завідувач кафедри  
\_\_\_\_\_ Побоченко Л.М.  
«\_\_» \_\_\_\_\_ 2022 р.

## ЗАВДАННЯ

**на виконання кваліфікаційної роботи**

**Майданюка Богдана Олеговича**

1. Тема роботи «Економічні фактори виникнення та механізми запобігання валютним кризам» затверджена наказом ректора від «15» вересня 2022 р. № 1868/ст.
2. Термін виконання роботи: з 19 вересня 2022 року по 30 листопада 2022 року.
3. Вихідні дані до роботи: законодавчі та підзаконні нормативно-правові акти щодо регулювання прямих іноземних інвестицій в Україні, статистичні матеріали Міністерства фінансів України, Державної фіскальної служби України, Державної служби статистики України, матеріали й аналітичні звіти міжнародних компаній: Ernst&Young, KPMG, World Investment Report, BCG, щорічні звіти міжнародних організацій: Конференції ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД), Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР), Міжнародного валютного фонду (МВФ), Світової організації торгівлі (СОТ), Світового банку (СБ).
4. Зміст пояснювальної записки: поняття валютної кризи та її ознаки, дослідження причин валютних криз в світі, шляхи укріплення валютної системи України для покращення її здатності протистояти світовим валютним кризам.
5. Перелік обов'язкового ілюстративного матеріалу: у роботі розміщено 6 таблиць.
6. Презентація основних результатів кваліфікаційної роботи в електронному вигляді. Розроблена презентація в Microsoft Office Power Point, складає 19 слайдів.

## 7. Календарний план-графік

| № пор. | Завдання   | Термін виконання      | Відмітка про виконання |
|--------|--|-----------------------|------------------------|
| 1.     | Вивчити літературні джерела з предмету дослідження та написати заяву про затвердження теми кваліфікаційної роботи                    | 22.08.2022            | Виконано               |
| 2.     | Затвердити план дослідження та отримати завдання до виконання кваліфікаційної роботи   | 29.08.2022            | Виконано               |
| 3.     | Розкрити поняття валютної кризи та її ознаки   | 19.09.2022-02.10.2022 | Виконано               |
| 4.     | Оцінити причини валютних криз в світі  | 03.10.2022-16.10.2022 | Виконано               |
| 5.     | Визначити та обґрунтувати шляхи укріплення валютної системи України для покращення її здатності протистояти світовим валютним кризам | 17.10.2022-26.10.2022 | Виконано               |
| 6.     | Написати реферат, вступ, висновки та оформити список використаних джерел і додатки   | 27.10.2022-31.10.2022 | Виконано               |
| 7.     | Передати кваліфікаційну роботу для перевірки на плагіат  | 01.11.2022            | Виконано               |
| 8.     | Оформити кваліфікаційну роботу   | 02.11.2022-11.11.2022 | Виконано               |
| 9.     | Передати кваліфікаційну роботу рецензенту для рецензування (за 10 днів до захисту)   | 12.11.2022            | Виконано               |
| 10.    | Попередній захист кваліфікаційної роботи   | 14.11.2022            | Виконано               |
| 11.    | Передати кваліфікаційну роботу науковому керівникові для написання відгуку (за 7 днів до захисту)                                    | 15.11.2022            | Виконано               |

8. Дата видачі завдання: «29» серпня 2022 р.

Керівник кваліфікаційної роботи \_\_\_\_\_  
(підпис керівника)

Соколова З.С.  
(П.І.Б)

Завдання прийняв до виконання \_\_\_\_\_  
(підпис випускника)

Майданюк Б.О.  
(П.І.Б)

## РЕФЕРАТ

Пояснювальна записка до кваліфікаційної роботи «Економічні фактори виникнення та механізми запобігання валютним кризам»: 90 сторіно, 6 таблиць, 88 літературних джерел.

**Перелік ключових слів (словосполучень):** ВАЛЮТНА КРИЗА, КРИЗА ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ, БАНКІВСЬКА КРИЗА, ОБМІННИЙ КУРС, БАНКІВСЬКІ РЕЗЕРВИ, СИСТЕМА ПОПЕРЕДЖЕННЯ ПРО ВАЛЮТНІ КРИЗИ.

**Об'єкт дослідження:** процеси розвитку світових фінансових криз.

**Предмет дослідження:** теоретико-методичні засади та науково-практичні аспекти розвитку світових фінансових криз і формування систем їх попередження з метою мінімізації впливу фінансових шоків на розвиток світової та національної економік.

**Мета кваліфікаційної роботи:** є розвиток теоретичних основ дослідження причин і типології світових фінансових криз та удосконалення науково-методичних підходів щодо застосування систем раннього попередження фінансових криз.

**Методи дослідження:** загальні методи (аналіз, синтез, індукція, дедукція, класифікація), теоретичні методи (системний аналіз), економіко-статистичні, графічні та інші.

**Отримані результати та їх новизна:** в процесі дослідження було визначено теоретико-методичні засади та науково-практичні аспекти розвитку світових фінансових криз і формування систем їх попередження; систематизовано теоретичні моделі аналізу валютних криз; досліджено показники проявів валютних криз.

**Значущість виконаної роботи та висновки:** подальший аналіз і оцінка впливу валютних криз на економіки, можливість передбачення і раннього попередження про валютні кризи.

**Рекомендації щодо використання результатів:** матеріали кваліфікаційної роботи рекомендується використовувати для застосування при написанні звітів щодо валютних криз.

## ЗМІСТ

|  |    |
|--|----|
| ВСТУП.....   | 6  |
| РОЗДІЛ 1   |    |
| ПОНЯТТЯ ВАЛЮТНОЇ КРИЗИ ТА ЇЇ ОЗНАКИ.....   | 10 |
| 1.1 Сутність і форми прояву валютної кризи.....  | 10 |
| 1.2. Теоретичні моделі аналізу валютних криз.....  | 18 |
| 1.3. Показники проявів валютних криз.....  | 26 |
| РОЗДІЛ 2   |    |
| ДОСЛІДЖЕННЯ ПРИЧИН ВАЛЮТНИХ КРИЗ В СВІТІ.....  | 33 |
| 2.1. Фактори виникнення та канали поширення валютних криз.....   | 33 |
| 2.2. Особливості розгортання валютних криз в різних регіонах глобалізованого світу.....                        | 41 |
| 2.3. Досвід подолання негативних наслідків валютних криз в окремих країнах.....                                | 54 |
| РОЗДІЛ 3   |    |
| ШЛЯХИ УКРІПЛЕННЯ ВАЛЮТНОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ ДЛЯ ПОКРАЩЕННЯ ЇЇ ЗДАТНОСТІ ПРОТИСТОЯТИ СВІТОВИМ ВАЛЮНИМ КРИЗАМ..... | 66 |
| 3.1. Специфіка прояву валютних криз в Україні.....   | 66 |
| 3.2. Інструменти попереднього упередження впливу наслідків валютних криз в Україні.....                        | 76 |
| 3.3. Система заходів подолання проблем в Україні у випадку виникнення валютних криз.....                       | 81 |
| ВИСНОВКИ.....  | 87 |
| СПИСОК БІБЛІОГРАФІЧНИХ ПОСИЛАНЬ ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ..  | 91 |

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** Сучасна світова фінансова система є складним динамічним механізмом, стабільне функціонування якого є необхідною умовою розвитку як національних економік, так і світового господарства в цілому. Водночас, світова фінансова система може бути небезпечним джерелом виникнення шоків та потрясінь.

Історичний розвиток світового господарства зазнав впливу такого явища, як світові фінансові кризи. Вони еволюціонували та трансформувалися разом із розвитком світової економіки, процесів інтеграції та глобалізації. Постійний динамічний розвиток міжнародних економічних відносин обумовлює зростання швидкості розповсюдження та підвищення складності подолання наслідків фінансових криз. Вони перетинають кордони національних економік та набувають світових масштабів, виникають все частіше і набувають все більш руйнівних наслідків. Подальша фінансова глобалізація сприяє поширенню періодів світової фінансової нестабільності, що обумовлює необхідність їх постійного моніторингу, системного вивчення та аналізу. Своєчасне виявлення передкризових факторів та формування дієвого запобіжного інструментарію дозволить зменшити негативні наслідки світових фінансових криз.

Вагомий внесок до розвитку теорії світових фінансових криз зробили як вітчизняні, так і зарубіжні вчені-економісти, серед них: А. Бенерджи, М. Бордо, О. Барановський, В. Геєць, Ш. Геффернан, К. Кіндлебергер, І. Ларіонова, О. Мозговий, Д. Сакс, А. Шварц та інші. Питання дослідження шляхів зниження та подолання наслідків світових фінансових криз знайшли своє відображення у роботах П. Буряка, С. Вайна, В. Грищенко, О. Кузнецова, І. Лютого, Ю. Макогона, Т. Марени, С. Міщенко, М. Фрідмана та ін.

Наявність великої кількості наукових праць із зазначеної тематики свідчить про значний інтерес вчених-економістів до питань дослідження сутності, причин та механізмів прояву світових фінансових криз. Разом із тим, можливості створення

дієвих механізмів попередження фінансових криз як основи системи ефективного управління ними досі знаходяться на стадії вивчення. Усе вищезазначене обумовлює актуальність теми дослідження.

**Мета та задачі дослідження.** Метою дослідження є розвиток теоретичних основ дослідження причин і типології світових фінансових криз та удосконалення науково-методичних підходів щодо застосування систем раннього попередження фінансових криз.

Для досягнення даної мети в роботі було поставлено та вирішено наступні задачі:

- дослідити сутність та узагальнити причини виникнення світових фінансових криз;
- систематизувати теоретичні моделі аналізу валютних криз;
- дослідити показники проявів валютних криз;
- обґрунтувати фактори виникнення та канали поширення валютних криз;
- дослідити особливості розгортання валютних криз в різних регіонах глобалізованого світу;
- виявити досвід подолання негативних наслідків валютних криз в окремих країнах;
- проаналізувати специфіку прояву валютних криз в Україні;
- вивчити інструменти попереднього упередження впливу наслідків валютних криз в Україні;
- розглянути систему заходів подолання проблем в Україні у випадку виникнення валютних криз.

**Об'єктом дослідження** є процеси розвитку світових фінансових криз;

**Предметом дослідження** виступають теоретико-методичні засади та науково-практичні аспекти розвитку світових фінансових криз і формування систем їх попередження з метою мінімізації впливу фінансових шоків на розвиток світової та національної економік.

**Методи дослідження.** Теоретичною основою дослідження є фундаментальні положення сучасної економічної науки та міжнародної економіки, наукові праці

вітчизняних та зарубіжних вчених у сфері дослідження світових фінансових криз.

У процесі написання роботи використовувались загальнонаукові та спеціальні методи дослідження, а саме: методи індукції та дедукції, логічний метод (при визначенні сутнісних характеристик світових фінансових криз, дослідженні їх причин та типів); історичний метод, метод порівняльного аналізу (при дослідженні історичного досвіду розвитку світових фінансових криз); метод наукової абстракції, системний підхід (при обґрунтуванні основних індикаторів системи раннього попередження світових фінансових криз); структурно-функціональний метод, метод узагальнення (при розробці моделі контролю виникнення світових фінансових криз за макроекономічними індикаторами); методи аналізу та синтезу, статистичні методи, методи графічного, факторного аналізу та економіко-математичного моделювання (у процесі практичної апробації моделі контролю виникнення фінансових криз за макроекономічними індикаторами).

**Теоретичну основу роботи** склали економічні дослідження вітчизняних та зарубіжних учених. При написанні роботи використовувались матеріали законодавчі та підзаконні нормативно-правові акти щодо регулювання туристичного бізнесу в Україні та світі, статистичні матеріали Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, матеріали й аналітичні звіти міжнародних компаній: Ernst&Young, KPMG, World Investment Report, BCG, щорічні звіти міжнародних організацій: Всесвітня туристична організація (ЮНВТО), Конференції ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД), Світового банку (СБ).

**Апробація результатів дослідження.** Основні положення та висновки кваліфікаційного дослідження висвітлено у наукових публікаціях:

Майданюк Б. Моделі валютних криз / Б. Майданюк // ПОЛІТ. СУЧАСНІ ПРОБЛЕМИ НАУКИ. МІЖНАРОДНІ ВІДНОСИНИ: Тези доповідей XXII Міжнародної науково-практичної конференції здобувачів вищої освіти і молодих учених, Київ, 2022, Національний авіаційний університет / Редакційна колегія М.Луцький [та ін.]. – К.: НАУ, 2022. – С. 167-169. Науковий керівник – доц. Ричка М.А.



Майданюк Б.О. Система раннього попередження про валютні кризи в країнах, що розвиваються / Б.О. Майданюк // Національні економічні стратегії розвитку в глобальному середовищі: міжнар. наук.-практ. конф., 26 травня 2022 р.: тези доп. – К., 2022. – С. 40-42. Науковий керівник – Марина Ричка, к.е.н., доцент кафедри МЕВіБ

**Структура кваліфікаційної роботи.** Кваліфікаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків та списку бібліографічних посилань використаних джерел. В роботі розміщено 6 таблиць. Список бібліографічних посилань використаних джерел включає 88 найменування на шести сторінках.

# РОЗДІЛ 1

## ПОНЯТТЯ ВАЛЮТНОЇ КРИЗИ ТА ЇЇ ОЗНАКИ

### 1.1 Сутність і форми прояву валютної кризи

Існуюча термінологія, пов'язана з валютними кризами, не є точною і може створити певну плутанину. Це стосується не лише популярних політичних дискусій, а й аналітичних та теоретичних праць академічного характеру.

Будь-яка спроба прояснити має включати два етапи обговорення. По-перше, ми повинні відрізнити валютну кризу від більш загальної категорії фінансової кризи та деяких інших подібних понять, таких як криза платіжного балансу. Другий етап передбачає побудову чіткого операційного визначення валютної кризи, яке можна використовувати в емпіричних дослідженнях.

Поняття фінансова криза, здається, є найширшою, включаючи всі види нестабільності, пов'язані з монетарною та фінансовою системами. Загалом кажучи, це раптове зниження довіри до спроможності уряду/центрального банку та банківського сектору виконувати свої зобов'язання (на прийнятих умовах).

Історично фінансові кризи визначали двоєко. Вузьке визначення, пов'язане з монетаристською школою, пов'язувало фінансові кризи з банківською панікою [12]. Однак таке визначення видається занадто вузьким з точки зору існуючого спектру епізодів фінансової нестабільності. Те, що мають на увазі Фрідман і Шварц, краще назвати системними банківськими кризами, які розуміються як нездатність комерційних банків виконувати свої зобов'язання.

Друге, дуже загальне визначення системної фінансової кризи, викладене американськими вченими Мінським і Кіндлбергером [15], охоплювало широкі категорії криз, включаючи різке падіння цін на активи, банкрутство фінансових і нефінансових установ, дефляцію або дезінфляцію, збої в іноземній валюті, обмінні ринки або деякі комбінації вищезазначеного. Згідно з цим підходом, основна причина фінансової нестабільності полягає в розриві інформаційних потоків, що перешкоджає ефективному

функціонуванню фінансових ринків [3].

З іншого боку, визначення Мінського-Кіндлбергера виглядає надто загальним і, отже, не дуже корисним на практиці. Насправді воно охоплює дуже широкий набір різноманітних макро- та мікроекономічних збурень, включаючи регулярні циклічні процеси.

Будучи найширшою серед обговорюваних категорій (див. Табл. 1.1), фінансові кризи охоплюють інші більш вузькі визначення [3].

Банківська криза стосується фактичних або потенційних банківських набігів або банкрутства, які спонукають банки призупинити внутрішню конвертованість своїх зобов'язань або змушують грошово-кредитні органи втручатися, щоб запобігти цьому, надаючи допомогу у великих масштабах.

Криза державного боргу – це ситуація, за якої уряд не може обслуговувати свої зовнішні та/або внутрішні зобов'язання.

Криза платіжного балансу – це структурний дисбаланс між дефіцитом рахунку поточних операцій (поглинання) та рахунком операцій з капіталом і фінансами (джерела фінансування), який після вичерпання міжнародних резервів призводить до валютної кризи.

Таблиця 1.1

#### Типологія фінансових криз

|                 |   |
|-----------------|---|
| Фінансова криза | Банківська криза                        |
|                 | Криза державного боргу                  |
|                 | Криза платіжного балансу(Валютна криза) |

Примітка. Складено автором на основі джерела [3].

Нарешті, валютну кризу можна розуміти як раптове зниження довіри до окремої валюти<sup>5</sup>, що зазвичай призводить до спекулятивної атаки на неї.

Усі перераховані вище конкретні форми фінансової кризи дуже часто взаємопов'язані. Системна банківська криза може спровокувати спекулятивну атаку на національну валюту, як це сталося, наприклад, у Болгарії в 1996 році [4] і в

Туреччина у 2000–2001 рр. [5]. Дуже часто має місце й протилежна послідовність подій (Аргентина 1995 р.). Те саме стосується взаємозв'язків між кризою державного боргу та валютною кризою. Перше може спровокувати масовий відтік капіталу і, як наслідок, кризу платіжного балансу/валютної кризи (СНД 1997–1998 рр.). З іншого боку, суттєва девальвація/знецінення національної валюти призводить до збільшення внутрішньої вартості боргу, деномінованого в іноземній валюті, і може різко погіршити співвідношення боргу до ВВП. Таким чином, одна конкретна форма кризи може призвести до її переростання в повномасштабну фінансову кризу, що охопить весь фінансовий ринок.

Після обговорення загальних термінологічних питань спробуємо зробити визначення валютної кризи більш точним і оперативним [3]. На мою думку однією з можливостей є проведення суто експертної оцінки щодо того, чи якась конкретна країна зазнала валютної кризи [23]. Однак такий підхід ризикує бути не точним.

У загальноприйнятому та інтуїтивно зрозумілому розумінні валютна криза має призвести до значної девальвації/знецінення національної валюти. Однак виникає питання, наскільки суттєвою має бути зміна номінального обмінного курсу та протягом якого періоду її слід вимірювати.

Зокрема, відповіді на наведені вище запитання можуть виявитися складними у випадку режимів плаваючого (гнучкого) валютного курсу, коли очікується, що зміни номінального курсу, за визначенням, пристосуються до коливань попиту на національні гроші, який є нестабільним принаймні короткочасний термін.

Якщо країна дотримується фіксованої прив'язки, а тиск ринку змушує уряд і монетарні органи відмовитися від цієї прив'язки або змінити її, ситуація стає зрозумілішою [7].

Однак останнім часом все менше країн дотримуються такого роду жорстких режимів валютного курсу (окрім країн, які запровадили валютні ради або приєдналися до валютного союзу). Отже, дослідникам необхідно знайти якісь кількісні критерії, які б дозволяли ідентифікувати конкретні випадки валютних криз. Деякі вчені пропонують один із таких критеріїв, визначаючи «валютний крах» як номінальну девальвацію валюти щонайменше на 25% на рік, за умови, що це означає

збільшення ставки амортизації на 10% порівняно з попереднім роком[23].

Однак спекулятивні атаки на валюту не завжди є успішними, особливо у випадках домовленостей валютної ради (приклади Аргентини в 1995 році та Гонконгу в 1997 році). Якби нічого не змінилося в поведінці номінального обмінного курсу, можна було б зрештою стверджувати, що ці країни уникли кризи.

Однак захист обмінного курсу може коштувати дуже дорого через зменшення офіційних резервів (і внутрішньої грошової маси) і тимчасово вищих процентних ставок із відповідними негативними наслідками для виробництва та зайнятості. Тому виключати такі випадки з аналізу валютних криз було б невиправданим.

Вищесказане призводить до багатофакторного визначення цієї кризи, яке було сформульоване, серед інших, Родріком і Веласко, Буссьєром і Малдером, Таннером, Азізом, Карамачою і Сальгадо, Голдфайном і Вальдесом і ван Рейкегемом і Ведером [42].

Айхенгрін, Роуз та Виплош у своїй роботі «Спекулятивні атаки на фіксовані валютні курси: Емпіричне дослідження з особливим акцентом на європейську валютну систему.» [54] запропонували індекс тиску на валютному ринку(англ. exchange market pressure, далі ЕМР), який є середньозваженим значенням змін обмінного курсу, офіційних резервів і процентної ставки, виміряних відносно іноземної валюти.

Криза визначається досягненням ЕМР екстремального значення, тобто на коефіцієнт, помножений на стандартне відхилення над середнім значенням вибірки. Зважування в індексі ЕМР є результатом різної мінливості компонентів, і ваги різні для кожної країни. Вибіркове середнє та базове стандартне відхилення також можна диференціювати між країнами.

Намагаючись знайти точніші визначення, МВФ [8] ввів додаткове поняття валютних крахів, пов'язане з ситуацією, коли курсова складова індексу ЕМР становила більше 75% його загального значення.

Ми не будемо дотримуватись такої детальної специфікації в нашому аналізі, використовуючи операційне визначення валютних криз згідно з пропозицією Айхенгіна, Роуза та Виплоша [54].

Дотримуючись цієї концепції, Якуб'як [14] протестував 14 історичних епізодів, які експерти вважали валютними кризами, використовуючи окремі компоненти індексу ЕМР або подібні концепції вимірювання зниження довіри до певної валюти.

Загалом, у більшості розглянутих випадків Якуб'як виявив релевантність трьох основних критеріїв, запропонованих в індексі ЕМР Айхенгіна, Роуза та Виплоша [54], тобто втрата міжнародних резервів або серйозна номінальна девальвація плюс високі реальні процентні ставки.

Згідно з таблицею 1.2, центральні банки всіх країн, охоплених цим дослідженням, зазнали великих втрат своїх офіційних резервів. У чотирьох із чотирнадцяти проаналізованих випадків (Малайзія, Індонезія, Болгарія та Киргизька Республіка) вони втратили менше 20% своїх міжнародних резервів під час кризи. Малайзія та Болгарія зберегли режим плаваючого обмінного курсу на вирішальному етапі відповідних валют відбувалися кризи.

Однак запаси Малайзії знову погіршилися протягом наступного року після першого Болгарія пережила банківську кризу в 1996 році, під час якої її центральний банк вже серйозно виснажив свої іноземні резерви.

У випадку Індонезії, після плавного курсу рупії в серпні 1997 року, офіційні резерви продовжували падати, і найнижчий рівень був зафіксований у лютому 1998 року, що дало кумулятивне зниження на 24% порівняно з докризовим періодом.

На іншому кінці спектру Мексика, Аргентина, Україна та Бразилія втратили понад 40% своїх міжнародних резервів [31].

Окрім падіння резервів, усі країни, крім Аргентини, зазнали девальвації/девальвації своїх валют, іноді дуже значної. Лише в Чеській Республіці масштаби знецінення крони можна вважати скромними.

Що стосується третьої складової, згідно з індексом ЕМР [54], високі внутрішні процентні ставки були присутні в кожній з проаналізованих країн у моменти, коли їхні валюти зазнавали тиску (див. Табл. 1.3). Було також значне зростання після кризи або незадовго до неї, що свідчить про спроби центральних банків захистити валюту.

Тяжкість валютної кризи вимірюється втратою резервів і номінальною девальвацією національної валюти

| Країна               | Кризова дата       | Втрата резервів          |             | Номінальна амортизація по відношенню до доларів США |                      |
|----------------------|--------------------|--------------------------|-------------|---|----------------------|
|                      |                    | Резерви/М2 на дату кризи | у відсотках | на дату кризи                                       | 3 місяці після кризи |
| Мексика              | Грудень 1994 року  | 8,2%                     | 64,5%       | 54,6%   | 97,62%               |
| Аргентина            | Березень 1995 року | 18,3%                    | 41%         | 0,0%  | 0,0%                 |
| Болгарія             | лютий 1997 р       | 25,8%                    | 16,8%       | 100,98%   | 53,92%               |
| Чеська Республіка    | Травень 1997 року  | 29,6%                    | 23,0%       | 5,44%   | 9,00%                |
| Таїланд              | Липень 1997 року   | 23,3%                    | 23,0%       | 24,34%  | 54,01%               |
| Малайзія             | Липень 1997 року   | 23,2%                    | 18,4%       | 4,19%   | 35,85%               |
| Індонезія            | Серпень 1997 року  | 18,3%                    | 5,2%        | 16,78%  | 40,36%               |
| Корея                | Грудень 1997 року  | 17,0%                    | 33,2%       | 45,64%  | 18,83%               |
| Україна              | Вересень 1998 року | 25,2%                    | 58,1%       | 51,11%  | 52,31%               |
| Молдова              | Листопад 1998 року | 111,2%                   | 35,0%       | 55,41%  | 40,76%               |
| Киргизька Республіка | Листопад 1998 року | 87,96%                   | 18,7%       | 19,40%  | 25,35%               |
| Грузія               | Грудень 1998 року  | 59,9%                    | 24,5%       | 16,8%   | 43,51%               |
| Бразилія             | Січень 1999 року   | 24,2%                    | 53,5%       | 64,08%  | 37,40%               |

Примітка. Складено автором на основі джерела [8]

Однак відносна величина процентних ставок різна в різних країнах. Найвищі показники спостерігалися в Бразилії під час кризи 1999 року. Значне зростання також зафіксовано в Аргентині, Таїланді та Україні.

