

16. <http://subscribe.ru/archive/economics.news.businessstyle/200909/23131831.html> [Електронний ресурс].  
17. [http://mybusinessstyle.blogspot.com/2009\\_09\\_22\\_archive.html](http://mybusinessstyle.blogspot.com/2009_09_22_archive.html) [Електронний ресурс].

### Summary

According to the Accenture the new leaders of global banking business in 2012 will be financial institutions that will pursue the following strategies: restoring the confidence of the customers; cost Reduction; wide using sales analytics; embedding risk management in all activities.

Отримано 16.09.2010

УДК 339.727.2

**Є.В. Степанюк**, Національний банк України, м. Київ

## МІЖНАРОДНІ ПОТОКИ КАПІТАЛУ ТА ФАКТОРИ ВРАЗЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

*У даній статті досліджено роль зовнішніх і внутрішніх факторів у стимулюванні міжнародного руху капіталу та залученні іноземних інвестицій в національну економіку. Виявлено, що лібералізація економіки, зокрема фінансового сектора та рахунку операцій з капіталом, є фактором посилення фінансової нестабільності під впливом припливу капіталу, що позначається на апреціації та волатильності реального валютного курсу, надмірно швидкій кредитній експансії та появі спекулятивних "бульбашок" цін на активи, а також втраті контролю (чи обмеженому впливу) за монетарною політикою.*

*Ключові слова: міжнародні потоки капіталу, фінансова лібералізація, Латинська Америка, Південно-Східна Азія, апреціація РОК, інфляція, монетарна політика.*

**Постановка проблеми.** З часу колапсу Бреттон-Вудської системи зростання мобільності капіталу на глобальному ринку супроводжувалося почастиванням фінансових криз одночасно у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються.

Досвід свідчить про наявність значної кількості спільних ознак у передісторії криз. По-перше, попередником багатьох з них була лібералізація економіки, передусім фінансового сектора. По-друге, всі епізоди фінансової нестабільності розпочиналися зі стрімкого збільшення припливу капіталу, що супроводжувався не менш стрімким його зворотним рухом. Приплив капіталу, викликаний на початковому етапі диференціалом процентних ставок, часто (але не завжди) асоціюється з погіршенням макроекономічних умов у країні-реципієнті: переоцінка валютного курсу, надмірно швидка кредитна експансія та спекулятивні "бульбашки" цін на активи. Дані процеси також зазнають впливу розвитку глобальних умов, що полягають у коливанні процентних ставок та обмінних курсів на міжнародних ринках. Крім того,

фінансові кризи схильні асоціюватися з певними типами фінансових потоків і з певними класами кредиторів та позичальників більш тісно, ніж з іншими.

Ознаками фінансових криз є висока волатильність фінансових ринків, погіршення ліквідності та платоспроможності значної кількості учасників ринку, що призводить до змін у реальному секторі економіки. Фінансова криза може виникати як результат дестабілізуючих обставин на макроекономічному рівні, наприклад, внаслідок платіжних дисбалансів чи неприйняттого (на окремому етапі) режиму обмінного курсу. Інформаційна асиметрія між індивідуальними учасниками ринку чи дестабілізаційна модель поведінки (така як поведінка натовпу) також становлять загрозу стабільності фінансової системи.

Значна кількість фінансових криз відбулася у розвинутих країнах і країнах, що розвиваються, починаючи з кінця 1980-х рр. В емпіричному дослідженні (2001) 21-ї країни групою вчених [1] було встановлено появу лише однієї банківської кризи за 25 