Раптове падіння попиту на гроші може бути ще одним показником втрати довіри до валюти під тиском ринку. Однак у вибірці Якуб'яка валютні кризи не проявлялися чітко через падіння попиту на гроші, вимірний як зміна рівня монетизації.

## Процентні ставки у період до та після кризи

| Місяць до/після кризи | Аргентина 1995 рік | Бразилія 1999 рік | Мексика 1994 | Молдова 1998р | Таїланд 1997 рік |
|-----------------------|--------------------|-------------------|--------------|---------------|------------------|
| м-6                   | 2.57               | 11.32             | 6.90         | 14.90         | 2.99             |
| м-5                   | 1.94               | 11.51             | 7,93         | 17.89         | 3.06             |
| м-4                   | 1.99               | 23.61             | 5.84         | 17.20         | 2.45             |
| м-3                   | 2.08               | 30.63             | 4.85         | 17.25         | 2.05             |
| м-2                   | 2.17               | 24.87             | 3.95         | 17.98         | 1.47             |
| м-1                   | 3.30               | 23.03             | 4.16         | 15.97         | 1.50             |
| КРИЗА                 | 11.65              | 29.84             | 4.53         | 23.22         | 3.21             |
| м+1                   | 11.36              | 37.97             | 11.59        | 26.49         | 1.47             |
| м+2                   | 8.40               | 35.60             | 12.08        | 26.73         | 1.15             |
| м+3                   | 4.29               | 26.91             | 23.68        | 25.20         | 0.72             |
| м+4                   | 4.07               | 19.79             | 23.35        | 24.61         | -0.04            |
| м+5                   | 3.31               | 15.77             | 8.45         | 21.18         | -0.22            |
| м+6                   | 3.86               | 15.25             | -1.44        | 24.53         | -1.03            |

Примітка. Складено автором на основі джерела [8]

Раптове падіння попиту на гроші може бути ще одним показником втрати довіри до валюти під тиском ринку. Однак у вибірці Якуб'яка валютні кризи не проявлялися чітко через падіння попиту на гроші, вимірний як зміна рівня монетизації (відношення широкої грошової маси до річного значення ВВП у поточних цінах – див. Табл. 1.4).

Було помітне падіння попиту на гроші в Болгарії в 1996–1997 роках, в Аргентині в 1995 році та в Чеській Республіці в 1997 році. Монетизація також була пригніченою протягом двох років після кризи в Болгарії та Чехії. Результати неоднозначні щодо Східної Азії в 1997–1998 роках і країн СНД у 1998 році, де в деяких випадках кризовий рік приніс навіть підвищення загального рівня монетизації [28].

Ці дещо дивовижні результати щодо змін попиту на гроші можуть виникати через проблеми вимірювання. По-перше, через брак даних про агрегати національної валюти Якуб'як використовував широкі грошові дані, які включали депозити в іноземній валюті. Суттєва девальвація зазвичай призводить до збільшення вартості валютних депозитів у національній валюті, таким чином штучно покращуючи співвідношення широкої грошової маси до ВВП. По-друге, було використано



відношення запасів широкої грошової маси до номінального ВВП на кінець року (наявність даних знову була підставою для такого представлення), що представляє кумулятивний потік за весь рік. Отже, якщо наприкінці року сталася криза, цей коефіцієнт може бути спотворений. По-третє, країни СНД загалом демонструють хронічно низький рівень монетизації (навіть до кризи), тому ми не могли очікувати значних коливань цього співвідношення.

Таблиця 1.4

Монетизація широких грошей у кризових країнах, 1992–1998 рр

| Країна               | 1992 рік | 1993 рік | 1994 рік | 1995 рік | 1996 рік | 1997 рік | 1998 рік |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Аргентина            | 11,2%    | 16,3%    | 19,4%    | 18,8%    | 21,1%    | 24,0%    | 27,5%    |
| Бразилія             | 20,9%    | 22%      | 25,1%    | 26,3%    | 25,7%    | 26,4%    | 29,9%    |
| Болгарія             |          |          | 61,9%    | 55,7%    | 42,8%    | 23,7%    | 26,7%    |
| Чехія.               |          | 61,1%    | 62,3%    | 68%      | 70,9%    | 65,6%    | 63,9%    |
| Грузія               |          |          |          |          | 5,8%     | 6,6%     | 7,6%     |
| Індонезія            | 38,3%    | 38,7%    | 40,4%    | 42,3%    | 46,1%    | 49,4%    | 53,4%    |
| Корея                | 35,7%    | 37,3%    | 36,8%    | 36,6%    | 38,4%    | 42,1%    | 50,7%    |
| Киргизька Республіка |          |          |          |          | 12,8%    | 11,9%    | 13,8%    |
| Малайзія             | 67,3%    | 73,7%    | 78,6%    | 77,8%    | 83,1%    | 88,5%    | 93,2%    |
| Мексика              | 22,7%    | 24,6%    | 25,7%    | 25,1%    | 23,7%    | 25,1%    | 24,6%    |
| Молдова              |          | 10%      | 11,4%    | 14%      | 17,6%    | 18,9%    |          |
| Таїланд              | 69,5%    | 71,8%    | 71,0%    | 72,2%    | 75,4%    | 85,9%    | 99,0%    |
| Україна              |          | 13,1%    | 12,1%    | 9,6%     | 9,4%     | 11,8%    | 13,1%    |

Примітка. Складено автором на основі джерела [9]

Загалом дослідження Якуб'яка демонструє, що найвідоміші нещодавні історичні епізоди валютних криз на ринках, що розвиваються, відповідають критеріям визначення, запропонованим Айхенгріном, Роузом та Виплошем. З іншого боку, перевірка їх за додатковими критеріями, такими як зміни в монетизації широких грошей, дає менш однозначні результати. Однак спроба зробити протилежне, тобто ідентифікувати епізоди валютних криз за допомогою індексу ЕМР, може дати оманливі результати, тобто вибрати «спокійні» періоди як кризи.

Сасін згадує компроміс, з яким стикаються дослідники, обираючи алгоритм відбору: чим більше «справжніх» криз він фіксує, тим більше «спокійних» періодів він помилково позначає як кризи.

Отже, будь-яке кількісне визначення валютної кризи не може слугувати інструментом автоматичного вибору. Завжди необхідна додаткова експертна оцінка (очевидно, з певною дозою довільності) [38].

## 1.2. Теоретичні моделі аналізу валютних криз

Можна виділити три покоління теоретичних моделей, які намагаються пояснити феномен валютних криз. Кожен з них розвинувся в результаті емпіричного досвіду наступних хвиль кризових епізодів. Моделі першого покоління були створені після кризи платіжного балансу в Мексиці, Аргентині та Чилі в 1970-х і на початку 1980-х років. Криза механізму обмінного курсу (англ. Exchange Rate Mechanism, далі ERM) 1992 р. та мексиканська криза 1994–1995 рр. стали стимулом для розробки моделей другого покоління. Нарешті, перші спроби створити моделі третього покоління почалися після азійської кризи 1997–1998 років [19].

Озираючись назад, модель платіжного балансу Манделла [36] була однією з перших спроб представити взаємозалежність між здатністю підтримувати валютну прив'язку та рівнем міжнародних резервів центрального банку. Проте, як згадувалося раніше, класична модель першого покоління була розроблена пізніше на основі емпіричного досвіду серії криз платіжного балансу в Латинській Америці в десятиліття 1970-х і на початку 1980-х років. Кругман [23] надав першу версію такої моделі, а Флуд і Гарбер пізніше спростили та розширили її [11].

Модель першого покоління стосується малої відкритої економіки, жителі якої мають досконале передбачення та споживають єдиний ринковий товар із фіксованою, екзогенно визначеною внутрішньою пропозицією. Приватних банків немає, а пропозиція грошей дорівнює сумі внутрішнього кредиту, виданого центральними банками, і вартості іноземної валюти в національній валюті.

Центральний банк реагує на будь-які зміни внутрішнього попиту на гроші шляхом купівлі або продажу міжнародних резервів. Отже, якщо внутрішня кредитна експансія (зазвичай спричинена монетизацією фіскального дефіциту) перевищує попит на фіксовані гроші, міжнародні резерви зменшуватимуться темпами кредитної

експансії, що призведе до їх остаточного виснаження.

Чим вищий початковий запас резервів і/або нижчий темп внутрішньої кредитної експансії, тим довше потрібно, перш ніж прив'язка обмінного курсу буде порушена і зруйнована. За відсутності спекуляцій обвал прив'язаних курсів валют відбувається після виснаження резервів. Чим більша початкова частка внутрішнього кредиту в грошовій масі, тим швидше відбудеться крах. Нарешті, чим вища еластичність попиту на гроші за процентною ставкою, тим раніше настане криза [10].

Центральний банк може захищати прив'язку обмінного курсу, доки не матиме резервів, а потім не має іншого вибору, окрім як дозволити обмінному курсу вільно плавати. Таким чином, раціональні агенти, які дотримуються експансіоністської грошово-кредитної політики, можуть очікувати, що зменшення резервів і, як наслідок, падіння прив'язки обмінного курсу в якийсь момент є неминучими, навіть без спекуляцій. Проте активні спекулянти, які працюють у конкурентному середовищі та намагаються уникнути втрат або отримати прибуток під час краху, призведуть до того, що криза почнеться до того, як резерви центрального банку вичерпаються. Обвал може статися, коли «тіньовий плаваючий курс» зрівняється з курсовою прив'язкою. Це рівноважний обмінний курс, який переважає після повного виснаження валютних резервів і вимушеної відмови від прив'язки.

Криза першого покоління виникає в результаті експансіоністської макроекономічної політики, несумісної з прив'язаним обмінним курсом. Спекулятивна атака на валюту спровокована загрозою виснаження міжнародних резервів центрального банку через надмірний фіскальний дефіцит, який монетизується монетарною владою. Міжнародні резерви в моделі Кругмана [16] відіграють роль вичерпного ресурсу в еквівалентній моделі Саланта та Хендерсона, розробленій для того, щоб поставити під сумнів ідею ради стабілізації цін на сировинні товари, запропоновану Хотеллінгом [38].

Базова модель першого покоління згодом була розширена в трьох основних напрямках. Перше стосується активної участі держави в управлінні кризою та стерилізації втрат резервів. Друга група модифікацій відмовляється від припущення щодо ідеально передбачених спекулятивних атак і вносить невизначеність. Нарешті,

третій напрямок пов'язаний з моделями цільової зони.

Перша модифікація стосується досвіду деяких валютних криз у 1990-х роках (Велика Британія, Мексика; пізніше також в Україні), коли негативний ефект грошової маси від втрати резервів був стерилізований, дозволяючи плавне зростання грошей протягом періоду атаки. Отже, у цій презентації пропозиція грошей, обмінний курс, рівень іноземних цін і рівень відсоткової ставки залишаються постійними під час атаки. Відмінність від канонічної моделі полягає в структурі грошової маси: під час впливу капіталу міжнародні резерви, що зменшуються, замінюються внутрішнім кредитом. Однак це лише прискорює час виснаження міжнародних резервів центрального банку, падіння прив'язки обмінного курсу та спекулятивну атаку на валюту. Прямий політичний висновок полягає в тому, що прив'язка обмінного курсу не може вижити, якщо влада планує стерилізувати втрати резервів, а спекулянти цього очікують [38]. За політики стерилізації та вільної мобільності капіталу валютна прив'язка виявляється нежиттєздатною незалежно від розміру міжнародних резервів.

Друга модифікація канонічної моделі усунула припущення про ідеально передбачені спекулятивні атаки. Учасники ринку ніколи не можуть бути впевнені, коли відбудеться атака і наскільки зміниться курс валют в результаті цього. Тому невизначеність стає вирішальним елементом у розрахунках спекулянтів.

Модель містить нелінійність у приватній поведінці, яка розкриває кілька рішень. Якщо агенти очікують більшої мінливості валюти в майбутньому, це впливає на внутрішню процентну ставку через непокрите відсоткове відношення і впливає на попит на гроші, роблячи обмінний курс більш мінливим. Таким чином, зміна очікувань змінює відповідну швидкість тіні для визначення того, чи є атака прибутковою, і змінює час атаки. Кризи все ще можуть бути наслідком непослідовності макроекономічної політики (канонічні моделі першого покоління), але вони також можуть виникати через самоздійснювані пророцтва щодо ризику валютного ринку, пов'язаного з деякими або всіма фундаментальними факторами. Існування нелінійності в приватній поведінці гарантує, що економіка може раптово перескочити з рівноваги без атаки до рівноваги атаки.

Третій вид модифікації виник із емпіричного спостереження, що в багатьох режимах прив'язки обмінного курсу обмінний курс все ще може коливатися в межах певного діапазону навколо офіційного паритету. Це піднімає питання про те, як обмінний курс поводить себе в межах діапазону. Кругман ініціював роботу над тим, що пізніше стали називати моделями цільової зони [16].

Ці моделі припускають, що органи владиповністю віддані підтриманню коридору та дотриманню політики фіксації грошової маси на рівні, який дозволяє утримувати обмінний курс у межах діапазону. Однак у процесі грошової маси виникають випадкові порушення. Припустімо, що таке випадкове збурення збільшує запас грошей. У системі гнучкого обмінного курсу обмінний курс знеціниться. У моделях цільової зони з сильною та надійною прихильністю влади спекулянти усвідомлюють, що майбутня грошова маса швидше зменшиться, ніж збільшиться. Як наслідок, обмінний курс також більш імовірно зросте, ніж знеціниться в майбутньому. Таким чином, спекулянти будуть готові продати іноземну валюту сьогодні (очікуючи нижчу ціну в майбутньому). Курс валют підвищиться.

Протилежний механізм працює для потрясінь, що зменшують грошову масу та чинять тиск зміцнення обмінного курсу. Підтримання обмінного курсу в межах діапазону вимагає від органів влади збільшення грошової маси в майбутньому, і обмінний курс швидше знеціниться, ніж підвищиться. В очікуванні цього факту спекулянти будуть готові продавати національну валюту (очікуючи нижчу ціну в майбутньому). Курс валют буде знецінюватися. У результаті можна зробити висновок, що спекуляція буде стабілізувати обмінний курс, а спекулянти замінять цілком надійних авторитетів у підтримці обмінного курсу в межах діапазону [73].

Якщо влада є менш достовірний, потрясіння грошової маси змусить спекулянтів сумніватися в його інтерпретації. Потрясіння може бути наслідком випадкових збурень, які в майбутньому будуть виправлені органами влади, або може бути результатом зміни політики. Останнє передбачає збільшення грошової маси (якщо обмінний курс зазнає девальваційного тиску через шок) і викликає сумніви щодо прихильності органів влади режиму цільової зони. Спекулянти можуть інтерпретувати ослаблення валюти як сигнал про майбутні проблеми з

фундаментальними показниками. У такому випадку вони будуть купувати іноземну валюту, а не продавати її. Тому спекуляція буде дестабілізуючим фактором.

За відсутності повної достовірності внутрішні процентні ставки повинні бути позитивно пов'язані зі змінами обмінного курсу в межах діапазону. Навпаки, якщо спекулянти стабілізують обмінний курс, умови відсоткового паритету вимагатимуть, щоб внутрішня відсоткова ставка була обернено пов'язана з обмінним курсом.

Дестабілізуючий вплив коливань обмінного курсу в межах діапазону часто спонукав органи влади до втручання у валютний ринок задовго до досягнення межі діапазону, обмежуючи мінливість обмінного курсу та звужуючи де-факто ширину діапазону. Таким чином, існування смуги не дає на практиці більшої гнучкості.

Моделі другого покоління були розроблені після спекулятивних атак проти ERM в Європі в 1992 році та мексиканського песо в 1994 році. Вони були спрямовані на серйозні недоліки моделей першого покоління. В останньому уряди та центральні банки діяли як лемінги: колись брали участь у політиці, несумісній із прив'язаними обмінними курсами, вони прямували до катастрофи виснаження резервів [59]. Насправді в урядів є більше варіантів: наприклад, вони можуть змінити свою політику, коли платіжний баланс погіршується, або девальвувати без попереднього виснаження резервів. Моделі другого покоління дозволяють урядам оптимізувати свої рішення. Функція збитків зазвичай залежить від обмінного курсу та змінних, що стосуються як фактичної амортизації, так і попередніх суспільних очікувань щодо амортизації.

Модель другого покоління, вперше запропонована Обстфельдом [53] і далі розвинена Обстфельдом [64], Веласко [35], Драценом [47] та багатьма іншими авторами, спирається на теорія ігор, точніше некооперативна гра з трьома гравцями: владою, що володіє обмеженим запасом резервів для захисту валютного режиму, і двома приватними гравцями. Розмір виділеного резервного запасу визначає виграш у грі двох гравців, у якій грають приватні агенти. Результат гри залежить від розміру міжнародних резервів, якими володіє влада. У першому випадку, що називається грою «Високий резерв», сума офіційних резервів є вищою, ніж сукупний запас внутрішніх грошей, які мають обидва трейдери. Навіть якщо обидва гравці продають

свої ресурси центральному банку, його резерви залишаються на достатньо високому рівні, щоб підтримувати прив'язку обмінного курсу, і спекулянти зазнають збитків. Прив'язка обмінного курсу витримає атаку [18].

У другому випадку, що називається грою «Низькі резерви» рівень резервів центрального банку настільки низький, що кожен гравець може лише прив'язати валюту. Треjder, якому вдається обміняти всі свої активи в національній валюті на іноземну валюту, отримує приріст капіталу (у національній валюті; альтернативно вона уникає втрати капіталу в іноземній валюті) за вирахуванням операційних витрат. Якщо обидва трейдери продадуть, кожен із них зможе отримати половину офіційних резервних акцій і розділити приріст капіталу. У цьому варіанті зриву прив'язки курсу не уникнути.

Найцікавішою є третя гра «Проміжний резерв», де жоден трейдер не може поодиночки вичерпати офіційні резерви, але обидва можуть це зробити, якщо вони скоординують спекулятивну атаку. Структура виграшу така, що будь-який гравець зазнає невдачі в індивідуальній атаці, зазнаючи програшу, тоді як другий гравець має нульовий виграш (ні виграшу, ні втрат). Але якщо обидва атакують, кожен реєструє виграш. Таким чином, існує дві рівноваги Неша: якщо обидва гравці продають валюту, прив'язка обмінного курсу має зруйнуватися, але якщо жоден гравець не вірить, що інший буде атакувати, прив'язка валюти збережеться [30]. Отже, проміжний фундаментальний стан (ілюстрований запасом міжнародних резервів центрального банку) робить кризу можливою, але не гарантованою.

У канонічній моделі фундаментальні основи або послідовніз валютним режимом чи ні. У Обстфельда те саме стосується екстремальних значень фундаментальних факторів, але існує також великий простір, у якому фундаментальні принципи не настільки сильні, щоб зробити успішну атаку неможливою, або настільки слабкі, щоб зробити її неминучою. У цьому випадку спекулянти можуть або не можуть координувати свої дії, щоб атакувати прив'язку [53].

Моделі кризи другого покоління потребують трьохелементи: причина для влади відмовитися від прив'язки обмінного курсу, причина захищати його та збільшення вартості захисту нинішнього режиму, коли його крах очікується або

відбувається сам собою.

Для того, щоб мати стимул атакувати режим валютного курсу, у вітчизняній економіці має бути щось незграбно закріплене. Аргументи на користь або проти збереження поточного (прив'язаного) режиму можуть бути різного характеру. Обстфельд засновував свій приклад на безробітті та готовності влади пом'якшити монетарну політику, яка не може бути реалізована доти, доки існує прихильність обмінного курсу.

Таким чином, логіка моделей другого покоління випливає з того факту, що захист паритету обмінного курсу може бути дорогим (через вищі відсоткові ставки), якщо ринок вважає, що це зрештою зазнає краху. Як наслідок, спекулятивна атака на валюту може розвинутися або в результаті прогнозованого майбутнього погіршення фундаментальних показників, або просто через самореалізоване пророцтво.

Спалах азіатських криз у 1997–1998 роках поставив перед теорією новий виклик. Зрозуміло, що ці кризи відрізнялися від тих, що пережили Латинську Америку протягом 1980-х років (кризи першого покоління) або кризи механізму обмінного курсу 1992 року (що стало приводом для створення моделей другого покоління). По-перше, в азіатських країнах не спостерігалось жодної з фундаментальних проблем, таких як високий фіскальний дефіцит, експансіоністська монетарна політика чи висока інфляція, характерні для моделей першого покоління. По-друге, влада цих країн не зіткнулася з різкими компромісами між політичними та економічними цілями, на чому базувалися моделі другого покоління. По-третє, перед валютною кризою всі азіатські країни пережили цикл бум-спад на своїх ринках активів. По-четверте, валютні кризи були лише частиною широкомасштабної фінансової кризи [40].

У теоретичній літературі після 1997 року домінували два основні підходи. Перший, представлений Маккінноном і Філом [18], а також Кругманом [57], моделював «синдром надмірних запозичень» і наголошував на ролі кредитування нерегульованими банками та фінансовими установами, керованого моральним ризиком [36]. Згідно з цією точкою зору, раціональний агент може розраховувати на державну операцію з порятунку будь-якого великого банку чи корпорації з хорошими



політичними зв'язками, якщо у них є проблеми з платоспроможністю. Це припущення має два види наслідків. Очікування майбутньої допомоги означає своєрідну приховану субсидію для інвестицій, таким чином стимулюючи цикл буму-спаду на ринку активів. Тому валютну сторону фінансової кризи можна розуміти як наслідок очікуваних фіскальних витрат на фінансову реструктуризацію та її часткову монетизацію. Загалом, цей підхід певною мірою посилався на моделі першого покоління, які підкреслювали ключову роль основ політики. Різниця полягала в тому, що в той час як канонічні та модифіковані моделі першого покоління зосереджувалися на фіскальних і монетарних факторах, що призвели до спекулятивних атак, згадана вище інтерпретація азіатських криз розширювала цей аналіз також на мікроекономічні вади.

Згідно з альтернативною точкою зору [63], самореалізований песимізм міжнародних кредиторів спричинив фінансову крихіть азіатських країн. Автори підкреслили, що хоча в азіатських економіках існували значні основні проблеми як на макроекономічному, так і на мікроекономічному рівнях, дисбаланси не були настільки серйозними, щоб спричинити фінансову кризу такого масштабу. Раделет і Сакс звинуватили сукупність ряду факторів, таких як паніка в міжнародному інвестиційному співтоваристві, політичні помилки в управлінні кризою та погано сплановані міжнародні програми порятунку, що спровокували повноцінну фінансову паніку, що призвела до валютних криз, втечі банків, масові банкрутства та політичні безлади. Чанг і Веласко запропонували подібний підхід, тобто таким чином, цей напрямок теоретичних зусиль віднесено до с.моделі другого покоління, що звертають увагу на множинні рівноваги та самореалізований характер спекулятивних атак. Аналіз стадної поведінки пішов у подібному напрямку. Перша теорія стадності підкреслює, що ефект переможця зумовлений припущення, що деякі інвестори мають особисту інформацію. Інші пояснення зосереджені на проблемі принципал-агент, тобто це агенти, а не принципали, які керують процесами інвестування грошей. Коли грошові менеджери отримують компенсацію на основі порівняння з іншими грошовими менеджерами, вони мають більше стимулів наслідувати інших (стадна поведінка), навіть якщо вони помиляються, а не приймати самостійні рішення.

Спираючись на цю дискусію, Кругман розробив модель третього покоління, зосереджуючись на мікроекономічних слабкостях (таких як моральний ризик і, як наслідок, надмірне запозичення), які можуть спровокувати, у світі високої мобільності капіталу, спекулятивні атаки проти існуючі режими валютного курсу. Ця модель намагається розглянути обидва фундаментальні фактори і помножити рівноваги в поведінці ринку [54].

Отже, історичний розвиток світової економіки зумовлює необхідність спостереження і глибокого аналізу процесів, що зумовлюють виникнення світових економічних криз. За допомогою такого аналізу, стає можливим виявлення характерних передкризових ознак та принципів відмінностей в структурі кризових явищ на різних стадіях розвитку світової господарської системи.

Як підсумок дослідження моделей економічних криз слід відзначити, що жодна з них не може претендувати на універсальність та довершеність, безпомилково передбачати виникнення криз та мінімізувати їх. З огляду на це, виникає необхідність продовження дослідження у цьому напрямку та розробки комплексної системи оцінки фінансових ризиків з врахуванням особливостей економічної системи певної країни, що сприятиме ранньому попередженні кризових ситуацій.

### **1.3. Показники проявів валютних криз**

Висока вартість валютних криз з точки зору реальних втрат виробництва спонукала до зусиль щодо їх прогнозування. Міжнародні фінансові установи та центральні банки намагалися розробити так звані системи раннього попередження (СРП) валютних криз з метою покращення моніторингу фінансових умов. Багато приватних інвестиційних банків також розробили такі моделі для покращення стратегій торгівлі іноземною валютою. Берг та ін., Гольдштейн та ін. Едісон та Берг, Боренштейн і Паттілло надають гарні огляди літератури з питань раннього попередження валютних криз [29].

Розробка систем попередження валютних криз вимагає декількох елементів:

- визначення кризи, яке було розглянуто в попередньому розділі;

- набір можливих пояснювальних змінних;
- статистична методологія для формування попереджень про кризові явища.

Теоретична та емпірична література визначила широкий спектр змінних, які потенційно можуть бути пов'язані з валютними кризами. Ці змінні включають макроекономічні та фінансові показники, такі як зростання грошової маси або внутрішнього кредиту, бюджетний дефіцит, дефіцит поточного рахунку, завищення реального обмінного курсу та зростання виробництва; а також змінні, які вимірюють вразливість країни до атак, такі як показники адекватності міжнародних резервів відносно можливих короткострокових зобов'язань іноземного та внутрішнього походження, потреби у зовнішньому фінансуванні та загальна надійність фінансового сектору. Інші можливі змінні включають показники ринкових очікувань або схильності інвесторів до ризику, такі як різниця в процентних ставках, а також вразливість до поширення кризових явищ в інших країнах. Торговельна та фінансова відкритість також може впливати на ймовірність валютної кризи [53].

Проста монетарна модель визначення валютного курсу, наприклад, передбачає, що зростання грошей, яке перевищує зростання грошей у валюті-якорі, спричиняє вищу інфляцію, що створює тиск на девальвацію національної валюти. Якщо країна походження протягом певного часу послідовно чинитиме опір девальвації, то остаточне падіння обмінного курсу може відбутися як великий дискретний рух у формі валютної кризи. Зростання кредитування також може означати можливий інфляційний тиск, а також зростання короткострокових зобов'язань банківської системи в національній валюті. Зростання короткострокового зовнішнього боргу означає більше навантаження на економіку в разі раптового припинення зовнішнього кредитування. Вищий рівень золотовалютних резервів означає більшу здатність реагувати на спекулятивні девальваційні атаки. Відношення M2 до резервів показує, якою мірою зобов'язання банківської системи забезпечені міжнародними резервами. У випадку валютної кризи вкладники банків можуть поспішати конвертувати свої активи в національній валюті в іноземну, тому цей показник відображає здатність центрального банку задовольнити ці вимоги та стабілізувати валюту [44].

Відношення зовнішнього боргу до золотовалютних резервів вимірює ризик того, що інвестори вирішили не пролонгувати борг суверенним або приватним внутрішнім позичальникам.

Очікується, що відносно значне завищення обмінного курсу пов'язане з підвищеною ймовірністю валютної кризи через негативний вплив на конкурентоспроможність. Неприятливі умови торгівлі через відносно вищі ціни на імпорт підривають купівельну спроможність населення та стримують внутрішню економічну активність. Зниження темпів зростання реального ВВП може свідчити про погіршення економічних умов та підірвати довіру інвесторів до інвестиційних можливостей в країні.

Після визначення набору корисних індикаторів необхідно об'єктивно об'єднати інформацію, що міститься в індикаторах, в єдине ціле. Три найпоширеніші підходи - це дослідження подій, метод сигналів та модель з обмеженою залежною змінною probit/logit [48].

Підхід, заснований на вивченні подій, досліджує поведінку окремих показників у період, що передує кризі. Для кожної змінної поведінка в передкризові періоди порівнюється з поведінкою в спокійні або некризові періоди. Рисунок 3 ілюструє поведінку окремих показників змінних під час валютних криз, використовуючи результати роботи Камінського та Рейнхарта [37] на основі даних для 20 країн з ринками, що формуються, за період 1970-1995 років. Протягом року перед валютними кризами реальний обмінний курс демонструє ознаки переоцінки, зміцнюючись відносно свого тренду порівняно зі спокійними періодами. Зростання реального обмінного курсу швидко змінюється девальвацією. Кризам у вибірці в середньому передує погіршення умов торгівлі. Погіршення умов торгівлі та переоцінка валюти відображаються у помітному сповільненні економічної активності та падінні виробництва напередодні кризи.

Подібно до підходу дослідження подій, індикаторний підхід також передбачає моніторинг ключових змінних на предмет виявлення ознак незвичної поведінки, що сигналізує про майбутню кризу. Однак, останній підхід передбачає визначення певного числового порогу, перевищення якого свідчить про майбутню кризу.

Наприклад, якщо для конкретної країни порогове значення відношення дефіциту поточного рахунку до ВВП становить 3 відсотки, то відношення вище 3% означатиме більшу ймовірність кризи. Коли подається попереджувальний сигнал, існує дві можливості:

- криза виникає, що означає, що поданий сигнал був точним;
- або криза не виникає, що означає, що поданий сигнал був хибним сигналом тривоги.

Коли попереджувальний сигнал не подається, також є дві можливості:

- криза виникає, що означає, що відсутність попереджувального сигналу була помилковою;
- або криза не виникає, а сигнал був правильним [42].

Визначення оптимального порогового рівня передбачає дотримання балансу між тим, щоб не передбачити кризу, яка насправді настала (помилка I типу), та передбачити кризу, яка насправді не настала (помилка II типу). З одного боку, якщо поріг встановлюється занадто низьким, то індикатор буде вловлювати всі кризи, але даватиме багато хибних сигналів (шумів). З іншого боку, якщо поріг є занадто жорстким, то індикатор ніколи не дасть хибного сигналу, але пропустить всі кризи. Таким чином, для кожної змінної обирається оптимальний поріг, який максимізує співвідношення сигнал/шум [67].

Вибір індикаторів, на яких слід зосередити відносно більше уваги, залежить від функції втрат особи, яка приймає рішення, та/або аналітика. Одним з критеріїв є ранжування корисності індикаторів у порядку зменшення їх співвідношення сигнал/шум. Так, наприклад, індикатор, який відображає в чотири рази більше хороших сигналів, ніж помилкових сигналів (шумів), буде вважатися кращим, ніж індикатор, який має співвідношення лише два хороших сигнали на один помилковий. З іншого боку, якщо хтось занепокоєний не стільки помилковими тривогами, скільки нездатністю передбачити кризу, можна зосередитись на індикаторах, які правильно передбачають високу частку фактичних криз. Таким чином, індикатор, який правильно прогнозує 50% фактичних криз, буде вважатися більш корисним, ніж індикатор, який правильно прогнозує лише 25% криз.

Едісон розглядає 19 різних змінних індикаторів, які аналізуються з щомісячною частотою, ранжуючи індикатори на основі критерію «сигнал-шум». Ці результати розраховані для її вибірки з 28 країн за період з січня 1970 року по квітень 1995 року. (Період вибірки скорочено у квітні 1995 року, щоб забезпечити достатньо велику кількість спостережень для оцінки прогностичних можливостей моделі для криз 1997-99 років). Необхідно звернути увагу на те, що реальний обмінний курс, виміряний як відхилення від тренду, є найкращим показником; його відношення сигнал/шум становить близько 4:1. Наступним найкращим показником є 12-місячна відсоткова зміна співвідношення короткострокового боргу до резервів, з співвідношенням 2,5:1, за яким слідує співвідношення M2/резерви [57]. Сигнальний підхід у його найпростішому застосуванні має певні недоліки. По-перше, оцінюючи кожен змінну окремо, він не враховує, як взаємопов'язаний набір умов може зробити економіку більш вразливою до кризи. У відповідь на це деякі дослідження об'єднують інформацію з різних змінних в єдиний прогноз шляхом обчислення зведеної ймовірності як зваженої суми кількості індикаторів, які є сигнальними, де кожен індикатор зважується за його надійністю в прогнозуванні криз. Другий недолік сигналізації підходу є те, що він ігнорує можливі кореляції між різними індикаторами. По-третє, він видає лише бінарні сигнали, тобто або індикатор перевищує свій поріг, що вказує на сигнал, або він нижче свого порогу, що вказує на відсутність сигналу про можливу кризу. Отже, не існує міри сили сигналу, яка могла б бути пов'язана із ступенем перевищення індикатором свого порогового значення.

Відкритість торгівлі є ще одним детермінантом, який, за загальним визнанням, відіграє певну роль у детермінації валютних криз. Деякі дослідження показують, що більша торговельна інтеграція зменшує фінансову вразливість країни та ймовірність валютної кризи, оскільки підвищує здатність та готовність обслуговувати зовнішні зобов'язання [17]. Більша частка експорту зменшує ймовірність різкого розвороту потоків капіталу, оскільки країна має більше можливостей обслуговувати свій борг, деномінований в іноземній валюті. Крім того, відкритість торгівлі слугує стимулом для виконання зовнішніх зобов'язань, оскільки робить країну більш вразливою до санкцій з боку кредиторів у випадку дефолту.

## Висновки до розділу 1

Висновки щодо впливу відкритості руху капіталу на валютні кризи є більш неоднозначними. Це важливе питання у світлі різкого зростання глобальної фінансової інтеграції, особливо між розвиненими країнами та країнами з ринками, що формуються, за останні три десятиліття. Фінансова інтеграція, що вимірюється як сума зовнішніх активів і зобов'язань країни по відношенню до ВВП, зростає більш ніж у шість разів з 1970 року. Посилення фінансової інтеграції, в свою чергу, викликало широку та активну дискусію серед науковців та політиків щодо ризиків для валютної стабільності. Нещодавні дослідження фінансової кризи 2008-09 років свідчать про те, що ринки, які розвиваються, з більшими загальними зовнішніми зобов'язаннями порівняно з розміром економіки, зазнали більшої девальвації обмінного курсу та втрат резервів. У зв'язку з цим постає питання доцільності та можливості обмеження обсягів і структури припливу та відтоку капіталу і, зокрема, ефективності запровадження законодавчих обмежень на транскордонні фінансові операції, одного з небагатьох інструментів впливу на потоки капіталу, що є в розпорядженні політиків, - контролю за рухом капіталу. На мою думку, різке зростання фінансової інтеграції супроводжувалося різким зменшенням де-юре обмежень на рух капіталу, хоча практично жодна економіка не скасувала повністю контроль за рухом капіталу, а в багатьох випадках він залишається суттєвим, причому чиновники часто підвищують інтенсивність контролю під час епізодів фінансових потрясінь. Однак, незважаючи на часте використання контролю за рухом капіталу як інструменту політики, не існує загального консенсусу щодо критичних питань стосовно його ефективності. Існуючі дослідження впливу контролю за рухом капіталу на потоки капіталу є відносно нечисленними, а їх результати часто неоднозначні; хоча існує низка досліджень по окремих країнах, існує відносно мало міжкраїнових досліджень на цю тему. Я вважаю, що зосередити увагу треба на впливі контролю за рухом капіталу на стабільність обмінного курсу та валютні кризи. Вони не знайшли доказів того, що контроль за рухом капіталу був ефективним у захисті країн від валютних криз, навіть якщо взяти до

уваги ймовірність того, що країни з відносно слабкими економічними основами та фінансовими системами більш схильні до запровадження контролю за рухом капіталу (і, отже, виникає питання подвійного причинно-наслідкового зв'язку між контролем за рухом капіталу та валютними кризами).



## РОЗДІЛ 2

### ДОСЛІДЖЕННЯ ПРИЧИН ВАЛЮТНИХ КРИЗ В СВІТІ

#### 2.1. Фактори виникнення та канали поширення валютних криз

Хоча різні валютні кризи в країнах, що розвиваються, залежать від конкретних обставин та еволюції, вони також зумовлені важливими загальними факторами. Деякі впливові детермінанти, які можуть спровокувати валютні атаки, розглядаються нижче.

Багато країн, що розвиваються, які страждають від економічних дисбалансів, таких як висока інфляція або бюджетний дефіцит, вирішили прив'язати свою валюту до резервної валюти в якості номінального якоря з метою стабілізації внутрішньої економіки. При фіксованому обмінному курсі країна має стимул дисциплінувати свою економічну політику, щоб не втратити занадто багато своїх валютних резервів. Зберігаючи прив'язку, країна базування може «успадкувати» стабільність від країни резервної валюти і завоювати довіру інвесторів. Особливо в країнах з економікою, що розвивається, які потребують значних обсягів іноземних кредитів для фінансування економічного зростання, стабільний обмінний курс є необхідною умовою для залучення значного притоку капіталу. Хоча здається, що валютні ризики усуваються шляхом запровадження прив'язки, небезпека валютної атаки посилюється в довгостроковій перспективі, враховуючи той факт, що капітал є дуже волатильним і схильним до песимістичних очікувань. В таких ситуаціях інвестори мають стимул обмінювати національну валюту на іноземну за певною ціною.

В умовах глобалізації фінансових ринків міжнародна мобільність капіталу надзвичайно зросла. Фінансова дерегуляція, усунення контролю за рухом капіталу, лібералізація місцевих ринків та широке використання похідних фінансових інструментів посилили конкуренцію. деривативів посилили конкуренцію у фінансовій індустрії та знизили транзакційні витрати. Технологічні вдосконалення

телекомунікаційних та комп'ютерних засобів призвело до створення широкомасштабної фінансової мережі.

Разом з розширенням торгівлі іноземними акціями на різних фондових біржах, це створило світовий ринок, що робить можливим здійснення фінансових операцій 24 години на добу по всьому світу. Країни, що розвиваються (особливо в Східній Азії) переживали високі темпи економічного зростання протягом тривалого періоду часу, чому сприяли низькі зарплати, кваліфікована робоча сила і привабливі інвестиційні можливості, особливо під час рецесії в індустріальних країнах у 1990-х роках. З метою залучення капіталу країни з перехідною економікою лібералізували свої фінансові сектори для полегшення доступу іноземних інвесторів. Оскільки ринки акцій та боргових зобов'язань в таких країнах недостатньо розвинені, приплив капіталу зазвичай відбувається у формі банківських кредитів. Відсутність ефективних інституцій та нагляду за банківською системою, а також відсутність обов'язкових правил управління ризиками та стандартів бухгалтерського обліку підвищують небезпеку фінансових труднощів [51].

Хоча прямі іноземні інвестиції (ПІІ) становили важливу частину імпорту капіталу, частка короткострокових притоків капіталу (портфельні інвестиції) з часом суттєво зростає. В умовах глобалізації фінансових ринків короткостроковий капітал став надзвичайно волатильним, швидко реагуючи на зміни в очікуваннях інвесторів. Використання короткострокового капіталу для фінансування довгострокових інвестицій збільшило ризик дефолту компаній і банків. І банків збільшило ризик дефолту.

Враховуючи прив'язку, значний приплив капіталу призвів до значного накопичення валютних резервів центральних банків та до збільшення грошової маси та внутрішнього кредитування хоча країни з ринками, що формуються, проводили стабілізаційну монетарну та фіскальну політику, щоб не наразитися на інфляцію. інфляції. Вітчизняні фірми та банки збільшили попит на кредити в іноземній валюті попит на кредити в іноземній валюті через те, що іноземні відсоткові ставки були нижчими, ніж внутрішні що іноземні відсоткові ставки були нижчими, ніж внутрішні і очікувалось, що уряд гарантуватиме прив'язку до валютного курсу. Ігноруючи

валютні ризики, процентна різниця виглядала надто високою. диференціал відсоткових ставок виглядав занадто високим. Накопичення короткострокового зовнішнього боргу короткострокового зовнішнього боргу могло спровокувати валютну кризу. Необхідність погашення зовнішнього боргу з настанням строку погашення та виплати відсотків за ним зовнішній борг, термін погашення якого настав, та сплата відсотків за ним спонукатиме вітчизняні фірми купувати іноземну валюту у центрального банку за встановленим курсом. Якщо виникають сумніви щодо збереження виникатимуть сумніви щодо збереження прив'язки, іноземні кредитори будуть неохоче пролонгувати свої кредити вітчизняним фірмам, і якщо вони коли-небудь вітчизняним фірмам, а якщо вони коли-небудь це зроблять, то лише за вищою ціною. Боржники побоюватимуться, що їх зовнішні зобов'язання різко зросте в національній валюті у випадку девальвації. випадку девальвації.

Надлишок ліквідності є стимулом для банків надавати дешеві кредити. Неявні державні гарантії (включаючи функцію центрального банку як кредитора останньої інстанції) призводять до морального ризику та несприятливого відбору. Надаючи кредити, банки отримують великі прибутки у випадку позитивних подій, тоді як у випадку негативних подій вони можуть покласти на суспільство великі втрати. Наприклад, у країнах Східної Азії вітчизняні банки та фірми значно збільшили свої ризики, що призвело до зростання кількості неефективних інвестицій. Широко розповсюджена корупція та кумівство посилили цю тенденцію. Надмірне інвестування призвело до того, що кредити «страждали», але банки їх не списували [52].

Іншим джерелом морального ризику була очікувана фінансова допомога, яку МВФ (разом з іншими організаціями та урядами) мав би запропонувати країнам, що переживають валютну кризу. Очікувана допомога спонукала приватних іноземних кредиторів погодитися на зростаюче накопичення боргів вітчизняними фірмами та банками. Для того, щоб зменшити моральний ризик, неявні гарантії повинні бути зменшені, в той час як приватних кредиторів слід заохочувати до того, щоб вони брали на себе власні ризики і вносили заставу. Непрямі державні гарантії, однак, не

повинні бути повністю скасовані, щоб уникнути руйнування фінансової системи, яке призведе до надмірних витрат [69].

Бульбашки на ринку нерухомості та банківські втечі: У багатьох країнах Східної Азії розширення внутрішнього кредитування спричинило бум у секторі нерухомості та на фондових ринках, що призвело до утворення спекулятивних бульбашок. Інфляція цін на нерухомість підживлювалась ажіотажним попитом, але ціни почали падати, коли насиченість ринку та песимістичні настрої ринку та песимістичні очікування зросли кількість непрацюючих кредитів. Оскільки погані кредити не були повернуті, а багато вкладників забрали свої гроші, банки були змушені закритися. свої гроші, банки довелося закрити. Банкрутство банків остаточно поставило під сумнів здатність уряду захистити обмінний курс. Зіткнувшись з такою ситуацією, уряд провів обмежувальну монетарну політику, яка призвела до безпрецедентного безпрецедентне зростання процентних ставок. Навіть навіть за умови стрімкого зростання відсоткових ставок не вдалося зупинити відтік капіталу, оскільки девальваційні ризики девальваційні ризики вважалися надто високими. Зростання відсоткових ставок призвело до того, що багато фірм стали неплатоспроможними. ставок призвело до неплатоспроможності багатьох фірм.

Окрім попередніх криз на ринку нерухомості та в банківській сфері, існує багато інших факторів, які можуть призвести до валютної кризи: песимізм інвесторів щодо кредитоспроможності країни, висока волатильність короткострокового капіталу, лібералізація місцевих ринків без супутніх регуляторних заходів та нової інституційної бази, поточна рецесія, політичні заворушення, корупція та непотизм. Прив'язка, яка сприяє притоку капіталу на більш ранній стадії, створить стимул для короткострокового капіталу до відпливу короткострокового капіталу у випадку зниження довіри.

Зараження є ще однією важливою причиною валютної кризи. Труднощі або кризи в певних країнах можуть поставити під сумнів економічну стабільність інших країн і регіонів. Чим більше країна пов'язана з країною, яка страждає від валютної кризи, або через подібну структуру експорту, або через інтенсивну взаємну торгівлю, однакову культуру та мову, схильність до однотипних зовнішніх шоків, подібну

структуру фінансового ринку тощо, тим більше вона вразлива до такої кризи. Може виникнути ефект пробудження: країни, які здаються схожими на країну, що фактично переживає валютну кризу, підозрюються в тому, що вони можуть зіткнутися з тими ж труднощами. Такі узагальнення без ретельного вивчення конкретної ситуації в країні можуть спровокувати кризу в країні», яка насправді має міцні фундаментальні основи. Існує тенденція до стадної поведінки [43].

Якщо одні країни значною мірою девальвували свою валюту, то інші країни регіону були змушені також девальвувати, щоб не втратити конкурентоспроможність. Кумулятивні девальвації (що спостерігалися під час кризи в Східній Азії) збільшили небезпеку серйозної шкоди для міжнародної торгівлі, як це було в 1930-х роках. Програми порятунку для країн, що переживають валютну кризу, були запропоновані МВФ та іншими організаціями і країнами *ex post*, але не *ex ante*. Однак не є очевидним, що превентивні програми дозволяють уникнути валютних криз, незалежно від обсягу фінансової підтримки, оскільки рушійні сили таких криз часто є занадто потужними, щоб їх можна було зупинити. Кредити МВФ надавалися за умови виконання жорстких вимог щодо стабільності, які передбачали проведення обмежувальної монетарної та фіскальної політики, що призводило до різкого підвищення відсоткових ставок та рецесії. В окремих випадках, наприклад, у Східній Азії, МВФ навіть зобов'язував країни досягти бюджетного профіциту. Такі заходи призвели до зростання безробіття та поглиблення кризи. МВФ також закликав країни до подальшої лібералізації своїх фінансових ринків одразу після початку валютної кризи, чим спровокував додатковий відтік капіталу, а не стабілізацію ситуації. Як наслідок, соціальні заворушення та протести розгорнулися в таких країнах, як Індонезія та Південна Корея. У 1998 році МВФ визнав помилки у своїй політиці і спробував виправити їх шляхом пом'якшення правил [38].

Довіру інвесторів до країн, що переживають валютну кризу, не відновили «ліки», прописані МВФ. Навпаки, «хвороба» загострилася. Втім, запропонувати фінансову допомогу, не висунувши певних жорстких умов країні-реципієнту, виявилось складно.

Очевидно, що існують різні причини валютних криз. Один тип криз викликаний несприятливими фундаментальними факторами. Постійний дефіцит бюджету або поточного рахунку платіжного балансу, висока інфляція, низькі темпи економічного зростання або наявність специфічних ризиків впливають на внутрішню вартість валюти країни. При збереженні фундаментальних дисбалансів прив'язка не може бути збережена - рано чи пізно відбудеться вимушений перехід до гнучкого обмінного курсу, оскільки золотовалютні резерви будуть вичерпані. Цей тип кризи можна пояснити за допомогою так званих моделей першого покоління.

У таких моделях, як моделі Кругмана, Флуда і Гарбера, постійний бюджетний дефіцит, який фінансується за рахунок друкування грошей, призводить до скорочення валютних резервів центрального банку [61]. За умови досконалого передбачення інвестори будуть атакувати національну валюту і виснажувати валютні резерви настільки, що від прив'язки доведеться відмовитись. При досконалому арбітражі валютна атака переноситься на якомога більш ранній час, коли обмінний курс безперервно девальвує. Ці моделі використовують ті ж самі елементи, що і моделі вичерпних ресурсів, де атака на ресурси відбувається щоразу, коли тіньова ціна перевищує фіксовану. У моделях валютних криз валютні резерви розглядаються як вичерпні ресурси. Показано, що внутрішні дисбаланси не узгоджуються з фіксованою прив'язкою. Крім несприятливих фундаментальних чинників, валютна криза може бути викликана очікуваннями, що самореалізуються. очікування також можуть спровокувати валютну кризу. Моделі валютних криз другого покоління показують що якщо фундаментальні показники знаходяться в межах певного інтервалу, то валютна атака може відбутися або не відбутися. валютна атака може відбутися або не відбутися, залежно від курсових очікувань інвесторів. курсових очікувань інвесторів. У таких моделях оптимальне поєднання моделей оптимальний набір заходів державної політики визначається шляхом мінімізації функції втрат, яка вимірює різні цілі політики, включаючи вибір системи обмінного курсу. На відміну від моделей першого покоління, може бути прийняте свідоме рішення уряду рішення уряду про відмову від фіксованої прив'язки, якщо інші якщо інші цілі здаються більш важливими.

Іноді стверджується, що процеси самореалізації відображають фундаментальні основи і тому є раціональним поясненням валютної кризи. Стадна поведінка, наприклад може бути раціональною, якщо неінформовані інвестори приймають погляди розумних інвесторів, коли інформація може бути інформацією можна отримати лише за високу ціну [39]. Однак, процес, що самореалізується може відбуватися під впливом масової психології що передбачає ірраціональну поведінку. Кіндлбергер показав у своїй новаторській книзі «Манії, паніки і крахи» що під час спекулятивних криз виникає ірраціональна поведінка яка призводить до ейфорії та паніки.

На думку Кіндлбергера, спекулятивні кризи можуть характеризуватися різними стадіями:

- зміщення: на макроекономічну систему діє екзогенний шок;
- розвиток буму: якщо переважають позитивні зміни;
- розширення банківських кредитів: збільшення ліквідності збільшує пропозицію кредитів;
- зростання спекуляцій: спочатку переважають стабілізаційні спекуляції і домінує раціональна поведінка;
- ейфорія: ірраціональна поведінка призводить до дестабілізуючих спекуляцій та перебільшень;
- різкі зміни в очікуваннях: нестабільність зростає до такої міри, що безперервне пристосування нестабільність зростає до такої міри, що безперервне пристосування вже неможливе;
- паніка: масовий розпродаж спекулятивного товару призводить до краху [58].

Гіпотеза ефективності ринку, яка стверджує, що вся публічна інформація миттєво відображається в цінах, виконується не для всіх подій на фінансовому ринку.

На фінансових ринках існує багато аномалій, які, як видається, зумовлені настроями інвесторів, а також можуть включати ірраціональну поведінку. Такі механізми вивчаються в поведінкових фінансах.

Шиллер у своїй книзі «Ірраціональне багатство» зазначав, що більшість інвесторів приймають свої фінансові рішення на основі особистих почуттів та випадкових спостережень, а не на основі кількісного аналізу.

Щодо валютних криз, то можна виділити інформаційні та спекулятивні кризи. Інформаційна криза пояснює валютну атаку появою відповідних негативних новин, які впливають на оцінку валютного курсу. До інформаційної валютної кризи може призвести, наприклад, погіршення фундаментальних показників країни.

Питання в тому, наскільки достовірною та релевантною є інформація? полягає в тому, чи є інформація достовірною та релевантною для внутрішньої вартості валюти і, відповідно, відобразить раціональну поведінку інвесторів. В умовах недосконалої та асиметричної інформацією, формування очікувань може спровокувати самореалізуючу кризу, яка за певних обставин відображає раціональну поведінку.

Спекулятивні валютні кризи включають ірраціональні мотиви, які можуть призвести до перебільшень. Нова релевантна інформація не надходить незадовго до валютної атаки. У період, що передує спекулятивній кризі, не відбувається жодних змін у фундаментальних показниках.

Така криза розвивається з часом, коли нестабільність системи зростає. Застосовується правило запізнення, яке означає, що локальні безперервні коригування продовжуються до останнього моменту, коли відбувається різкий рух обмінного курсу, який виправляє притаманний йому дисбаланс.

Узагальнюючи вищенаведене, можна стверджувати, що найбільш характерними факторами для проявів валютних криз є:

- країни брали значні позики (дефіцит поточного рахунку платіжного балансу);
- вартість валюти швидко зростала;
- невизначеність щодо дій уряду занепокоїла інвесторів.



## 2.2. Особливості розгортання валютних криз в різних регіонах глобалізованого світу

Особливо цікавими прикладами валютних криз є випадки криз в Індонезії, Кореї, Бразилії та Туреччині. Криза в Індонезії розпочалась у липні 1997 року, коли на курс рупії чинився тиск з боку Таїланду. 11 липня центральний банк, Банк Індонезії, здивував ринки, розширивши межі інтервенцій в рамках режиму повзучої прив'язки обмінного курсу з 8 до 12%. Однак спекуляції продовжилися, і влада відреагувала на це посиленням ліквідності, підвищенням процентних ставок та інтервенціями на валютному ринку. В середині серпня Банк Індонезії прийняв рішення про плаваючий курс валюти, що було рішуче підтримано МВФ.

Після цього Банк Індонезії підвищив процентну ставку за 90-денними сертифікатами центрального банку до 28% з 11,25%, а також посилив ліквідність, перевівши велику кількість депозитів державного сектору з комерційних банків. На початку вересня уряд оголосив про відтермінування інфраструктурних проектів загальною вартістю 13 млрд дол. США. Незважаючи на ці заходи, обмінний курс продовжував знецінюватись і вийшов за межі 3 000 рупій за дол. 3 000 рупій за долар США, що більш ніж на 20% нижче середнього значення за перші шість місяців року [37].

Занепокоєна таким розвитком подій, влада Індонезії в середині вересня 1997 року розпочала переговори з МВФ щодо заходів економічної політики, спрямованих на відновлення довіри. По дорозі на щорічні збори МВФ, що відбулися в САР Гонконг у жовтні, перший заступник директора-розпорядника та старший співробітник зупинилися в Джакарті, щоб зустрітися з економічною групою та президентом Сухарто. Економічна група побачила деякі тривожні паралелі з Таїландом і висловила сподівання, що програма за підтримки МВФ допоможе прискорити прийняття рішень щодо роботи з проблемними банками, а також прискорити структурні реформи у сферах, які група вважає важливими і які раніше були визначені наглядом МВФ як такі, що потребують корекції.

Протягом жовтня МВФ провів переговори щодо 36-місячної програми «Стенд-бай» на суму близько 10 млрд дол. США, яка була схвалена Виконавчою радою 5 листопада. Виплати будуть здійснені двома траншами по 3 мільярди доларів США до кінця березня 1998 року. Програма також передбачала 8 мільярдів доларів США у вигляді кредитів від Світового банку та Азійського банку розвитку. У повідомленні для преси також містилося посилення на можливість отримання додаткового фінансування з двосторонніх джерел, якщо це буде потрібно, без включення цієї суми в заголовки [21].

Очікується, що продовження жорсткої грошово-кредитної політики в поєднанні з обмеженими інтервенціями на валютному ринку призведе до підвищення курсу рупії до діапазону 3 — 3,5 тис. рупій за долар США, порівняно з середнім показником близько 3,6 тис. рупій за долар США за 3,6 тис. рупій за долар США протягом періоду переговорів і близько 2,4 рупій за долар США за перші шість місяців цього року. Оскільки, за оцінкою персоналу, проблеми в системі приватних банків обмежувалися невеликим сегментом, програма не включала комплексну стратегію реструктуризації банків. Лише 16 найбільш проблемних банків, на які припадало 3% загальних активів банківського сектору і які включали 3 банки, пов'язані з родиною Президента, було закрито з частковим гарантуванням вкладів [48].

Початкова реакція ринку була позитивною. Рупія сильно зміцнилася в перші два дні після оголошення програми, частково завдяки скоординованим інтервенціям на валютному ринку з Японією та Сінгапуром, але це зростання було нетривалим. Довіра громадськості була підірвана, коли родина президента публічно виступила проти закриття банку, а один із синів Сухарто фактично відновив роботу свого закритого банку, перевівши активи до іншого банку, який він придбав.

До кінця грудня стало очевидним не лише те, що програма, яку підтримував МВФ, провалилася, але й те, що криза в Індонезії була набагато серйознішою, ніж в інших країнах регіону.

Рупія знецінилась більше, ніж будь-яка з валют Східної Азії, які зазнали регіонального зараження, і продовжувала падати.

Визнаючи триваючий спад економічної активності, переглянута в січні 1998 року програма пом'якшила фіскальні цілі бюджету на 1998/99 рік з профіциту в 1,3% від ВВП, передбаченого програмою на листопад 1997 року, до дефіциту в 1%. Переглянута програма також включала набагато детальнішу програму структурних реформ з конкретними термінами виконання. Але переглянута січнева програма так і не була реалізована [30].

Квітнева програма Індонезії у 1998 року відрізнялась від січневої у двох аспектах. Фіскальна політика була значно м'якшою, оскільки на той час ступінь падіння виробництва був більш очевидним. Також відбулися значні зміни в монетарній політиці. Відсоткові ставки було різко підвищено вперше з початку співпраці з МВФ. Монетарний контроль було відновлено, оскільки проблемні банки було взято під контроль, що обмежило надання підтримки ліквідності Банком Індонезії. Однак реальні процентні ставки залишалися від'ємними, оскільки інфляція продовжувала стрімко зростати. МВФ змінив критерій ефективності монетарної політики з базових грошей (з частковим коригуванням на втрату резервів) на більш традиційний цільовий показник чистих внутрішніх активів з метою кращого контролю за підтримкою ліквідності.

Однак політичні події незабаром досягли свого апогею, оскільки підвищення цін на пальне, запроваджене на початку травня - всупереч рекомендаціям МВФ щодо поступового коригування - спричинило громадянські заворушення. Це врешті-решт призвело до відставки президента Сухарто 21 травня 1999. Віце-президент Хабібі перебрав на себе президентські повноваження відповідно до Конституції, і він забезпечив спадкоємність, зберігши посаду міністра з питань економічної координації, який відповідав за реалізацію програми, підтриманої МВФ. Рупія продовжувала знецінюватися до червня 1998 року, досягнувши 15 тис. рупій за долар, але після цього вона почала зміцнюватися, а інфляція почала стабілізуватися.

У серпні 1998 року з урядом Президента Хабібі було узгоджено нову програму, яка отримала підтримку в рамках Механізму розширеного фінансування. 26-місячна програма розширеного фінансування на 26 місяців покривала решту невикористаної суми за початковою Угодою про резервне кредитування, еквівалентну 6,3 млрд. дол.

США. Влада вжила рішучих заходів для вирішення проблем банківського сектору та успішно забезпечила допомогу корпоративному сектору від іноземних кредиторів, а також реструктуризацію зовнішнього боргу державного сектору через Паризький клуб [48].

Політика, прийнята після весни 1998 року, повернула Індонезію від межі гіперінфляції і призвела до значного зміцнення рупії. Але прогрес був нерівномірним, а банківська та корпоративна реструктуризація виявилась складною через постійний вплив потужних корисливих інтересів. Обсяги виробництва продовжували скорочуватись до другої половини 1998 року, головним чином через падіння приватних інвестицій.

Дві події в жовтні 1997 року перетворили зростаюче занепокоєння щодо Кореї на повноцінну кризу. Першою з них стало банкрутство та реструктуризація боргів компанії «Кіа Груп» за підтримки уряду. Інвестори, особливо всередині Кореї, сприйняли дії влади як надмірно інтервенціоністські і, з огляду на наближення президентських виборів у грудні, політично вмотивовані. Це підірвало довіру до здатності влади проводити розумну політику, орієнтовану на реформи, або уникати потенційно величезних ризиків, пов'язаних з іншими проблемними конгломератами.

Другою подією стала невдала спекулятивна атака на гонконгський долар та різке падіння фондового ринку Гонконгу наприкінці жовтня. Ці події супроводжувалися зростанням сприйняття ризикованості Кореї в очах багатьох міжнародних інвесторів, зокрема, банківських кредиторів. У жовтні корейський фондовий ринок впав більш ніж на чверть, а вон опинився під посиленням тиском.

Влада відреагувала на це підтримкою вон шляхом інтервенцій на спотовому і форвардному валютних ринках на початку листопада, а також помірним підвищенням процентних ставок «овернайт» (приблизно з 13,5 до 16%) [59]. Банк Кореї прискорив авансування іноземної валюти закордонним філіям банків. Незважаючи на ці зусилля, вон продовжувала слабшати. Все більше іноземних банків вирішили не пролонгувати свої короткострокові кредити корейським установам і натомість скоротили свої кредитні лінії. Терміни погашення існуючих ліній були скорочені, а відсоткові ставки за довгостроковими кредитами підвищені.

Зіткнувшись зі стрімким виснаженням валютних резервів, влада негласно звернулася до офіційних осіб США, Японії та МВФ, намагаючись забезпечити екстрене фінансування. На прохання влади директор-розпорядник МВФ таємно відвідав Сеул для переговорів з міністром фінансів і економіки та головою Банку Кореї 16 листопада [49].

Команда МВФ, яка прибула наприкінці листопада, планувала укласти угоду «стенд-бай» приблизно до середини грудня, але виявила, що ситуація набагато гірша, ніж здавалося. Офіційні показники валютних резервів включали аванси закордонним філіям корейських установ і були дуже неліквідними. «Корисні резерви» Кореї, розраховані за виключенням депозитів у закордонних філіях банків, становили лише близько 7 млрд дол. США [68], що було дуже мало порівняно з короткостроковими борговими та іншими зобов'язаннями, термін погашення яких настав. Якщо нове фінансування не буде надано швидко, Корея, можливо, буде змушена призупинити платежі в іноземній валюті, що, на думку персоналу, керівництва і ключових акціонерів, матиме серйозні регіональні і міжнародні наслідки. Програма була обговорена і узгоджена в рекордно короткі терміни, відповідно до виняткових процедур Механізму надзвичайного фінансування.

4 грудня Виконавча рада МВФ схвалила надання Кореї близько 21 млрд дол. США в рамках трирічної програми «Стенд-бай». Виплати будуть здійснені значною мірою авансовими платежами. Крім того, Світовий банк та Азійський банк розвитку мали надати 14 млрд. дол. США на підтримку зусиль з реструктуризації фінансового сектору, а група двосторонніх донорів зазначила, що в разі необхідності вони будуть готові надати ще 20 млрд. дол. США в якості «другої лінії оборони» [28].

Друга лінія оборони була суперечливим елементом програми. Прогноз платіжного балансу в затвердженій програмі фактично не показував, що це фінансування буде необхідним. Але ця презентація була відносно пізнім рішенням у відповідь на інструкції, які були передані персоналу, що програма не повинна покладатися на це джерело фінансування. Таким чином, персонал довільно зменшив прогнозований дефіцит фінансування, збільшивши передбачувану ставку пролонгації короткострокового боргу до нереалістично високого рівня. У зв'язку з цим, програма

в тому вигляді, в якому вона була представлена, була явно недофінансована, хоча цей факт не був прямо визнаний.

Програма включала жорстку монетарну політику; невеликий бюджетний профіцит; комплексну стратегію реструктуризації, рекапіталізації та реформування фінансового сектору; та заходи з реформування корпоративного управління, торгівлі та ринку праці. Дев'ять найбільш проблемних комерційних банків було закрито, а їхні вкладники були захищені нещодавно створеною схемою страхування депозитів.

Початкова реакція ринку була помірно позитивною, але через кілька днів ситуація різко погіршилась. Конфіденційні програмні документи, що просочилися в корейську пресу, розкрили критичні дані про резерви та короткостроковий борг Кореї, які МВФ та влада приховували від ринків, побоюючись підірвати довіру. Документи показали, що придатні для використання резерви були навіть нижчими, ніж побоювався ринок, і швидко скорочувалися.

Три ініціативи - посилена програма реформ, прискорені виплати та скоординована пролонгація короткострокового боргу приватного сектору - були оголошені 24 грудня [32]. МВФ відіграв корисну роль у більш узгодженому підході до підтримання ризиків приватного сектору, створивши системи для щоденного моніторингу ризиків та сприяючи обміну інформацією між урядами провідних країн.

Ринки залишалися нестабільними протягом декількох тижнів після цього, але в ретроспективі 24 грудня виявилось поворотним моментом корейської кризи. Міжнародні банки в цілому дотримувались угоди про пролонгацію, яка була поновлена в середині січня і продовжена до кінця березня. Невдовзі після цього банки погодилися обміняти свої короткострокові вимоги на суверенний борг з терміном погашення від одного до трьох років. Успіх ролловера та продовження терміну погашення, а також кроки влади щодо реалізації програм фінансової та корпоративної реформ значно покращили сприйняття Кореї ринком. Кредитна лінія МВФ ніколи не буде використана в повному обсязі і в кінцевому підсумку буде виплачена достроково.

Макроекономічні наслідки кризи виявилися серйозними, але короткостроковими. Реальний ВВП скоротився на 6,7 % протягом 1998 року, а

безробіття зросло до 7,4 % на кінець року. Проте ознаки відновлення були помітні вже наприкінці 1998 року, і зростання відновилося до 10,9% у 1999 році, що розвіяло побоювання, висловлені багатьма, що відновлення матиме L-подібну форму. Влада швидко почала відновлювати резерви, які на кінець 1998 року становили 52 млрд дол. США. Після піку на початку 1999 року безробіття почало неухильно знижуватись, а зростання реальної заробітної плати значно прискорилося [30].

Після середини 1997 року турбулентність у світовій економіці та передвиборча президентська політика обмежили можливості уряду Бразилії у вирішенні фіскальних та валютних питань. Після початку азіатської кризи восени 2017 року реал опинився під сильним тиском, що змусило владу підвищити процентні ставки для захисту обмінного курсу та здійснити значні інтервенції на спотовому та ф'ючерсному валютних ринках.

На початку 2018 року спостерігався значний приплив капіталу, включаючи ПІІ та короткострокові потоки, залучені можливістю арбітражу між високими внутрішніми та низькими міжнародними процентними ставками, враховуючи поширені припущення, що повзуча прив'язка буде збережена принаймні до президентських виборів у жовтні.

Влітку ринковий тиск на Бразилію значно посилювався після труднощів з управлінням довгостроковим капіталом у США, що призвело до різкого зниження ліквідності на міжнародних ринках капіталу. Спреди за зовнішнім боргом Бразилії різко зросли, як і для більшості інших великих позичальників на ринках, що розвиваються. Центральний банк подвоїв процентні ставки на початку вересня, але не зміг зупинити відтік капіталу.

На початку вересня 2018 року розпочалася попередня робота над основними компонентами програми за підтримки МВФ на основі пропозицій Бразилії з акцентом на посилення фіскальної жорсткості. Програма була затверджена виконавчою радою на початку грудня 2018 року.

Груднева програма передбачала збереження існуючого режиму повзучої прив'язки обмінного курсу, але не передбачала жодних негайних змін у темпах повзучої прив'язки. Можливість того, що політика обмінного курсу може бути

змінена під час наступних переглядів програми, була залишена відкритою. Програма передбачала значні авансові фіскальні заходи (понад 4 % від ВВП) та зобов'язання щодо підтримуючої монетарної політики [25]. Обумовленість щодо структурних заходів обмежувались переважно критичними сферами державних фінансів та пруденційного регулювання у фінансовому секторі.

Рішення МВФ про підтримку режиму «повзучої прив'язки» несло в собі значні ризики. Бізнес-спільнота не зовсім підтримувала таку прив'язку і тиснула на президента з вимогою виправити переоцінку валюти. Крім того, рішення МВФ не справило повного враження на ринки. У засобах масової інформації переважав загальний скептицизм у висвітленні рішення МВФ.

Невдовзі після того, як програма була схвалена та оголошена громадськості, обмінний курс зазнав нового тиску через невдачі в отриманні схвалення Конгресом деяких фіскальних заходів, передбачених програмою. Відсоткові ставки також було знижено, незважаючи на побоювання МВФ та всупереч домовленості про проведення консультацій з МВФ щодо політики відсоткових ставок. Фіскальна напруженість у відносинах між федеральним урядом та штатами зросла, і на початку січня 2019 року губернатор штату Мінас-Жерайс запровадив мораторій на 90 днів на виплати за державним боргом.

У середині січня 2019 року новий голова центрального банку запровадив складну систему обмінного курсу, що включає ширший валютний коридор, у спробі плавного виходу з повзучої прив'язки. Втративши близько 14 млрд. дол. США резервів за два дні, Бразилія перейшла до фактичного режиму плаваючого обмінного курсу 15 січня [33].

Крах валютної прив'язки сигналізував про те, що початкова програма явно не досягла своєї головної мети. На екстреній зустрічі на вихідних між бразильською економічною командою та керівництвом МВФ у Вашингтоні було вирішено, що найкращою політикою буде плаваючий реал, починаючи з 18 січня. Після цього обидві сторони почали переглядати програму у світлі зміни політики обмінного курсу. Щоб зупинити і переломити девальваційну тенденцію, МВФ закликав центральний банк різко підвищити процентні ставки. Підвищення процентних ставок



до майже 40% на початку лютого супроводжувалося подальшим підвищенням ставки «овернайт» до 45% у березні.

Переглянута програма була узгоджена в березні 2019 року. Нова програма, яка вперше передбачала використання інфляційного таргетування як основи для виконання умов у програмах, що підтримуються МВФ, також передбачала подальше посилення фіскальної політики з метою забезпечення прийняттого рівня боргу. Індикативний показник первинного сальдо платіжного балансу на рівні 2,6 % ВВП у 2019 році було замінено на цільовий показник 3,1 % як критерій ефективності в переглянутій програмі [40]. Найбільші міжнародні банки добровільно погодилися зберегти торговельні та міжбанківські лінії до Бразилії на рівні кінця лютого протягом шести місяців. На тлі високих процентних ставок, активізації продажу іноземної валюти на ринку та зростання довіри на ринку в цілому, обмінний курс стабілізувався. Це дозволило відносно швидко знизити процентні ставки. Було також досягнуто прогресу у проведенні структурних реформ, хоча темпи були повільнішими, ніж передбачалося програмою.

Переглянута в березні 2019 року програма була несподівано успішною у своєму впливі на ціни та виробництво. Зльоту інфляції, якого дуже побоювалися після девальвації, було відвернуто, і інфляція споживчих цін утримувалася на рівні 9% протягом 1999 року. Більш значні, ніж очікувалось, обсяги зовнішнього фінансування, особливо більший приплив прямих іноземних інвестицій, сприяли більш плавному зовнішньому пристосуванню. На відміну від песимістичних прогнозів падіння ВВП на 3,8% у 2019 році, реальне виробництво зросло на 0,8 % [30]. Фінансовий сектор добре пережив кризу, частково завдяки значному хеджуванню девальваційних ризиків державним сектором, який також взяв на себе основний тягар тимчасово підвищених процентних ставок.

Завдяки високій відповідальності влади було досягнуто різко вищого первинного профіциту Державного бюджету відповідно до програмних цілей. Пакет фінансової підтримки було значною мірою погашено достроково. Але програма не досягла своєї головної задекларованої мети - скорочення відношення чистого державного боргу до ВВП, значною мірою через більшу, ніж очікувалось,

девальвацію гривні, що збільшило внутрішню валютну вартість зовнішнього та прив'язаного до іноземної валюти внутрішнього боргу.

В свою чергу, Турецька валютна та боргова криза характеризується різким падінням курсу турецької ліри, високою інфляцією, зростанням вартості запозичень і, відповідно, збільшенням кількості дефолтів за кредитами. Криза була викликана надмірним дефіцитом поточного рахунку турецької економіки та великими обсягами приватного боргу в іноземній валюті у поєднанні з посиленням авторитаризму президента Реджепа Таїпа Ердогана та його неортодоксальними ідеями щодо політики процентних ставок. Окремі аналітики також наголошують на важелях впливу геополітичних суперечностей зі Сполученими Штатами. Після затримання американського пастора Ендрю Брансона, який був ув'язнений за звинуваченням у шпигунстві після невдалої спроби державного перевороту в Туреччині у 2016 році, адміністрація Трампа посилила тиск на Туреччину, запровадивши додаткові санкції. Таким чином, економічні санкції подвоїли тарифи на Туреччину, оскільки імпортна сталь зростає до 50%, а алюміній - до 20%. В результаті турецька сталь була витіснена з ринку США, який раніше становив 13% від загального експорту сталі Туреччини.

Хоча криза характеризувалася хвилями значного знецінення валюти, пізніші етапи характеризувалися дефолтами за корпоративними боргами і, зрештою, зниженням темпів економічного зростання. Рівень інфляції застряг у двозначних цифрах, що призвело до стагфляції. Криза завершила період перегрітого економічного зростання під керівництвом урядів Ердогана, побудованого в основному на будівельному бумі, що підживлювався іноземними запозиченнями, легкими та дешевими кредитами та державними витратами.

Після періоду помірної відновлення у 2020 році та на початку 2021 року на тлі пандемії COVID-19 турецька ліра впала після заміни голови Центрального банку Начі Агбала на Шахапа Кавчиоглу, який знизив процентні ставки з 19% до 14%. Лише за 2021 рік ліра втратила 44% своєї вартості.

Вважається, що економічна криза спричинила значне падіння популярності Ердогана та ПСР, яка втратила більшість найбільших міст Туреччини, включаючи Стамбул та Анкару, на місцевих виборах 2019 року.

Давньою особливістю економіки Туреччини є низька норма заощаджень. З часу приходу до влади Реджепа Таїпа Ердогана Туреччина має величезний і зростаючий дефіцит поточного рахунку платіжного балансу: 33,1 млрд. доларів США у 2016 році і 47,3 млрд. доларів США у 2017 році, який зріс до 7,1 млрд. доларів США у січні 2018 року, а за 12 місяців він збільшився до 51,6 млрд. доларів США, що є одним з найбільших дефіцитів поточного рахунку платіжного балансу у світі. Економіка покладалася на приплив капіталу для фінансування надлишку приватного сектору, при цьому турецькі банки та великі фірми брали значні позики, часто в іноземній валюті. За цих умов Туреччина повинна знаходити приблизно 200 мільярдів доларів на рік для фінансування свого значного дефіциту поточного рахунку та погашення боргу, що підлягає погашенню, постійно перебуваючи під ризиком вичерпання припливу капіталу; держава має валові резерви іноземної валюти лише 85 мільярдів доларів [2]. [2] Економічна політика, що лежить в основі цих тенденцій, дедалі більше піддавалася мікроуправлінню з боку Ердогана після обрання його Партії справедливості і розвитку (ПСР) у 2002 році, і особливо з 2008 року, з акцентом на будівельну галузь, державні контракти і заходи стимулювання. Незважаючи на те, що витрати країни на дослідження і розробки (% від ВВП) і державні витрати на освіту (% від ВВП) [кількісно] зросли майже вдвічі за часів правління ПСР, бажаних результатів досягти не вдалося. Мотивом такої політики генеральний секретар головної турецької бізнес-асоціації TUSIAD назвав втрату Ердоганом віри в капіталізм західного зразка після фінансової кризи 2008 року. Хоча турецьке вторгнення в Афрін не було безпосередньо пов'язане з конфліктом, воно значною мірою погіршило американсько-турецькі відносини і призвело до масової нестабільності в Сирії. Це призвело до того, що Туреччина стала сприйматися у світі як непотрібний агресор.

Притік інвестицій вже скорочувався в період, що передував кризі, через розпалювання Ердоганом політичних розбіжностей з країнами, які були основними джерелами такого притоку (такими як Німеччина, Франція, Нідерланди). Після спроби перевороту 2016 року уряд наклав арешт на активи тих, хто, за його словами, був причетний до перевороту, навіть якщо їхні зв'язки з переворотом були слабкими.

Ердоган не сприйняв серйозно побоювання, що іноземні компанії, які інвестують в Туреччину, можуть бути відлякані політичною нестабільністю в країні. Інші фактори включають занепокоєння з приводу зниження вартості ліри, що загрожує поглинути прибуток інвесторів. Приплив інвестицій також зменшився через те, що зростаючий авторитаризм Ердогана придушив вільну та фактологічну звітність фінансових аналітиків у Туреччині. У період з січня по травень 2017 року іноземні портфельні інвестори профінансували \$13,2 млрд з \$17,5 млрд дефіциту поточного рахунку Туреччини, згідно з останніми доступними даними. За той же період 2018 року вони покрили лише 763 мільйони доларів з роздутого дефіциту в 27,3 мільярда доларів.

Станом на кінець 2017 року корпоративний борг в іноземній валюті в Туреччині збільшився більш ніж удвічі з 2009 року - до 214 млрд доларів після взаємозаліку з їхніми валютними активами. Валовий зовнішній борг Туреччини, як державний, так і приватний, на кінець 2017 року становив 453,2 млрд доларів. Станом на березень 2018 року 181,8 мільярда доларів США зовнішнього боргу, як державного, так і приватного, підлягали погашенню протягом року. У власності нерезидентів в акціях вітчизняних емітентів на початок березня було \$53,3 млрд, на середину травня - \$39,6 млрд, в облігаціях внутрішньої державної позики - \$32,0 млрд на початок березня та \$24,7 млрд на середину травня. Загальний обсяг власності нерезидентів на турецькі акції, державні облігації та корпоративний борг різко впав з максимального рівня в 92 мільярди доларів США в серпні 2017 року до лише 53 мільярдів доларів США станом на 13 липня 2018 року.

Міністр фінансів турецького уряду Албайрак представив нову економічну програму для запобігання нещодавній фінансовій кризі. Трирічний план має на меті "приборкати інфляцію, стимулювати зростання і скоротити дефіцит поточного рахунку платіжного балансу". План передбачає скорочення державних витрат на \$10 млрд. та призупинення проєктів, тендери на які ще не були проведені. Трансформаційна фаза плану буде зосереджена на сферах з високою доданою вартістю для збільшення обсягів експорту країни та довгострокових виробничих потужностей з метою створення двох мільйонів нових робочих місць до 2021 року. Очікується, що програма суттєво знизить темпи економічного зростання в

короткостроковій перспективі (з попереднього прогнозу 5,5% до 3,8% у 2018 році та 2,3% у 2019 році), але з поступовим збільшенням зростання до 2021 року до 5%.

У Туреччині спостерігається значно вища інфляція, ніж на інших ринках, що розвиваються[36]. У жовтні 2017 року інфляція становила 11,9%, що є найвищим показником з липня 2008 року. У 2018 році обмінний курс ліри прискорив погіршення, досягнувши рівня 4,0 TRY за долар США до кінця березня, 4,5 TRY за долар США до середини травня, 5,0 TRY за долар США на початку серпня та 6,0, а також 7,0 TRY за долар США до середини серпня. Серед економістів прискорення падіння курсу було пов'язано з тим, що Реджеп Таїп Ердоган не дозволив Центральному банку Турецької Республіки здійснити необхідні коригування процентних ставок.

Ердоган, який назвав непідконтрольні йому процентні ставки "матір'ю і батьком усього зла", поділився своїми неортодоксальними теоріями щодо процентних ставок в інтерв'ю агентству Bloomberg від 14 травня і заявив, що "центральний банк не може взяти на себе цю незалежність і відкинути сигнали, які подає президент". Втручання президента в політику центрального банку відбувається на тлі загального сприйняття в міжнародних інвестиційних колах "хрестоматійного інституційного занепаду" в Туреччині, коли Ердоган все більше покладається на політиків, основною кваліфікацією яких є лояльність, на шкоду більш кваліфікованим і досвідченим кандидатам. Ердоган також має довгу історію озвучування ісламістського дискурсу про відсоткову банківську діяльність як "заборонену ісламом" і "серйозний глухий кут". Він також офіційно називає підвищення процентних ставок "зрадою". Незважаючи на опозицію Ердогана, Центральний банк Туреччини різко підвищив процентні ставки.

Financial Times цитує провідного фінансового аналітика з ринків, що розвиваються, Тімоті Еша, який аналізує, що "Туреччина має сильні банки, здорові державні фінанси, хорошу демографічну ситуацію, про-бізнес-культуру, але [була] зіпсована за останні чотири-п'ять років неортодоксальним і вільним макроекономічним управлінням". До середини червня аналітики в Лондоні припускали, що з нинішнім урядом Туреччині було б добре звернутися за кредитом

до Міжнародного валютного фонду ще до того, як вичерпаються валютні резерви центрального банку, тому що це зміцнило б руку центрального банку проти Ердогана і допомогло б відновити довіру інвесторів до здорової економічної політики Туреччини.

Економіст Пол Кругман описав кризу, що розгортається, як "класичну валютно-боргову кризу, яку ми бачили багато разів", додавши: "У такий час якість керівництва раптово набуває великого значення. Вам потрібні посадовці, які розуміють, що відбувається, можуть розробити відповідь і мають достатній рівень довіри, щоб ринки надавали їм презумпцію невинуватості. Деякі ринки, що розвиваються, мають такі якості, і вони досить добре пережили потрясіння. Режим Ердогана не має нічого з цього".

### **2.3. Досвід подолання негативних наслідків валютних криз в окремих країнах**

В усіх трьох випадках, описаних в попередньому підрозділі, макроекономічні результати виявилися дуже відмінними від програмних прогнозів. В Індонезії та Кореї початкові прогнози були надто оптимістичними, що призвело до розробки макроекономічної політики, яка виявилась надто жорсткою з огляду на результати у сфері сукупного попиту та виробництва. Натомість для Бразилії у 2019 році початкові прогнози були надто песимістичними, що призвело до фіскального коригування, яке виявилось недостатнім з огляду на несприятливу динаміку державного боргу цієї країни.

Частково ця проблема виникає через те, що макроекономічні прогнози в програмі, яка підтримується МВФ, обов'язково є результатом переговорів. Крім того, прогнози не ґрунтуються на аналітичній базі, в якій можна було б адекватно врахувати ключові детермінанти виробництва та їх ймовірну поведінку під час кризи. Зокрема, не було достатнього врахування значної девальвації національної валюти, яка може відбутися з огляду на можливість існування множинних рівноваг, а також серйозних наслідків для балансу, які можуть виникнути в результаті цього.

Надійне прогнозування макроекономічних результатів є складним завданням, особливо в кризовій ситуації. Але ці проблеми можна було б зменшити, якби більше уваги приділялося ключовим факторам, що впливають на сукупний попит, зокрема приватним інвестиціям.

Зважаючи на значну невизначеність, корисним було б більш чітке обговорення в програмних документах основних ризиків для макроекономічної системи з чітким зазначенням того, як політика реагуватиме на ці ризики, якщо вони матеріалізуються. На практиці огляди програм Індонезії та Кореї продемонстрували гнучкість, але завчасне визнання ризиків та визначення альтернативних заходів реагування могло б стати більш прозорим сигналом щодо очікуваної позиції політики.

Всі три програми спочатку передбачали посилення фіскальної політики. Жорсткість була м'якою в Індонезії та Кореї, досить сильною в Бразилії. З огляду на динаміку виробництва та низький рівень державного боргу, посилення фіскальної політики в Індонезії та Кореї не було виправданим, і вона була фактично пом'якшена, коли масштаби падіння виробництва стали очевидними. В будь-якому випадку, в жодній з цих країн початкове посилення фіскальної політики не було причиною падіння виробництва. Це був результат балансових ефектів, які не були враховані при розробці програми. В Бразилії фіскальна жорсткість була набагато різкішою. Це було доречно, оскільки боргова стійкість була основною проблемою, що визначала розвиток кризи. Однак цього виявилось недостатньо для досягнення мети стабілізації, а потім і скорочення відношення боргу до ВВП [32].

Монетарна політика в усіх трьох країнах спочатку була жорсткою, з чітким визнанням компромісу між вищими відсотковими ставками та слабшим обмінним курсом. Але досвід трьох країн різниться і не дає остаточної відповіді на триваючу дискусію щодо ефективності високих процентних ставок для стабілізації обмінного курсу.

В Індонезії збереження жорсткої монетарної політики, передбачене програмою, просто не було реалізовано, оскільки монетарна база швидко зростала, а реальні процентні ставки ставали все більш від'ємними протягом перших місяців реалізації програми. Твердження деяких критиків про те, що жорстка монетарна політика, яку

підтримував МВФ, була причиною падіння виробництва, не є обґрунтованим з тієї простої причини, що вона не проводилась протягом більшої частини кризового періоду. Стабільність обмінного курсу повернулася у березні 1998 року, коли рупія достатньо знецінилась, процентні ставки були підвищені, а монетарний контроль відновлено [58].

На противагу цьому, Корея запровадила жорстку монетарну політику, передбачену початковою програмою, підвищивши внутрішні відсоткові ставки та штрафні санкції, що стягуються з банків за аванси в іноземній валюті, надані центральним банком. Ці кроки були доречними для захисту валюти, але самі по собі вони не були достатніми для стабілізації обмінного курсу, оскільки значна частина відтоку капіталу була зумовлена кредитними міркуваннями, а не дохідністю. Можна стверджувати, що реальні процентні ставки утримувались на вищому рівні, ніж це було необхідно на початку 1998 року, коли валютний ринок стабілізувався. Але все ще невизначена ситуація, зрозуміло, вимагала певної обережності. Враховуючи скорочувальний вплив реструктуризації банків на кредитні потоки, кілька місяців вищих, ніж необхідно, процентних ставок не могли бути домінуючою причиною рецесії.

У Бразилії надмірне пом'якшення процентних ставок - всупереч запереченням МВФ – могло сприяти наближенню часу, якщо не самому краху «повзучої прив'язки». Рішуче посилення монетарної політики в березні 2019 року збіглося з відновленням стабільності на валютному ринку. Однак слід бути обережним щодо причинно-наслідкового зв'язку, враховуючи той факт, що неформальна домовленість основних міжнародних банків про збереження кредитних ліній Бразилії була досягнута приблизно в той же час, що і в березні 1999 року [42].

Усна між основними міжнародними банками про збереження кредитних ліній Бразилії була досягнута приблизно в той же час. Високі процентні ставки не мали значного негативного впливу на приватний сектор через відносно стійкий стан банківської системи та відносно низький леверидж корпоративного сектору, порівняно з ситуацією в Азії. У подальшому МВФ підтримав перехід Бразилії до



режиму інфляційного таргетування, що дозволило забезпечити цінову стабільність та швидке зниження процентних ставок

Розмір і формат офіційного пакету фінансування виявилися неадекватними для Кореї і сприяли провалу першої програми. Невизначеність щодо наявності 20 млрд дол. США двосторонньої допомоги, обіцяної в якості «другої лінії оборони» в Кореї, створила невизначеність на ринку щодо здатності програми задовольнити нагальні потреби країни в ліквідності [45].

В інших двох країнах програми зазнали невдачі з інших причин. Провал початкової індонезійської програми був пов'язаний не з недостатнім фінансуванням, а з іншими факторами, включаючи невиконання владою ключових елементів програми та подальший вибух ліквідності. Після того, як програма провалилася, криза набула інтенсивного політичного характеру, що призвело до значного відтоку капіталу внутрішніми резидентами, а різка девальвація рупії почала створювати проблеми з платоспроможністю. Жоден розумний обсяг офіційного фінансування не зміг би відновити довіру в той час. У Бразилії початкова програма зазнала невдачі, оскільки ключова політика - підтримка режиму повзучої прив'язки обмінного курсу - не викликала довіри на ринках.

У Кореї роль МВФ як антикризового координатора в організації залучення приватного сектору (на умовах розподілу тягаря з офіційним сектором) була обмежена на ранніх стадіях кризи через небажання урядів основних акціонерів використовувати неринкові інструменти для впливу на поведінку установ приватного сектору, а також через побоювання, що такі дії можуть прискорити відтік капіталу з ринків, що розвиваються. Однак після того, як основними акціонерами було прийнято рішення про залучення приватного сектору до підтримання ризиків, МВФ відіграв корисну роль у сприянні обміну інформацією між урядами основних країн-акціонерів та допомозі у створенні систем моніторингу виконання зобов'язань.

Враховуючи початкове небажання урядів основних акціонерів МВФ вживати узгоджених заходів, МВФ, ймовірно, мало що міг зробити. Згода основних міжнародних банків на пролонгацію міжбанківського боргу 24 грудня 1997 року стала поворотним моментом у корейській кризі [37]. Успіх такого підходу значною мірою

був зумовлений тим, що більшу частину короткострокового зовнішнього боргу становили міжбанківські кредити. Більш рання спроба залучення приватного сектору в Кореї була б виправданою.

Бразильський досвід другої програми свідчить про те, що для того, щоб «добровільний» підхід до залучення приватного сектору спрацював, необхідна програма з високим ступенем довіри. Лише після того, як була відмінена прив'язка і в новій програмі МВФ було застосовано інфляційне таргетування як основу умов, міжнародні банки погодилися зберегти торговельні та міжбанківські лінії для Бразилії принаймні на шість місяців. Після того, як угода була досягнута, МВФ відіграв корисну фасилітаційну роль. В Індонезії МВФ надав технічну допомогу для реструктуризації корпоративного боргу, але його роль була обмеженою.

Досвід Індонезії та Кореї свідчить про те, що успішна програма закриття та реструктуризації банків повинна включати комплексну та добре прокомуніковану стратегію, в рамках якої послідовно застосовуються прозорі правила. Корейська програма в цілому досягла своїх цілей, головним чином завдяки тому, що від самого початку була розроблена комплексна стратегія.

Індонезійська програма в банківському секторі, навпаки, спочатку страждала від відсутності комплексної стратегії і нездатності донести до громадськості логіку і суть політики. Так, закриття 16 банків у листопаді 1997 року з подальшими відмінами призвело до загострення кризи, а не до її пом'якшення. Закриття банків в Індонезії у квітні 1998 року було більш успішним, оскільки воно було частиною комплексної стратегії, яка була добре доведена до відома громадськості і базувалася на послідовному застосуванні єдиних і прозорих критеріїв [43].

Питання про те, чи слід було запроваджувати повну гарантію, а не часткову гарантію, яка фактично була запропонована в Індонезії в листопаді, заслуговує на ретельний розгляд. Оцінка свідчить про те, що банківська криза в листопаді ще не була системною, тому часткова гарантія була доречною. Зрештою, повна гарантія, запроваджена в січні, стала предметом зловживань і, як наслідок, призвела до збільшення фіскальних витрат на реструктуризацію банків. Проблема

реструктуризації банків полягала скоріше у початковій відсутності комплексної та добре прокомунікованої стратегії, ніж у характері гарантії.

Всі три програми передбачали структурну обумовленість, але досвід застосування умов був дуже різним. Індонезійська та корейська програми характеризувалися значним обсягом структурних умов (особливо індонезійська програма від січня 1998 року), що охоплювали декілька сфер, які не були макрокритичними. Обсяг структурних умов у бразильській програмі був обмежений структурною фіскальною реформою та пруденційним регулюванням. Частково ця відмінність відображала відсутність в Бразилії багатьох викривлень, які були присутні в Азії.

Заходи з оздоровлення та реформування фінансового сектору були необхідними як в Індонезії, так і в Кореї і були відповідним чином включені в програми. В Індонезії також важливо вирішити питання корпоративної реструктуризації, в тому числі шляхом реформування правової системи, але цей елемент був відсутній у перших двох програмах. Що стосується різних нефінансових заходів структурної реформи, включених до індонезійської та корейської програм, то багато з них могли бути корисними для підвищення довгострокової економічної ефективності, але вони не були необхідними для негайного подолання кризи.

В Індонезії багато заходів, пов'язаних з управлінням, було включено до січневої програми за наполяганням деяких основних акціонерів МВФ, які вважали, що довіру можна відновити, лише сигналізуючи про повний розрив з минулим. Але оцінка свідчить, що поширення нефінансових структурних умов призвело до втрати фокусу на критично важливих реформах у банківському секторі, які були більш важливими для відновлення стабільності. Поширення структурних умов могло також призвести до браку відповідальності на найвищому політичному рівні та відповідальності на найвищому політичному рівні та невиконання, що негативно вплинуло на довіру [39].

Програма відновлення довіри повинна включати стратегію донесення логіки програми до громадськості та ринків з метою посилення відповідальності країни та довіри до неї. Жодна з трьох програм спочатку не містила такої стратегії.

Аналогічно, ефективний діалог з ринками покращив би розробку програми через розуміння очікувань учасників ринку, а також допоміг би зміцнити довіру до програми. Важливо, щоб МВФ чітко пояснив логіку та стратегію програми, в тому числі виклав основні ризики, з широким зазначенням того, як політика буде реагувати на них.

Три випадки мають декілька спільних рис, притаманних кризам рахунку операцій з капіталом. У кожному випадку криза виникла через масові розвороти потоків капіталу, спричинені зміною ринкових настроїв. Короткострокові потоки відігравали провідну роль у цьому процесі, і важливим фактором було поширення кризи. Усі три кризи призвели до запровадження програм за підтримки МВФ із залученням значних обсягів ресурсів МВФ, доповнених ресурсами двосторонніх агентств та інших джерел.

В Індонезії та Кореї спостереження МВФ не викликали тривоги, оскільки криза відбувалася на тлі міцних макроекономічних основ, включаючи хороші показники зростання експорту, відносну цінову стабільність та широку фіскальну збалансованість. В обох випадках існували вразливі місця у вигляді слабкості фінансового сектору, високого рівня боргового навантаження на корпоративні баланси, слабкого управління державним та корпоративним секторами, а також зростання короткострокової незахищеної зовнішньої заборгованості. Ці потенційні вразливості різною мірою були виявлені в ході спостережень МВФ. Але їх серйозність та наслідки не були належним чином оцінені, оскільки вразливості були пов'язані з приватним сектором та фінансовою системою зокрема, які ще не є основними сферами нагляду МВФ. Вразливість фінансового сектору як в Індонезії, так і в Кореї означала, що криза в кожному випадку була «кризою-близнюком», коли криза платіжного балансу відбувалася одночасно з банківською кризою.

Бразилія, навпаки, продемонструвала чіткі ознаки критичних макроекономічних дисбалансів - хронічний дефіцит фіскального рахунку, зростання боргу державного сектору та підвищення реального обмінного курсу. Спостереження МВФ було набагато ефективнішим у виявленні цих вразливостей, оскільки вони були пов'язані з макроекономічною політикою та державним сектором - сферами, на яких

традиційно зосереджувалася увага МВФ. На відміну від Індонезії та Кореї, слабкість банківського сектору не була серйозною проблемою в Бразилії на момент кризи.

В усіх трьох країнах відбулося різке падіння валютних курсів, але падіння індонезійської рупії значно перевищило падіння корейської вон та бразильського реала, що свідчить про винятковий характер індонезійської кризи [41]. Обсяги виробництва різко впали в Кореї і ще більше в Індонезії, де також значно зросли масштаби бідності. В той час як в Кореї на другий рік після кризи спостерігався потужний підйом, в Індонезії відновлення затягнулося і в деяких аспектах ще не досягнуто повною мірою. Бразилія пережила кризу краще, ніж очікувалося, а її економіка продемонструвала позитивне зростання протягом наступного року після кризи.

Політичне середовище в цих трьох випадках також було дуже різним, і це мало значний вплив на ефективність антикризового управління в кожній країні. У Бразилії та Кореї, після деякої початкової невизначеності, спостерігалася сильна політична прихильність до програми, що сприяло досягненню довіри до неї. З іншого боку, в Індонезії економічна криза була ускладнена політичною кризою, що розвивалася, що зробило антикризове управління неефективним.

Після цих трьох криз МВФ здійснив багато ініціатив, спрямованих на посилення нагляду та розробку програм. Багато недоліків у надгляді та розробці програм, визначених у цьому звіті, вже були усунуті МВФ у його переглянутих політиках і процедурах. Незважаючи на це, для подальшого підвищення ефективності нагляду та антикризового управління МВФ необхідно продовжити роботу в кількох сферах. У звіті за результатами оцінювання було надано такі рекомендації.

На мою думку, слід застосовувати підхід «стрес-тестування» до аналізу вразливості країни до потенційної кризи рахунку операцій з капіталом. Чинні керівні принципи, переглянуті у вересні 2002 року, вже передбачають, що надгляд повинен включати «всебічну оцінку вразливості до кризи», що охоплює «економічні основи, які можуть вплинути на ринкові настрої», «ризик, що виникають у зв'язку з «ризик, що виникають у зв'язку з розвитком глобальних ринків» та «фактори, що впливають на здатність країни впоратися з раптовою зміною потоків капіталу». Такий підхід

дозволяє вжити упереджувальних при перших проявах валютної кризи заходів тому доцільно на нього спиратися зменшення негативних наслідко і для кращого кризового регулювання [36].

У звітах для консультацій з МВФ можна було б деталізувати основні потенційні шоки, з якими може зіткнутися економіка в найближчому майбутньому, дослідити ймовірні реальні та фінансові наслідки кожного з цих шоків, включаючи вплив на баланс, та обговорити плани влади щодо їх подолання. Таке обговорення має охоплювати ефективність існуючих систем соціального захисту як автоматичних фіскальних стабілізаторів, так і засобів пом'якшення впливу кризи на найбільш вразливі верстви населення.

Для досягнення кращого розуміння політичних обмежень, які можуть впливати на формування політики, консультаційні місії відповідно до Статті IV повинні прагнути до більш широкого діалогу з окремими особами, окрім високопосадовців економічного сектору, особливо з представниками вітчизняної та міжнародної фінансової спільноти.

МВФ має вжити додаткових заходів для посилення впливу нагляду, в тому числі зробити оцінки персоналу більш відвертими і більш доступними для громадськості.

Нещодавно переглянуті керівні принципи нагляду передбачають, що звіти про консультації з МВФ [36] повинні містити більш систематичну оцінку того, що відбулося в результаті попередніх політичних рекомендацій МВФ (разом з можливістю для органів влади прокоментувати ці рекомендації). Для того, щоб зробити такі оцінки більш актуальними в оперативному плані, МВФ міг би розробити процедури ескалації сигналізації, коли ключові вразливі місця не усуваються протягом кількох раундів спостереження.

МВФ також має вивчити можливість отримання «другої думки» ззовні, коли влада не погоджується з оцінкою персоналу з питань, які, на її думку, є системно важливими. Це дозволило б підвищити об'єктивність розгляду спірних питань у процесі нагляду і, можливо, посилити його вплив. Це також слугувало б будівельним блоком для ескалації сигналізації.

Звіти про консультації за статтею IV повинні публікуватися для створення більш обґрунтованої дискусії щодо необхідності структурних реформ, орієнтованих на запобігання кризовим ситуаціям. Громадськість також буде краще поінформована про основне обґрунтування реформ, які МВФ може згодом вважати необхідними у разі ухвалення програми. Заохочення публікації аналітичної роботи співробітників МВФ на рівні країн також сприятиме підвищенню якості рекомендацій МВФ та обговоренню питань державної політики.

## **Висновки до розділу 2**

Необхідно провести всебічний огляд підходу МВФ до розробки програм в умовах кризи рахунку руху капіталу. Внутрішні огляди МВФ вже дали багато важливих уроків для розробки програм, і ця оцінка висвітлила низку інших висвітлила низку інших. Запропонований перегляд або реструктуризація мають бути зорієнтовані на два ключові принципи:

- взаємодія слабких сторін балансу та ключових макроекономічних змінних має вирішальне значення для того, як економіка реагуватиме на кризу;
- Головною метою програми антикризового управління має бути відновлення довіри;
- Зокрема, набагато більше уваги слід приділяти взаємозв'язкам у платіжному балансі та їхнім наслідкам для сукупного попиту, особливо в умовах кризи рахунку капіталу;

З огляду на пов'язану з цим перспективу значної зміни обмінного курсу, очевидним з тематичних досліджень є те, що розробка програм на основі єдиного прогнозу зростання реального ВВП, який неминуче є результатом переговорів, може призвести до значних проблем у розробці макроекономічних програм.

Розробка програми повинна також передбачати можливість гнучкого реагування на несприятливі результати. Значні зміни ключових змінних в умовах кризи рахунку операцій з капіталом можуть дуже швидко зробити початкову програму неактуальною, а видимість наполегливої боротьби з невдалою програмою

може завдати шкоди ринку. невдалої програми може підірвати довіру ринку. Програмні документи повинні чітко визначати, як макроекономічна політика буде реагувати у випадку більш різкого, ніж заплановано, економічного спаду, і це повинно бути чітко доведено до відома громадськості. громадськості.

Слід переглянути традиційну систему умов, що базується на фінансовому програмуванні, щоб зрозуміти, чи слід її адаптувати до обставин кризи рахунку руху капіталу, і якщо так, то яким чином. Можливо, було б краще погодити, на додаток до критеріїв ефективності, механізм ініціювання консультацій з питань грошово-кредитної та фіскальної політики, з певним розумінням того, як потрібно змінювати комплекс заходів у світлі обставин, що змінюються. Саме такий підхід було застосовано в Кореї в грудні 1997 року при встановленні процентних ставок та в Індонезії в березні 1998 року, коли було визначено конкретні заходи щодо процентних ставок. Підхід до програмної обумовленості в країнах з офіційною системою інфляційного таргетування монетарної політики також еволюціонує в цьому напрямі.

Криза не повинна використовуватися як можливість форсувати давно назрілі реформи, якими б бажаними вони не були, у сферах, які не є критично важливими для подолання кризи.

Нарешті, розробка програми повинна включати узгоджену стратегію донесення логіки програми та будь-якої подальшої інформації, пов'язаної з програмою, до громадськості та ринків. Така стратегія повинна характеризуватися високим ступенем прозорості, включаючи негайну публікацію листів про наміри та раннє розкриття будь-якої несприятливої інформації.

Оскільки відновлення довіри є головною метою, МВФ має забезпечити, щоб пакет фінансування, включаючи всі його компоненти, був якісним і достатнім для відновлення довіри.

Пакети фінансування, підготовлені МВФ, не повинні покладатися на паралельне офіційне фінансування, якщо тільки умови доступу не є чіткими та прозорими і не пов'язані зі стратегією, яку підтримує МВФ. Спроби завищити загальний обсяг фінансування шляхом включення зобов'язань, взятих на



невизначених умовах, можуть підірвати довіру до зусиль з порятунку країни. Це означає, що для того, щоб МВФ міг відігравати ефективну роль антикризового координатора, він повинен мати адекватні власні фінансові ресурси, або ж надання додаткового офіційного фінансування повинно залежати від єдиної, передбачуваної системи умов.

У разі залучення паралельного фінансування з боку інших міжнародних фінансових інституцій, необхідно з самого початку визначити коло їхніх повноважень, включаючи механізми врегулювання розбіжностей у поглядах та спосіб, у який їхній внесок буде відображено у розробці програм. Це особливо важливо для співпраці з регіональними банками розвитку, для яких не існує встановлених процедур.

МВФ має відігравати центральну роль у визначенні обставин, за яких більш узгоджені зусилля (як це, зрештою, було зроблено в Кореї) можуть бути корисними для подолання обмежень, пов'язаних з «колективними діями». Це має базуватися на змістовному діалозі з приватним сектором, спираючись на нові механізми такого діалогу, які були створені в останні роки.

## РОЗДІЛ 3

# ШЛЯХИ УКРІПЛЕННЯ ВАЛЮТНОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ ДЛЯ ПОКРАЩЕННЯ ЇЇ ЗДАТНОСТІ ПРОТИСТОЯТИ СВІТОВИМ ВАЛЮНИМ КРИЗАМ

### 3.1. Специфіка прояву валютних криз в Україні

Протягом кількох років, до осені 2008 року, Україна демонструвала високі економічні показники, підтримувані сприятливою світовою кон'юнктурою та стійким внутрішнім попитом. Незважаючи на те, що світова фінансова криза поширювалася розвиненими країнами протягом майже року, український уряд вважав, що країна має імунітет до цієї міжнародної кризи. Дійсно, протягом перших дев'яти місяців 2008 року в Україні не спостерігалось значних ознак слабкості. Економіка зросла на 6,3%, інфляція почала знижуватися, а державні фінанси були в хорошій формі, оскільки зведений бюджет залишався профіцитним. Експорт зріс рекордно високими темпами на 50%, а чистий притік прямих іноземних інвестицій склав 9 млрд доларів США, повністю покривши дев'ятимісячний розрив поточного рахунку платіжного балансу. Нарешті, валові міжнародні резерви Національного банку досягли піку у 37 млрд. дол. США наприкінці вересня 2008 року [63].

Однак у жовтні 2008 року економіка почала слабшати. Поєднання глобальної нехіть до ризиків та падіння світового попиту і цін на сировинні товари призвело до скорочення ВВП на 8% протягом останнього кварталу 2008 року. Це зменшило кумулятивне зростання ВВП з 6,3% за перші три квартали року до лише 2,1% наприкінці 2008 року. Промисловість, торгівля та будівництво, які були рушійними силами економічного зростання у попередні роки, продемонстрували значне уповільнення темпів зростання, що призвело до зниження темпів зростання ВВП.

Зокрема, промисловість скоротилась майже на 25% протягом останніх трьох місяців 2008 року та на 32% у першому кварталі 2009 року [47]. Це погіршення було особливо помітним в експортно-орієнтованих галузях (таких як металургія та хімія)

та в секторах, що виробляють споживчі товари тривалого користування, закупівлі яких фінансувались за рахунок банківських кредитів. У четвертому кварталі 2008 року високі виробничі витрати та різке зниження світових цін на сталь та хімічну продукцію призвели до падіння виробництва в металургії та хімічній промисловості на 40% та 30% дпр, відповідно. Погіршення ситуації продовжилось у перші три місяці 2009 року, коли випуск у цих галузях скоротився на 43% та 39% відповідно. Гірничодобувна промисловість, яка залежить від попиту на сировину з боку металургії, втратила 20% [58]. Обмежений доступ до банківського кредитування знизив внутрішній попит на товари тривалого користування, такі як автомобілі та побутова електроніка. Крім того, несприятлива економічна ситуація в країнах СНД, які залишаються основним напрямком українського експорту машин та транспортного обладнання, чинила тиск на обсяги експорту.

У листопаді-грудні 2008 року експорт товарів з України скоротився в середньому на 16%. Але, незважаючи на скорочення експорту, імпорт скорочувався значно швидше – на 27% у грудні 2008 року. В результаті, грудневий місячний дефіцит торгівлі товарами у розмірі 0,8 млрд. дол. США був майже вдвічі нижчим, ніж середньомісячний дефіцит за перші одинадцять місяців 2008 року. У той час як експорт скоротився на 39% у січні-березні 2009 року, імпорт впав на 47%, випереджаючи темпи падіння експорту [29]. Падіння попиту на імпорт можна пояснити слабким внутрішнім попитом, пов'язаним з нижчою реальною заробітною платою, меншою доступністю кредитів та девальвацією гривні. Як наслідок, дефіцит торгівлі товарами та поточного рахунку платіжного балансу склав 1,4 млрд дол. США та 0,9 млрд дол. США, відповідно, що майже в чотири рази менше, ніж у відповідному періоді минулого року. Статистика торгівлі за січень-березень навряд чи може бути екстрапольована на решту 2009 року, оскільки газова суперечка між росією та Україною призвела до значного скорочення поставок імпортованого природного газу в січні [26]. Однак різке падіння імпорту машин та устаткування і споживчих товарів тривалого користування є чітким симптомом значного скорочення приватних витрат на імпорт (Табл. 3.1).

## Показники реального сектору України

|                                   | Січень-березень<br>2009 | Січень-березень<br>2008 | 2008 рік |
|-----------------------------------|-------------------------|-------------------------|----------|
| Продукція сільського господарства | 1.7                     | 0,2                     | 17.5     |
| Промислове виробництво            | -31.9                   | 7.8                     | -3.1     |
| Будівельні роботи                 | -56.7                   | 1.7                     | -16      |
| Оптова торгівля                   | -24.8                   | 8.6                     | -6       |
| Роздрібна торгівля                | -14                     | 27.2                    | 18.6     |
| Вантажні перевезення              | -37.4                   | 10.1                    | -0.2     |
| Перевезення пасажирів             | -11.5                   | 5.2                     | 4.5      |

Примітка. Побудовано автором на основі даних Державного комітета статистики.

Україна не була єдиною, хто зіткнувся з економічними труднощами наприкінці 2008 року. Ліквідність на міжнародних фінансових ринках зменшилась через втечу іноземних інвесторів до якості та нехиль до ризику, що супроводжувалась падінням цін на житло, сировинні товари та акції. Це призвело до різкого зростання вартості кредитних ресурсів. Як наслідок, ринки, що розвиваються, зіткнулися з істотним скороченням або розворотом припливу іноземного капіталу. Крім того, багато країн з ринками, що формуються, почали відчувати все більші труднощі з обслуговуванням зовнішніх боргів. Тим не менш, вплив глобальної кризи ліквідності на Україну був навіть глибшим, ніж на більшість інших ринків, що розвиваються, про що свідчить падіння виробництва, про яке йшлося вище, значна девальвація гривні по відношенню до долара США на 60% у 2008 році та падіння фондового індексу ПФТС на понад 74% у 2008 році - одне з найбільших падінь у світі [61].

Вразливість української економіки до нинішнього глобального економічного спаду була частково зумовлена відсутністю послідовної політики, спрямованої на підтримку довгострокового стійкого економічного зростання. Останній період економічного зростання підтримувався двома основними факторами: по-перше,

циклічно високими цінами на сировинні товари для експорту; по-друге, високим внутрішнім попитом, що стимулювався експансивною монетарною політикою та кредитуванням банківського сектору, яке фінансувалося переважно за рахунок іноземного капіталу.

Попит та споживання заохочувались. Водночас нехтувалась політика з боку пропозиції. Таким чином, криза стала результатом низхідної корекції нестійкого зростання реального сектору економіки та фінансового сектору. Слабкість пропозиції була зумовлена недостатнім впровадженням структурних економічних реформ, необхідних для створення основи для сталого зростання, підтримки довгострокового підвищення продуктивності та покращення міжнародної конкурентоспроможності країни. Очевидно, що сприятлива економічна кон'юнктура зменшила привабливість цих реформ з боку пропозиції. Крім того, фрагментованому політичному середовищу країни не вистачало критичної маси, необхідної для запуску політично складних структурних перетворень. Крім того, макроекономічне управління сприяло швидкому накопиченню внутрішніх та зовнішніх економічних дисбалансів, що додало значний компонент структурної нестабільності до економічного зростання. З огляду на ці вразливості, погіршення міжнародної економічної кон'юнктури призвело до глибокої економічної та банківської кризи в країні.

Фінансова криза є кінцевим результатом стійких макроекономічних дисбалансів. Більше того, якщо ці дисбаланси зумовлені вузьким набором факторів, пов'язаних з глобальними економічними циклами, то стабільність національної економіки стає заручником розвитку подій на світових ринках. Очевидно, що Україна зазнала саме такого типу макроекономічних дисбалансів, які стали наслідком глобального зростання цін на сировинні товари та періоду достатньої ліквідності на світових ринках капіталу.

Як наслідок, протягом кількох років в країні сформувалися три основні вразливості:

- швидке зростання дефіциту поточного рахунку;
- збільшення зовнішньої короткострокової заборгованості банків та корпорацій;

– зростання слабкості банківської системи на тлі швидкої кредитної експансії та неадекватних кредитних стандартів для позичальників.

Ці три фактори вразливості зробили Україну більш вразливою до міжнародної фінансової кризи. Ця комбінація економічних ризиків досягла критичної точки, коли українська економіка спіткнулася після різкого погіршення світової економіки в останньому кварталі 2008 року. Ми обговоримо ці три фактори вразливості в наступних розділах.

Українська економіка структурно залежить від експорту невеликої кількості промислових товарів, таких як чорні метали, мінеральні продукти та хімічна продукція (на метали та мінеральні продукти припадає 52% загального експорту з України, порівняно з 12% у Німеччині). З іншого боку, продукція з вищою доданою вартістю, така як машини, обладнання та транспортні засоби, становить лише 16,4% всього українського експорту порівняно з 52% у Німеччині [44]. Така концентрація експорту наражає Україну на внутрішню макроекономічну нестабільність, оскільки ціни на сировинні товари є більш волатильними, ніж ціни на продукцію обробної промисловості. У свою чергу, це призвело до більшої волатильності експортних та податкових надходжень, що значно посилило негативну реакцію української економіки на глобальний економічний цикл. Так, різке скорочення експортних надходжень на тлі падіння світового попиту на сталь посилило девальваційний тиск на національну валюту та створило значну діру в державному бюджеті. Крім того, ключові експортні ринки України зосереджені у вузькій групі країн СНД та ЄС: На Туреччину, Італію, Польщу, Білорусь та Німеччину припадає майже половина всього українського експорту. Як наслідок, експорт значною мірою залежить від економічної кон'юнктури в цих кількох країнах.

Що стосується імпорту, то Україна є країною з обмеженими покладами нафти та газу і залежить від закупівель цих продуктів з декількох країн. Це також робить економіку особливо вразливою до коливань цін на світових товарних ринках на ці продукти.

Протягом 2000-2007 років сприятливі тенденції на експортних ринках дозволили Україні сформувати значне позитивне сальдо зовнішньої торгівлі.

Протягом 2006-2007рр, експорт товарів з України зростав у середньому на 20%. Більше того, протягом перших дев'яти місяців 2008 року експорт збільшився на 50% на фоні стрімкого зростання світових цін на залізо та сталь [58].

Водночас зростання споживчого та інвестиційного попиту (частково стимульованого експансивною кредитною та монетарною політикою), а також підвищення цін на сировину та енергоносії призвели до прискорення зростання імпорту. Протягом 2006-2007 років середньорічні темпи зростання імпорту товарів становили 30%, прискорившись до 60% за дев'ять місяців 2008 року. В результаті, починаючи з 2005 року зовнішньоторговельний баланс України є дефіцитним. Ці високі дефіцити зовнішньої торгівлі штовхають баланс поточного рахунку все глибше у від'ємну зону. У 2008 році дефіцит поточного рахунку досяг 13 млрд. дол. США або 7,2% від ВВП [62].

Дефіцит поточного рахунку можна було б утримувати протягом певного часу, якби він покривався прямими іноземними інвестиціями (ПІІ) або довгостроковими зовнішніми запозиченнями. Однак, незважаючи на 9,7 млрд. дол. США ПІІ, отриманих Україною у 2008 році, ця сума не покрила дефіцит поточного рахунку. За нормальних умов країна могла б залучити все необхідне зовнішнє фінансування для покриття розриву, що утворився [40]. Однак зовнішнє фінансування стало набагато складніше отримати через обмеженість світових кредитних ринків, занепокоєння інвесторів щодо ринків, що розвиваються, в цілому, слабкі макроекономічні показники України та значний обсяг непогашеного зовнішнього боргу приватного сектору. Дійсно, протягом останнього кварталу 2008 року рахунок операцій з капіталом України також мав дефіцит у розмірі 6,1 млрд. дол. США [36]. Дефіцит поточного рахунку та рахунку операцій з капіталом призвів до послаблення обмінного курсу гривні та скорочення золотовалютних резервів центрального банку.

Стабільність обмінного курсу в майбутньому залежатиме від стійкості експортних надходжень та можливості отримати достатнє зовнішнє фінансування. Щодо першого фактору, то зберігаються суттєві ризики погіршення ситуації. Зокрема, падіння світових цін на товари українського експорту (сталь та хімічна продукція) та економічні негаразди на ключових експортних ринках

продовжуватимуть негативно впливати на український експорт. Крім того, слабка економічна активність в країнах ЄС та уповільнення економічного зростання в регіоні СНД, ймовірно, призведе до скорочення грошових переказів заробітчани в Україну. Статистика платіжного балансу за січень-березень 2009 року відповідає цим очікуванням. У першому кварталі 2009 року експорт впав на 39% через падіння продажів металів, хімічної продукції, машин та транспортних засобів. Водночас профіцит рахунку поточних трансфертів був на 26% нижчим, ніж роком раніше. Позитивним моментом є те, що дефіцит рахунку поточних операцій буде стримуватись нижчим внутрішнім попитом на імпорт через знецінення гривні, жорсткішу фіскальну та монетарну політику, а також слабшу економічну активність. Дійсно, протягом останніх місяців 2008 року імпорт почав скорочуватись і впав на 47% у січні-березні 2009 року. В результаті розрив рахунку поточних операцій склав 0,9 млрд. дол. США в першому кварталі 2009 року. Це означає, що дефіцит поточного рахунку, ймовірно, становитиме близько 3,3 млрд. дол. США або близько 3% від ВВП. Беручи до уваги, що Україна може отримати до 3 млрд. дол. США прямих іноземних інвестицій у 2009 році, такий розрив поточного рахунку навряд чи збільшить макроекономічні ризики понад контрольовані пропорції [40].

В той час як розрив поточного рахунку як джерело зовнішньої вразливості України виглядає керованим, друга вразливість - значні виплати за зовнішнім боргом – може стати головною загрозою макроекономічній та фінансовій стабільності у 2009 році.

За останні кілька років загальний зовнішній борг України збільшився більш ніж удвічі, досягнувши 103,2 млрд. дол. США на кінець 2008 року. Його короткострокова складова зі строком погашення до одного року, за даними НБУ, становить 24 млрд. дол. США (включаючи приватний та державний короткостроковий борг) [52].

Однак фактична сума приватного зовнішнього боргу, що підлягає погашенню у 2009 році, є вищою. По суті, НБУ класифікує зовнішні запозичення на основі їх початкового строку погашення. Це означає, що 2-річна приватна зовнішня позика, залучена у червні 2007 року, все ще відображається НБУ як середньострокове зобов'язання, хоча вона має бути погашена менш ніж через шість місяців. Дійсно, за



різними оцінками, ця короткострокова складова середньо- та довгострокового боргу може скласти додатково 14 млрд. дол. до виплат у 2009 році. Таким чином, загальний обсяг зовнішнього боргу, що підлягає погашенню або рефінансуванню у 2009 році, може скласти до 38 млрд. дол. США. Ця сума значно перевищує валові іноземні резерви НБУ, які на початок 2009 року становили близько 31 млрд. дол. США. У таблиці нижче показано потреби України у зовнішньому фінансуванні у 2009 році (Табл. 3.2) [30].

Таблиця 3.2

Потреби України у зовнішньому фінансуванні у 2009 році (млрд. дол. США)

|   | 2009 |
|---|------|
| Короткострокові виплати приватного боргу                      | -22  |
| Короткострокова частина середньострокового боргу              | -14  |
| Потреби державного сектора в обслуговуванні зовнішнього боргу | -2   |
| Прогнозований дефіцит поточного рахунку                       | -3   |
| Ймовірні вимоги до зовнішнього фінансування                   | -41  |
| Ймовірний приплив ПШ  | 3    |
| Ймовірні вимоги до зовнішнього боргу                          | -38  |
| Наявні резерви НБУ на початок 2009р                           | 31   |

Примітка. Побудовано автором на основі даних Державного комітета статистики.

Ці цифри означають, що значні виплати за короткостроковим боргом у 2009 році є основними ризиками, які можуть спричинити несприятливий розвиток подій для України у 2009 році. Але не весь короткостроковий борг потрібно погашати. За нашими оцінками, близько половини суми, що підлягає погашенню у 2009 році, скоріш за все, буде рефінансовано, оскільки вона являє собою торгові кредити та запозичення комерційних банків від їх материнських іноземних банків. Фактично, на початку 2009 року багато іноземних банків оголосили про підтримку капіталу своїх українських дочірніх банків. Крім того, кредит «стенд-бай» МВФ у розмірі 16,5 млрд. дол. США (близько 10 млрд. дол. США з яких може бути надано протягом 2009 року), а також додаткова підтримка з боку інших міжнародних фінансових установ

(Світового банку, ЄБРР, Європейського інвестиційного банку) допоможуть зменшити потреби приватного сектору у зовнішньому фінансуванні.

Значний дефіцит рахунку поточних операцій у 2008 році та значний обсяг короткострокового боргу, що підлягає погашенню у 2008/2009 роках, у поєднанні зі зниженням обсягів зовнішнього фінансування, призвели до девальвації гривні до долара США на 60% протягом 2008 року. З жовтня 2008 року по березень 2009 року НБУ намагався згладити девальвацію гривні шляхом продажу 14,7 млрд. дол. США міжнародних резервів та застосування адміністративних заходів. Але відсутність прозорості та послідовності у заходах НБУ підірвала довіру, що призвело до нестабільності обмінного курсу [50].

Тим не менш, девальвація гривні 2009 року пов'язана з тим, що протягом багатьох років Україна мала високу інфляцію, в той час як обмінний курс утримувався стабільним. Цю втрату зовнішньої конкурентоспроможності потрібно було якось відновити.

Протягом останніх кількох років Україна стала свідком безпрецедентного банківського кредитного буму, який був спричинений кращим доступом до світових ринків капіталу, приходом багатьох банків з іноземним капіталом та м'якою внутрішньою грошово-кредитною політикою. Як результат, внутрішнє кредитування зростало в середньому на 70% на рік протягом останніх трьох років. Хоча в Україні співвідношення банківського кредитування домогосподарств та корпоративного кредитування до ВВП (48% та 29% відповідно) є нижчим, ніж у розвинутих країнах, більше половини всіх кредитів в українській банківській системі деноміновано в іноземній валюті [57]. Це означає, що як позичальники, так і комерційні банки наражаються на валютні ризики, оскільки в багатьох випадках ці ризики не можуть бути хеджовані валютними грошовими потоками, які можуть бути використані для погашення заборгованості. Україна також зазнавала впливу валютних крих наприклад у 2014 році, але більш гостро він проявився все таки у 2008 році.

Стрімке зростання внутрішнього кредитування відбулося за рахунок якості банківських активів. Так, багато міжнародних досліджень свідчать, що дуже високі темпи зростання кредитування часто призводять до збільшення частки проблемних

кредитів, оскільки банкам не вистачає часу та ресурсів для належного опрацювання кредитних заявок. За даними НБУ, частка непрацюючих кредитів (кредитів, що класифікуються як субстандартні, сумнівні та безнадійні) була досить високою і становила 13,2% у 2007 році [49]. Така висока частка непрацюючих кредитів пояснюється структурними недоліками банківського сектору, такими як слабкий регуляторний нагляд та пом'якшені стандарти кредитування.

Наразі погане управління ризиками та погіршення економічних умов, ймовірно, призведе до підвищення кредитних ризиків у банківському секторі та рівня непрацюючих кредитів. Зокрема, очікується, що економіка увійде в період різкого сповільнення, що призведе до підвищення рівня безробіття та зниження реальних доходів домогосподарств. Додайте до цього значну девальвацію гривні і можливим результатом стане збільшення кількості позичальників, які можуть допустити дефолт за своїми банківськими кредитами.

За даними НБУ, частка сумнівних та безнадійних кредитів (але без урахування субстандартних кредитів) зросла з 2,7% на початку 2008 року до майже 3,9% на кінець року. За попередніми даними, станом на 1 квітня 2009 року цей показник міг зрости до 6,3% [40]. Це означає, що ризик платоспроможності буде основним викликом для банківської системи в найближчому майбутньому. Зростання ризиків платоспроможності негативно впливає на здатність комерційних банків надавати нові кредити та може підірвати довіру до банківської системи. В першу чергу, банки будуть змушені збільшити резерви на покриття можливих кредитних збитків та зменшити власний капітал, щоб позбутися проблемних кредитів. Як наслідок, банки навряд чи зможуть знайти додаткові джерела фінансування для кредитування приватного сектору.

Україна не застрахована від ризиків класичного банківського банкрутства. На щастя, своєчасні дії НБУ допомогли запобігти масовому поширенню недовіри клієнтів через банківську систему. Зокрема, в середині вересня 2008 року шостий за величиною український банк зіткнувся з відтоком депозитів. Національний банк України швидко відреагував, надавши 5 млрд. грн. (близько 1 млрд. дол. США) екстреного рефінансування, а згодом взяв цей банк під свій контроль. Тим не менш,

цей інцидент залишив першу тріщину в довірі громадськості до української банківської системи [51].

Крім того, зусилля НБУ зі стабілізації банківського сектору не супроводжувалися послідовною та надійною урядовою стабілізаційною програмою, що підірвало довіру громадськості до спроможності влади впоратися з фінансовою кризою. Як наслідок, близько 13 млрд. дол. США депозитів було вилучено з банківської системи до кінця березня 2009 року.

Отже, сьогодні банки навряд чи можуть розраховувати на депозити як на надійне джерело фінансування та ліквідності. Обмежена ліквідність, в свою чергу, призвела до того, що деякі банки порушили строки погашення як внутрішніх, так і зовнішніх зобов'язань, в той час як ряд банків було взято під контроль НБУ. Підвищення кредитних ризиків та ризиків платоспроможності призвело до перегляду кредитних рейтингів багатьох українських банків міжнародними рейтинговими агентствами в бік зниження. Все це призвело до подальшого зростання ризиків рефінансування в банківській системі України.

### **3.2. Інструменти попереднього упередження впливу наслідків валютних криз в Україні**

Економічне зростання в Україні частково пояснювалось притоком іноземних кредитів та високим світовим попитом на промислові метали. Обидва фактори стрімко слабшають з початком світової фінансової кризи. Як наслідок, економіка неминуче зазнає корекції в найближчій перспективі. Крім того, перехід до більш стійкого і стабільного зростання може бути складним і тривалим. Це означає, що роль уряду в управлінні цим переходом є фундаментальною для мінімізації соціальних та фіскальних витрат і забезпечення збалансованого економічного відновлення.

Таким чином, економічна та фінансова стабілізація в Україні потребує невідкладної, комплексної та цілісної програми дій. Ця програма включає наступні п'ять ключових компонентів:

- створення потужних організаційних механізмів для протистояння кризі;
- забезпечення суттєвої іноземної фінансової допомоги;
- впровадження комплексної програми для проблемних банків та їхніх позичальників;
- впровадження програми макроекономічної стабілізації;
- здійснення структурних реформ для відновлення економічного та експортного зростання [35].

По суті, всі країни, які успішно подолали кризу, створили Орган з широкими юридичними повноваженнями (щоб він міг діяти оперативно) та незалежністю від центрального банку (щоб уникнути конфлікту між монетарними цілями та фіскальними витратами). Цей орган повинен укласти Меморандум про взаєморозуміння між урядовими установами (НБУ, Міністерством фінансів, Міністерством економіки та ін.) для уточнення обов'язків та дій щодо подолання кризи. Він також повинен укласти Меморандум про взаєморозуміння з іншими центральними банками країн, які мають велику банківську присутність в Україні, для полегшення координації, обміну інформацією та можливого фінансування. Орган повинен розробити систему раннього попередження за ключовими показниками, яка покаже, чи збільшується глибина кризи, чи ні, і дозволить своєчасно модифікувати стабілізаційну програму. Він також повинен уважно стежити за обсягами зовнішнього боргу приватного сектору (банківського та небанківського), що підлягає погашенню протягом наступних 12 місяців [49].

На жаль, центральне управління та координація заходів з подолання кризи в Україні були слабкими через політичні розбіжності та невизначеність. Не існує спеціального антикризового органу, відповідального за подолання кризи. Як НБУ, так і уряд вживають заходів заходи, але погана координація та відсутність прозорості часто призводили до суперечливих заяв, що підривало довіру громадськості. до суперечливих заяв, що підриває довіру громадськості. За відсутності формального органу, програма МВФ слугувала ефективним механізмом координації. Програма МВФ та її вимога щодо наявності офіційного Меморандуму про взаєморозуміння стосовно заходів у фіскальній, монетарній та банківській сферах забезпечували єдину

платформу, яка мала бути узгоджена всіма відповідними установами. Оскільки політична невизначеність, ймовірно, збережеться протягом 2009 року, продовження виконання Програми МВФ є важливим для забезпечення того, щоб необхідні заходи були дійсно впроваджені всіма зацікавленими державними установами.

Під час минулих фінансових криз постраждали країни з ринками, що формуються, змогли подолати кризу лише тоді, коли їм вдалося залучити достатнє середньострокове іноземне фінансування, щоб запевнити іноземних кредиторів у тому, що вони мають достатньо валютних ресурсів для обслуговування всього свого короткострокового боргу. Наприклад, у 1994 році Мексиці довелося залучити 50 млрд. дол. США іноземного фінансування. У 1997 році три головні азійські країни, що зазнали кризи (Таїланд, Корея та Індонезія), повинні були отримати понад 112 млрд. дол. США іноземної підтримки [58].

Головною вразливістю України дійсно є значний обсяг зовнішнього боргу, що підлягає погашенню у 2009 році. Тому уряд мав рацію, коли терміново звернувся за середньостроковим фінансуванням до офіційних міжнародних фінансових інституцій. В останньому кварталі 2008 року Україна подала заявку та отримала кредити від МВФ (16,5 млрд. дол. США) та Світового банку (0,5 млрд. дол. США) [42]. Схвалення програми МВФ також сприяло підвищенню довіри до українського уряду, оскільки ця програма передбачала комплекс стабілізаційних заходів для подолання фінансово-економічної кризи. Зокрема, програма передбачала стримування сукупного попиту шляхом проведення більш жорсткої фіскальної та монетарної політики, а також девальвації національної валюти. Крім того, позитивна відповідь МВФ відкрила Україні доступ до альтернативних зовнішніх джерел фінансової допомоги. Багато країн, міжнародних інституцій та приватних інвесторів покладаються на думку МВФ, оскільки виконання програми МВФ зазвичай означає, що економічна стратегія країни є обґрунтованою та сталою. Україна вже подала заявки на двостороннє та багатостороннє фінансування з інших міжнародних джерел, включаючи Японію, росію, ЄБРР та ЄІБ.

Українська влада повинна продовжувати продуктивний діалог з Міжнародним валютним фондом для забезпечення повного та своєчасного надходження всіх

коштів, виділених Україні на 2009 рік. По суті, успіх співпраці України з МВФ є єдиним достовірним показником серйозності намірів України щодо проведення необхідних структурних та економічних реформ. Це означає, що Україна може залучати додаткове зовнішнє фінансування для покриття бюджетного дефіциту від інших міжнародних фінансових організацій та в рамках двосторонніх угод лише за наявності програми МВФ.

Не менш важливими є дії влади, спрямовані на вирішення проблеми короткострокового боргу приватного сектору, які можуть допомогти забезпечити достатнє зовнішнє фінансування у 2009 році. Зокрема, НБУ посилив моніторинг приватного зовнішнього боргу. Комерційні банки повинні щоквартально звітувати про суму свого зовнішнього боргу та боргу своїх клієнтів, що підлягає погашенню протягом наступних 12 місяців [32]. Нарешті, українська влада пообіцяла підтримати приватні корпорації та банки в їхніх зусиллях щодо реструктуризації поточної короткострокової зовнішньої заборгованості та заохочувати приватні компанії до збільшення акціонерного капіталу.

Більшість країн, які зіткнулися з фінансовими кризами, виявили, що слабкі сторони та ризики в банківському секторі вимагають скоординованих та всеохоплюючих політичних заходів для відновлення життєздатності банків. Функціональність банківського сектору, тобто здатність банків здійснювати фінансове посередництво, має бути відновлена. Національний банк України та уряд розробили обґрунтовану програму роботи з проблемними банками, яка базується на міжнародному досвіді. Однак, потенційний зрив програми оздоровлення банківського сектору та ризик відтоку банківських коштів наразі є найсерйознішим ризиком для стабільності в країні.

Урядова програма в першу чергу зосереджена на рекапіталізації слабких банків. Найбільші 17 банків завершили аудит, який проводився міжнародними аудиторами. Іноземні банки вже підтвердили свої плани щодо рекапіталізації своїх українських дочірніх банків на суму 2 млрд. дол. США, при цьому 1 млрд. дол. США буде надано місцевими банками. Наразі триває аудит середніх банків. Було вжито низку заходів для запобігання поширенню паніки та недовіри в банківській системі. В середині

жовтня 2008 року НБУ запровадив шестимісячну заборону на дострокове зняття строкових депозитів та посилив правила видачі кредитів в іноземній валюті. На початку листопада 2008 року гарантію за вкладками фізичних осіб було збільшено втричі - до 150 тис. грн [50]. З жовтня 2008 року НБУ активно підтримував ліквідність комерційних банків через операції рефінансування. Тим часом, тринадцять банків було взято під тимчасову адміністрацію НБУ, а один з них було продано новим акціонерам. Ще в кількох банках було запроваджено моніторинг центрального банку. Однак, масштаби економічних проблем в Україні означають, що банківська система може залишатися слабкою в найближчій перспективі. Тим не менш, вжиті заходи допомогли суттєво знизити ризик неплатоспроможності банків. заходи допомогли суттєво знизити ризик колапсу національної банківської системи та помітно пом'якшили негативний вплив світової фінансової кризи.

Реалізація програми оздоровлення банківського сектору має базуватися на таких ключових принципах:

- пріоритетність рішень, запропонованих приватним сектором;
- мінімізація витрат для платників податків та вкладників;
- справедливе покарання акціонерів та менеджерів, які вдавалися до необдуманих ризикованих дій;
- компетентна, незалежна та прозора оцінка потреб банків у вливаннях капіталу;
- чіткі, обґрунтовані та політично нейтральні умови для банків, які отримують державні кошти [68].

Ключовим наступним кроком для банків є зосередження на очищенні своїх балансів від непрацюючих кредитів. Влада повинна сприяти цьому процесу, підтримуючи ринкову інфраструктуру, яка дозволить швидко і правильно визначати ринкову вартість проблемних активів. Нарешті, уряд повинен уникати надання допомоги безвідповідальним акціонерам та менеджерам і підтримувати швидке та впорядковане врегулювання проблемних кредитів. Якщо всі ці зусилля будуть структуровані за допомогою надійних інституційних механізмів, банківський сектор



незбаром стабілізується завдяки виживанню та консолідації платоспроможних і чистих банків.

Нарешті, уряд повинен розглянути механізм допомоги корпораціям і банкам, які можуть оголосити дефолт за зовнішнім боргом, у рефінансуванні їхніх зовнішніх зобов'язань. Необхідно отримати достовірну інформацію про щомісячні строки погашення цих боргів та допомогти боржникам у розробці реальних схем реструктуризації боргів та планів на випадок непередбачених обставин.

Я вважаю, що під час фінансової кризи в більшості країн, що розвиваються, необхідна жорстка фіскальна та монетарна політика для стримування сукупного попиту, уникнення повторення значного дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, зниження інфляційних очікувань та забезпечення стабільності обмінного курсу. В іншому випадку фінансова криза може поширитися на реальний сектор економіки, негативно впливаючи на ті сектори, які мають високу зовнішню заборгованість. Незважаючи на необхідність проведення жорсткої фіскальної політики, фіскальна підтримка може знадобитися для порятунку банківського сектору, оскільки функціонуюча банківська система є необхідною умовою для відновлення притоку кредитів в реальний сектор економіки, що стимулює економічне відновлення.

### **3.3. Система заходів подолання проблем в Україні у випадку виникненні валютних криз**

Українська влада вже вжила заходів щодо посилення фіскальної та монетарної політики. У жовтні 2008 року уряд заморозив заробітну плату в бюджетному секторі, а на початку березня 2009 року вдвічі скоротив заробітну плату високопосадовців. У листопаді-грудні 2008 року було суттєво скорочено бюджетні видатки на державне управління. У 2008 році дефіцит бюджету на рівні 1,5% від ВВП був нижчим за початковий план на рік [43].

Однак, незважаючи на зобов'язання українського уряду зберегти збалансований бюджет у 2009 році, ухвалений Закон про Державний бюджет

передбачав дефіцит на рівні понад 3% від ВВП, в той час як бюджетні доходи були розраховані на основі досить оптимістичного макроекономічного прогнозу. Після коригування на програму рекапіталізації банків цей дефіцит може скласти 75 млрд. грн. (9,4 млрд. дол. США) або 7% від прогнозованого ВВП. Наразі уряд намагається залучити середньострокове фінансування від низки країн та інституцій для фінансування цього дефіциту [36]. Але цих ресурсів, ймовірно, буде недостатньо. Тому уряд хотів використати внутрішні ринки для залучення додаткового фінансування бюджетного дефіциту. Однак казначейські аукціони на внутрішньому ринку виглядали все більш ймовірним провалом через дефіцит фінансування в національному банківському секторі та відносно низьку банківському секторі та відносно низької дохідності запропонованих цінних паперів. Крім того, можливість продажу ОВДП НБУ ставила під загрозу незалежність НБУ та могла підірвати цінову стабільність. Після фінансово-економічних криз 1990-х років пряме фінансування НБУ державних видатків було заборонено. Однак, початковий варіант бюджету на 2009 рік містив лазівки, які дозволяли уряду обходити це обмеження. Згідно зі статтею 84 Закону про бюджет на 2009 рік [2], НБУ має три дні для купівлі казначейських зобов'язань у комерційних банків на вимогу будь-якого банку. Це підвищило ризики втрати контролю над ціновою стабільністю та створило додатковий девальваційний тиск на обмінний курс гривні.

Ці ризики для цінової стабільності, пов'язані з джерелами фінансування дефіциту, стали основними причинами затримки з наданням другого траншу МВФ у лютому 2009 року. Крім того, вимоги МВФ та макроекономічні прогнози були розроблені на початку листопада 2008 року і мали бути скориговані з урахуванням несподівано раптового економічного спаду протягом останніх чотирьох місяців. У зв'язку з цим українська влада звернулася до МВФ з проханням переглянути вимоги програми. МВФ прийняв це прохання та погодився збільшити цільовий дефіцит бюджету до 4% ВВП (без урахування коштів на рекапіталізацію банків) за умови, що цей дефіцит буде фінансуватися лише за рахунок обмеженої грошової емісії. Українська влада, в свою чергу, погодилася посилити незалежність центрального банку шляхом вилучення з бюджету на 2009 рік положень, які дозволяли монетизацію

бюджетного дефіциту. Уряд також погодився підвищити деякі акцизи та вирішити фінансові проблеми Пенсійного фонду та НАК «Нафтогаз України». На основі цих домовленостей очікується відновлення програми МВФ у травні 2009 року [34]. Відновлення програми МВФ також розблокує інші зовнішні джерела фінансової допомоги, такі як Світовий банк, ЄБРР та ЄІБ. За фінансової підтримки основних міжнародних фінансових інституцій зовнішні фінансові потреби України на 2009 рік є керованими. Це підвищує ймовірність того, що кризу вдасться стримати у 2009 році. Але нам потрібно буде побачити, чи будуть дотримані жорсткі фіскальні та монетарні умови, включені до Програми МВФ, протягом цього року президентських виборів.

Зазначені вище жорсткі фіскальні та монетарні заходи в Програмі макроекономічної стабілізації є необхідними. Але стабілізаційні заходи знизять економічне зростання та призведуть до підвищення рівня безробіття. З цієї причини урядова програма повинна також включати заходи для відновлення економічного зростання та експорту.

Можливість використання фіскальних стимулів для відновлення зростання стримується обмеженою доступністю неінфляційних зовнішніх довгострокових позик. Крім того, в умовах зниження темпів економічного зростання фіскальна позиція може швидко погіршитись через падіння податкових надходжень. Ситуація може бути ще більш складною в країнах, які увійшли в кризу зі слабкою фіскальною позицією, підірваною попереднім збільшенням видатків. З огляду на це, рішення про збільшення бюджетних видатків під час економічних спадів має зважувати ризики значно слабшої фіскальної позиції у найближчій перспективі (на фоні високого бюджетного дефіциту та зростання державного боргу) порівняно зі здатністю фіскальних стимулів стабілізувати економіку та підтримати економічне відновлення. Очевидно, що ефективність фіскальної політики, а також можливості фіскального стимулювання залежать від конкретних структурних параметрів країни. Але для більшості експортно-орієнтованих та імпортозалежних економік, що розвиваються, додаткові фіскальні заходи, спрямовані на збільшення сукупного попиту, можуть не мати значного впливу на внутрішнє виробництво. Насправді, значні фіскальні видатки можуть бути просто поглинуті фіскальні видатки можуть бути просто

поглинуті зростанням імпорту з обмеженим впливом на місцеве виробництво та робочі місця. Цей ефект був би ще більш важливим, якби початкове економічне сповільнення було спричинене слабким зовнішнім попитом, а не падінням внутрішнього попиту (як це має місце в Україні). Фіскальне стимулювання також мало б сумнівну цінність, коли численні структурні та інституційні недоліки обмежували б можливість сильної реакції з боку місцевої пропозиції.

Девальвація гривні 2009 року допомогла відновити конкурентоспроможність українського експорту і частково пом'якшила негативний вплив зниження світових цін на сировинні товари. Однак, економічні показники свідчать про те, що девальвація сама по собі не була достатньою для компенсації слабшого зовнішнього попиту. Це означає, що необхідна послідовна програма відновлення економічного зростання.

Зважаючи на обмежені можливості ефективного фіскального стимулювання, найбільш реалістичним варіантом відновлення економічного зростання є заохочення стійкого економічного відновлення під керівництвом приватного сектору. Таке відновлення сприятиме збільшенню обсягів виробництва, створенню нових робочих місць та забезпеченню надійних податкових надходжень, які в майбутньому будуть використані для погашення державного боргу. Для досягнення цієї мети уряд має вжити заходів щодо покращення бізнес-середовища для залучення приватних внутрішніх та зовнішніх інвестицій. Як зазначено в різних звітах Фонду Блейзера, конкурентні недоліки України мають системний характер і можуть бути виправлені лише за допомогою сильної програми реформ. Покрокові реформи є недостатніми в нинішніх умовах. Щоб залучити інвестиції та відновити зростання, Україна повинна надіслати дуже сильний сигнал про те, що країна серйозно налаштована на покращення інвестиційного клімату. Для цього країні необхідно зробити якісний стрибок у реформах та вжити певних «драматичних» заходів, як на короткострокову, так і на середньострокову перспективу.

На мою думку, багато структурних реформ потребують сильної політичної волі для впровадження непопулярних заходів. Вплив багатьох структурних перетворень зазвичай матеріалізується в середньостроковій перспективі, що ще більше послаблює ентузіазм діючих політиків щодо цих заходів. Дійсно, зусилля, спрямовані на

визначення довгострокового вирішення української кризи, зайшли в глухий кут через тривалу політичну нестабільність. Однак ця криза надає політичним лідерам можливість зробити складний вибір щодо пенсійної реформи, реформи державного управління, податкової та регуляторної реформ, судової реформи тощо. Ця можливість не повинна стати жертвою сумнозвісної нездатності української влади налагодити ефективну координацію з ключових соціальних та економічних питань. Існує багато низьковитратних політичних рішень, які можуть забезпечити позитивну економічну віддачу навіть у короткостроковій перспективі.

### **Висновки до розділу 3**

Ці короткострокові заходи включають негайне проведення регуляторного очищення, щоб позбутися всіх застарілих та рудиментарних законів та нормативних актів, які шкодять ринковій конкуренції та допускають надмірне державне втручання. Для того, щоб розпочати цей процес та уникнути помилок, допущених у 2005-2006 роках під час першого перегляду регуляторного середовища, уряд повинен створити мобільну координаційну групу при Державному комітеті з питань регуляторної політики та підприємництва. Ця група повинна мати юридичні повноваження для перегляду законодавства, що регулює підприємницьку діяльність, та усунення законів і нормативних актів, які невиправдано збільшують витрати на ведення бізнесу в Україні. Крім того, ця група повинна заручитися підтримкою та співпрацею з боку всіх зацікавлених державних органів. Якщо окремі закони або нормативні акти мають бути скасовані через Верховну Раду, Президент, Прем'єр-міністр або Кабінет Міністрів повинні бути готові подати відповідні законопроекти до Парламенту. Група повинна завершити свій огляд у стислі та чіткі строки (бажано до кінця 2009 року). Нормативно-правові акти, які не будуть відібрані групою, мають стати непотрібними автоматично після завершення цього перегляду.

Необхідна експертиза та фінансування для цієї роботи можуть бути отримані або від міжнародних інституцій, таких як Світовий банк, ЄБРР, або від міжнародних агенцій розвитку з США, Великобританії, Швеції, Канади та інших країн.

Усунути корупцію в митних та податкових адміністраціях шляхом передачі управління цими установами авторитетній та незалежній іноземній агенції. Очевидно, що Україні не вистачає ресурсів для ефективної боротьби з корупцією. Це означає, що це завдання має бути передане на аутсорсинг компетентному агентству з потужним міжнародним досвідом. Наприклад, приватна міжнародна компанія з розвитку Crown Agents of the UK працює у більш ніж 100 країнах світу. Аналогічну угоду слід спочатку укласти для управління українськими митницями. Процес має бути розпочато негайно, а початковий контракт має бути підписаний щонайменше на 2 роки. Після того, як будуть отримані та оцінені перші результати, слід підписати новий контракт на аутсорсинг управління українською податковою адміністрацією.

Вартість такого аутсорсингу може бути профінансована міжнародними установами, такими як Світовий банк або ЄБРР, або фінансова допомога може бути отримана в рамках технічної допомоги ЄС.

Запустити широку програму «Стоп корупції». Створити спеціальний веб-сайт та відкрити безкоштовну публічну телефонну лінію, на яку можна буде анонімно повідомляти про випадки корупції. Керувати цим процесом повинна спеціальна мобільна група з провідною роллю Інтерполу.

Експертиза для структурування та управління цією програмою, а також фінансування можуть бути забезпечені або міжнародними агентствами розвитку, або фондами технічної допомоги ЄС.

## ВИСНОВКИ

Валютна криза виникає внаслідок різкого падіння вартості валюти країни. Таке падіння вартості, в свою чергу, негативно впливає на економіку, створюючи нестабільність обмінних курсів, тобто одна одиниця певної валюти більше не купується за таку ж кількість іншої валюти, як раніше.

Для спрощення можна сказати, що в історичній перспективі кризи виникали тоді, коли очікування інвесторів викликали значні зміни у вартості валют.

Однак валютна криза - наприклад, гіперінфляція - часто є результатом незадовільного стану реальної економіки, що лежить в основі національної валюти. Іншими словами, валютна криза часто є симптомом, а не хворобою більш серйозного економічного неблагополуччя.

Деякі країни є більш вразливими до валютних криз, ніж інші. Наприклад, хоча теоретично можливий крах долара США, його статус резервної валюти робить це малоімовірним.

Центральні банки є першою лінією оборони в підтримці стабільності валюти. У режимі фіксованого валютного курсу центральні банки можуть намагатися підтримувати поточну прив'язку фіксованого валютного курсу шляхом поповнення золотовалютних резервів країни, або здійснювати інтервенції на валютних ринках, коли постає перспектива валютної кризи для режиму плаваючого валютного курсу.

Коли ринок очікує девальвації, тиск на валюту в бік зниження може бути частково компенсований підвищенням процентних ставок. Для того, щоб підвищити ставку, центральний банк може зменшити пропозицію грошей, що, в свою чергу, збільшує попит на валюту. Банк може зробити це шляхом продажу валютних резервів, щоб створити відтік капіталу. Коли банк продає частину своїх валютних резервів, він отримує плату у вигляді національної валюти, яку він тримає поза обігом як актив.

Центральні банки не можуть підтримувати обмінний курс протягом тривалого періоду часу через зменшення валютних резервів, а також через політичні та економічні фактори, такі як зростання безробіття. Девальвація валюти через підвищення фіксованого обмінного курсу також призводить до того, що вітчизняні

товари стають дешевшими за іноземні, що стимулює попит на робочу силу та збільшує обсяги виробництва.

У короткостроковому періоді девальвація також призводить до зростання процентних ставок, що має компенсуватися центральним банком через збільшення грошової маси та збільшення золотовалютних резервів. Як згадувалося раніше, підтримка фіксованого обмінного курсу може швидко з'їсти резерви країни, а девальвація валюти може поповнити резерви.

Інвестори добре знають, що девальваційна стратегія може бути використана, і можуть врахувати це у своїх очікуваннях - на превеликий жаль для центральних банків. Якщо ринок очікує, що центральний банк девальвує валюту і таким чином підвищить обмінний курс, то можливість збільшення золотовалютних резервів за рахунок збільшення сукупного попиту не реалізується. Замість цього центральний банк повинен використовувати свої резерви для скорочення грошової маси, що збільшує внутрішню процентну ставку.

Інвестори часто намагаються масово вилучати свої гроші, якщо спостерігається загальна ерозія впевненості в стабільності економіки. Це називається втечею капіталу. Як тільки інвестори продають свої інвестиції, деноміновані в національній валюті, вони конвертують ці інвестиції в іноземну валюту.

Це призводить до ще більшого погіршення обмінного курсу, що спричиняє ажіотажний попит на валюту, який потім може зробити майже неможливим фінансування капітальних витрат країни.

Прогнозування валютної кризи передбачає аналіз різноманітного та складного набору змінних. Існує декілька загальних факторів, що пов'язують нещодавні кризи:

- країни брали великі позики (дефіцит поточного рахунку платіжного балансу);
- вартість валюти швидко зростала;
- невизначеність щодо дій уряду занепокоїла інвесторів.

20 грудня 2014 року відбулася девальвація мексиканського песо. Мексиканська економіка значно покращилася з 2002 року, коли вона востаннє переживала



потрясіння, а відсоткові ставки за мексиканськими цінними паперами перебували на позитивних рівнях.

В результаті виникла самореалізуюча криза, коли інвестори побоювалися дефолту по боргу з боку уряду.

Коли уряд нарешті вирішив девальвувати валюту в грудні 2014 року, він припустився кількох серйозних помилок. Він не девальгував валюту на достатньо велику суму, що свідчило про те, що, продовжуючи дотримуватися політики прив'язки, він не бажав робити необхідні болючі кроки.

Це призвело до того, що іноземні інвестори різко знизили обмінний курс песо, що, зрештою, змусило уряд різко підвищити внутрішні процентні ставки. Це суттєво вплинуло на валовий внутрішній продукт (ВВП) країни, який також впав. Криза була остаточно пом'якшена завдяки екстреній кредитній допомозі з боку США.

Це призвело до того, що іноземні інвестори різко знизили обмінний курс песо, що, зрештою, змусило уряд різко підвищити внутрішні процентні ставки. Це суттєво вплинуло на валовий внутрішній продукт (ВВП) країни, який також впав. Криза була остаточно пом'якшена завдяки екстреній кредитній допомозі з боку США.

Південно-Східна Азія була домом для економік-тигрів - в тому числі Сінгапуру, Малайзії, Китаю і Південної Кореї - і Південно-Східної Азійської кризи. Іноземні інвестиції надходили роками. Слаборозвинені економіки демонстрували швидкі темпи зростання та високий рівень експорту.

Швидке зростання було пов'язане з проектами капітальних інвестицій, але загальна продуктивність не виправдала очікувань. Хоча точна причина кризи є спірною, Таїланд був першим, хто зіткнувся з проблемами.

Як і Мексика, Таїланд значною мірою покладався на зовнішній борг, що призвело до того, що він балансував на межі неліквідності. В інвестиціях домінувала нерухомість, але управління нею було неефективним. Величезний дефіцит поточного рахунку підтримувався приватним сектором, який все більше покладався на іноземні інвестиції, щоб утриматися на плаву. Це наражало країну на значні валютні ризики.

Цей ризик досяг свого апогею, коли США підвищили внутрішні процентні ставки, що в кінцевому підсумку знизило обсяг іноземних інвестицій, які надходили

в економіку країн Південно-Східної Азії. Раптово дефіцит поточного рахунку став величезною проблемою, і швидко розвинулося фінансове зараження. Криза в Південно-Східній Азії виникла з кількох ключових моментів:

- оскільки фіксовані обмінні курси стало надзвичайно важко підтримувати, багато валют країн Південно-Східної Азії впали в ціні;
- в економіках Південно-Східної Азії спостерігалось стрімке зростання приватного боргу, який у деяких країнах був підкріплений завищеною вартістю активів. Кількість дефолтів зросла, оскільки приплив іноземного капіталу зменшився;
- іноземні інвестиції могли бути принаймні частково спекулятивними, а інвестори, можливо, не приділяли достатньої уваги ризикам, пов'язаним з ними.

Ось кілька уроків, які можна винести з цих валютних криз:

- економіка може бути спочатку платоспроможною і все ж таки піддатися кризі. Невеликий обсяг боргу не є достатнім для того, щоб продовжувати проводити політику або вгамувати негативні настрої інвесторів;
- позитивне сальдо торговельного балансу та низькі темпи інфляції можуть зменшити ступінь впливу кризи на економіку, але у випадку фінансового зараження спекуляції обмежують можливості вибору в короткостроковій перспективі;
- уряди часто будуть змушені надавати ліквідність приватним банкам, які можуть інвестувати в короткострокові боргові зобов'язання, що вимагатимуть виплат у найближчій перспективі. Якщо уряд також інвестує в короткострокові борги, він може дуже швидко витратити іноземні резерви;
- утримання фіксованого обмінного курсу не означає, що політика центрального банку працює лише за номінальною вартістю. Хоча оголошення про наміри зберегти прив'язку може допомогти, інвестори, в кінцевому рахунку, будуть дивитися на здатність центрального банку підтримувати цю політику. Центральний банк повинен буде провести девальвацію в достатній мірі для того, щоб завоювати довіру.

## СПИСОК БІБЛІОГРАФІЧНИХ ПОСИЛАНЬ ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Reinhart, C., J. Kirkegaard, and B. Sbrancia, 2011, “Financial Repression Redux,” *Finance and Development*, Vol. 48, No. 1.
2. Reinhart, C.M., and K.S. Rogoff, 2008, “Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, pp. 339–44.
3. Garber, P.M., 2000, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
4. Blanchard, O.J., and M.W. Watson, 1982, “Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets,” in *Crisis in the Economic and Financial Structure: Bubbles, Bursts, and Shocks*, ed. by P. Wachtel (Lexington, Massachusetts: Lexington Press)
5. Pastor, L., and P. Veronesi, 2006, “Was There a Nasdaq Bubble in the Late 1990s?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 1, pp. 61–100.
6. Branch, W., and G.W. Evans, 2008, “Learning about Risk and Return: A Simple Model of Bubbles and Crashes,” Working Paper 2008-1 (Eugene, Oregon: University of Oregon Economics Department).
7. Allen, F., and D. Gale, 2007, *Understanding Financial Crises, Clarendon Lectures in Finance* (Oxford, UK: Oxford University Press).
8. Rajan, R.G., 2005, “Has Financial Development Made the World Riskier?” *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, August, pp. 313–69.
9. Claessens, S., 1991, “Balance of Payments Crises in an Optimal Portfolio Model,” *European Economic Review*, Vol. 35, pp. 81–101.
10. Krugman, P., 1979. “A Model of Balance-of-Payments Crises,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, pp. 311–25.
11. Flood, R., and P. Garber, 1984, “Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples,” *Journal of International Economics*, Vol.17, No. 1-2, pp. 1–13.
12. Flood, R., and N.P. Marion, 1997, “Policy Implications of ‘Second-Generation’ Crisis Models,” *IMF Working Paper 97/16* (Washington: International Monetary Fund).

13. Chang, R., and A. Velasco, 2000, "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy," in NBER Macroeconomics Annual 1999, ed. by B.S. Bernanke and J.J. Rotemberg (Cambridge, Massachusetts: MIT Press) pp. 11–78.
14. Burnside, C., M. Eichenbaum, and S. Rebelo, 2001, "On the Fiscal Implications of Twin Crises," Working Paper No. 01-02 (Chicago, Illinois: Federal Reserve Bank of Chicago).
15. Blanco, H., and P.M. Garber, 1986, "Recurrent Devaluation and Speculative Attacks on the Mexican Peso," *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 1, pp. 148–66.
16. Kaminsky, G., S. Lizondo, and C. Reinhart, 1998, "Leading Indicators of Currency Crisis," *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1, pp. 1–48.
17. Kaminsky, G., and C. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3 pp. 473–500.
18. Tomz, M., and M.L.J. Wright, 2007, "Do Countries Default in 'Bad Times'?" *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, No. 2-3, pp. 352–60.
19. Reinhart, C M and K S Rogoff (2014), "Recovery from financial crises: Evidence from 100 episodes", NBER Working Paper w19823.
20. Eichengreen, B and K O'Rourke (2010), "A tale of two depressions: What do the new data tell us? February 2010 update", VoxEU.org, 08 March.
21. Guerrieri, V, G Lorenzoni, L Straub and I Werning (2020), "Macroeconomic implications of covid-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?", NBER Working Paper w26918.
22. Carney, M (2015), 'How is inflation affected by globalisation?', *World Economic Forum*.
23. Auer, R, C Borio and A Filardo (2017), "The globalization of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*.
24. Razin, A (2018), *Israel and the world economy: the power of globalisation*, Cambridge, MA: MIT Press.
25. Australian Bureau of Statistics; – [Электронный ресурс] - Режим доступа: <https://www.abs.gov.au/>

26. Statistics Canada; – [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://www.statcan.gc.ca/eng/start>
27. Japan, Cabinet Office; – [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://www.cao.go.jp/index-e.html>
28. United States Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; – [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://www.bea.gov/>
29. United Kingdom, Office for National Statistics; – [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://www.ons.gov.uk/>
30. Eurostat; – [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://ec.europa.eu/eurostat>
31. UNCTAD – [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://unctad.org/>
32. UN World Tourism Organization – [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://www.unwto.org/>
33. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. №514-VI.
34. Браславська О. В. Оцінка виробничого потенціалу підприємств хімічної промисловості з позиції інноваційних можливостей [Електронний ресурс] / О. В. Браславська // Вісник Одеського національного університету. Серія : Економіка. - 2016. - Т. 21, Вип. 9. - С. 45-49 . - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vonu\\_econ\\_2016\\_21\\_9\\_11](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vonu_econ_2016_21_9_11)
35. Бродецкая Н. Г. «Эталонное» представление денежных потоков для анализа инвестиционных проектов логистических систем. Ч. 1 и 2 / Н.Г. Бродецкая, Г.Л. Бродецкий // Логистика сегодня. – 2007. – № 5, 6.
36. Валінкевич Н.В. Організаційно-економічна модернізація підприємств харчової промисловості [Текст] : автореф. дис д-ра екон. наук
37. : 08.00.04 / Валінкевич Наталія Василівна ; Нац. ун-т харч. технологій. - Київ, 2015. - 42 с.
38. Васюренко В. А. Оцінка економічного потенціалу підприємства [Електронний ресурс] / В. А. Васюренко // Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. : Економічні науки. - 2016. - Вип. 17(1). - С. 51-54. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvkhdu\\_en\\_2016\\_17\(1\) 14](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvkhdu_en_2016_17(1) 14)

39. Вовченко О. Л. Інвестиції: економічна сутність та форми / О. Л. Вовченко // Актуальні проблеми економіки. – 2004. - №6. – С. 18-23.
40. Гнедов К. М. Формування системи інвестування підприємств в умовах ринкових відносин: автореф. канд. дис. / К. М. Гнедов. – Донецьк: ДонДУЕТ ім. М.Туган-Барановського, 2003. – 23 с.
41. Гончаров А. Б. Інвестування : навчальний посібник / А. Б. Гончаров; Мінво освіти і науки України, Харківський держ. економ. ун-т. – Х. : Інжек, 2004. – 240 с.
42. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі – К., 2008. – 419 с.
43. Дорошук Г. А. Формування та оцінка потенціалу стратегічних змін на підприємстві [Електронний ресурс] / Г. А. Дорошук, Г. О. Граціотова // Бізнес Інформ. - 2018. - № 8. - С. 191-197.
44. Драган О. І. Оцінка інтелектуального потенціалу при формуванні конкурентних переваг підприємства [Електронний ресурс] / О. І. Драган, Ю. М. Гринюк // Наукові праці Національного університету харчових технологій. - 2018. - Т. 24, № 3. - С. 79-87. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npukht\\_2018\\_24\\_3\\_11](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npukht_2018_24_3_11)
45. Дробот Н. Інвестиційна стратегія підприємства: засади і особливості її формування в сучасних умовах / Н. Дробот // Регіональна економіка. — 2014. — №1. — С. 63-69.
46. Дука А.П. Теорія та практика інвестиційної діяльності: навч. посібн./ А.П. Дука. – К.: Вид-во «Каравела», 2007. – 236 с.
47. Ермасова Н. Б. Риск-менеджмент организации: учеб.-практ. пособие. М.: Дашков и К, 2009. - 319 с.
48. Зайкіна Т.А. Формування інвестиційної стратегії ТНК / Т.А. Зайкіна// Економічний часопис. – 2016. - № 11. – С. 33-39
49. История экономического анализа на Западе [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://is.gd/lsZrNe>
50. Інвестування: Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / А. А. Пересяда, О. О. Смірнова, С. В. Онікієнко, О. О. Ляхова. — К.: КНЕУ, 2001.— 251 с.

51. Капінос М.С. Форсайтні методи дослідження як інструмент визначення конституційного устрою / М.С. Капінос // Вісник НАДУ. – 2. – 2014. - С. 18–28.
52. Квинт В.Л. Стратегирование в современном мире / В.Л. Квинт. – Санкт-Петербург: ИПЦ СЗИУ РАНХиГС, 2014. – 90 с.
53. Коваленко С. О. Інвестиційний клімат в Україні та напрями його покращення / С. О. Коваленко // Вісник економіки транспорту і промисловості. — 2012. — № 38. — С. 366–368.
54. Коритько Т. Ю. Оцінка інвестиційного потенціалу підприємства [Електронний ресурс] / Т. Ю. Коритько, О. М. Крук // Вісник Донбаської державної машинобудівної академії. - 2015. - № 2. - С. 93-96. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/vddma\\_2015\\_2\\_18](http://nbuv.gov.ua/UJRN/vddma_2015_2_18)
55. Краснокутська Ю. М. Комплексна оцінка інноваційного потенціалу машинобудівних підприємств [Електронний ресурс] / Ю. М. Краснокутська // Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки. - 2014. - № 1. - С. 32-40. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vznu\\_eco\\_2014\\_1\\_6](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vznu_eco_2014_1_6)
56. Кузьминчук Н. В. Оцінка рівня та реалізації ресурсно-діяльнісного потенціалу підприємств машинобудування [Електронний ресурс] / Н. В. Кузьминчук, О. Ю. Терованесова // Бізнес Інформ. - 2016. - № 12. - С. 154-159. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/binf\\_2016\\_12\\_26](http://nbuv.gov.ua/UJRN/binf_2016_12_26)
57. Лаптева В. В. Оцінка потенціалу промислового підприємства в інноваційному розвитку [Електронний ресурс] / В. В. Лаптева // Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління. - 2015. - Т. 2, вип. 1. - С. 112-119. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/rectpu\\_2015\\_2\\_1\\_15](http://nbuv.gov.ua/UJRN/rectpu_2015_2_1_15)
58. Лушкин В.А. Роль инвестиций в развитии экономики региона / В. А. Лушкин // Вісник Харківського національного університету. - 2002. - № 565. - С. 11-17.
59. Максимов Д.А., Халиков М.А. Методы оценки и стратегии обеспечения экономической безопасности предприятия. – М.: ЗАО «Гриф и К», 2012. - 297 с.
60. Малютін О. К. Концепція поліпшення інвестиційного клімату в Україні / О.К. Малютін // Фінанси України. — 2008. — № 11 (156). — С. 65- 74.

61. Мартиненко В. П. Оцінка виробничого потенціалу підприємства [Електронний ресурс] / В. П. Мартиненко, В. В. Усатюк // Підприємництво та інновації. - 2015. - Вип. 1. - С. 48-54. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/pidinno\\_2015\\_1\\_9](http://nbuv.gov.ua/UJRN/pidinno_2015_1_9)
62. Матвієнко П.В. Покращення інвестиційного клімату - пріоритетне завдання державного управління / П.В. Матвієнко // Інвестиції: практика та досвід. - 2007. - №1. - С. 10.
63. Матросов О.Д. Оцінка та розвиток інноваційного потенціалу підприємства [Електронний ресурс] / О. Д. Матросов, В. І. Омельченко // Вісник Національного технічного університету "ХПІ". Серія : Актуальні проблеми розвитку українського суспільства. - 2016. - № 13. - С. 79-80. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/vcriakc\\_2016\\_13\\_26](http://nbuv.gov.ua/UJRN/vcriakc_2016_13_26)
64. Майданюк Б. Моделі валютних криз / Б. Майданюк // ПОЛІТ. СУЧАСНІ ПРОБЛЕМИ НАУКИ. МІЖНАРОДНІ ВІДНОСИНИ: Тези доповідей XXII Міжнародної науково-практичної конференції здобувачів вищої освіти і молодих учених, Київ, 2022, Національний авіаційний університет / Редакційна колегія М.Луцький [та ін.]. – К.: НАУ, 2022. – С. 167-169. Науковий керівник – доц. Ричка М.А.
65. Майданюк Б.О. Система раннього попередження про валютні кризи в країнах, що розвиваються / Б.О. Майданюк // Національні економічні стратегії розвитку в глобальному середовищі: міжнар. наук.-практ. конф., 26 травня 2022 р.: тези доп. – К., 2022. – С. 40-42. Науковий керівник – Марина Ричка, к.е.н., доцент кафедри МЕВіБ
66. Мельник В. В. Міжнародна інвестиційна діяльність : [навч. посіб.] / В. В. Мельник. – Тернопіль : Карт-бланш, 2003. – 249 с.
67. Модель Міллера - Орра [Електронний ресурс]. Режим доступу: [https://studme.com.ua/1420101910143/finansy/model\\_millera\\_orra.htm](https://studme.com.ua/1420101910143/finansy/model_millera_orra.htm).
68. Навроцький Н. О. Оцінка ефективності використання ресурсного потенціалу підприємства [Електронний ресурс] / Н. О. Навроцький // Міжнародний науковий журнал "Інтернаука" . - 2017. - № 1(2). - С. 97-101. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/mnj\\_2017\\_1\(2\)\\_22](http://nbuv.gov.ua/UJRN/mnj_2017_1(2)_22)
69. Нешиной А.С. Инвестиции: учебник. – М.: Дашков и К, 2007, 372 с.



70. Панасенко Г. О. Особливості взаємодії фінансових посередників на шляху поліпшення інвестиційних процесів в Україні та ключові фактори їх успіху / Г. О. Панасенко // Вісник НБУ. – 2010. – № 5. – С. 16-22.

71. Панухник Я. Г. Модернізація технологій управління підприємством у муніципальній економічній системі [Текст] : автореф. дис канд. екон.наук : 08.00.04 / Панухник Яна Геннадіївна ; Терноп. нац. техн. ун-т ім. Івана Пулюя. - Тернопіль, 2015. - 24 с

72. Пепа Т. Потенціал модернізації як базис ефективного соціально- економічного розвитку країни в контурі відтворювальних процесів [Електронний ресурс] / Т. Пепа, Л. Чернюк // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки. - 2017. - Вип. 44(1). - С. 42-49. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Znpchdtu\\_2017\\_44\(1\)](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Znpchdtu_2017_44(1)) 7

73. Пересада А .А. Управління інвестиційним процесом / А. А. Пересада. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.

74. Пересада А. А. В. Інвестиційний аналіз : підручник / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко, В. Онікієнко. – К. : КНЕУ, 2003. – 485 с.

75. Перконос П. П. Особливості розвитку інститутів спільного інвестування в Україні на етапі відновлення національної економіки / П. П. Перконос // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. – № 5. – С. 49- 54.

76. Петухова О. М. Інвестування [текст] навч. посіб. / О.М. Петухова. – К.: «Центр учбової літератури», 2014. – 336 с.

77. Попков В. П. Организация и финансирование инвестиций / В. П. Попков, В.П. Семенов. – СПб.: Изд-во —Питер, 2001. – 224 с.

78. Потрашкова Л. В. Оцінка потенціалу підприємства в умовах ризику та невизначеності [Електронний ресурс] / Л. В. Потрашкова // Управління розвитком. - 2015. - № 2. - С. 81-86. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Uproz\\_2015\\_2\\_16](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Uproz_2015_2_16)

79. Савоніна Н. С. Модернізація організування виробничої діяльності приладобудівних підприємств [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук :

80. 08.00.04 / Савоніна Надія Степанівна ; Приват. ВНЗ "Львів. ун-т бізнесу та права". - Львів, 2017. - 20 с.

81. Савчук Н. Стан інвестиційного клімату України та напрями його покращення / Н. Савчук // Науковий вісник «Демократичне врядування». — 2011. — № 8. — С. 49–56.

82. Салун М.М. Відтворення та модернізація ресурсного потенціалу підприємства: автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.04 / Салун Марина Миколаївна; Харків. нац. екон. ун-т ім. Семена Кузнеця. - Харків, 2015. - 36 с.

83. Семенова Т.В. Оцінка ефективності використання ресурсного потенціалу підприємства [Електронний ресурс] / Т. В. Семенова, Т. Є. Гуменюк // Причорноморські економічні студії. - 2018. - Вип. 29(1). - С. 123-126. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses\\_2018\\_29\(1\)\\_27](http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses_2018_29(1)_27)

84. Стратегія інвестування виробництва (на прикладі харчової промисловості): автореф. канд. дис. / Н. Б. Загородня; НАН України інститут економіки. – К., 2003. – 20 с.

85. Тамбовцев В.Л. Стратегическая теория фирмы: состояние и возможности развития / В.Л. Тамбовцев // Рос. журн. менеджмента – 2010. – Т. 8. – № 1. – С. 26.

86. Тис Д. Дж. Динамические способности фирмы и стратегическое управление / Д. Дж. Тис, Г. Пизано, Э. Шуен // Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент. – 2003. – №4. – С. 133–185.

87. Финансовое управление компанией / под общ. ред. Е.В. Кузнецовой. - М.: Фонд «Правовая культура», 2010. - 384 с.

88. Фіщенко О.М. Формування інвестиційної стратегії на промислових підприємствах / О.М. Фіщенко // Активізація та підвищення ефективності інвестиційних процесів в Україні: Всеукраїнська науково-практична конференція студентів і молодих вчених. Донецьк, 1-2 квітня, 2010 р. – Донецьк: ДВНЗ «ДонНТУ», 2010. – С. 74 – 79.

89. Формування фінансового потенціалу інвестиційної діяльності в економіці України: монографія / [М. І. Крупка, Д. В. Ванькович, Н. Б. Демчишак, М. І. Кульчицький]. – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. – 404 с.

90. Цісик Н.В. Проблема залучення іноземних інвестицій в економіку України / Цісик Н.В. К., – 2006. – С. 10.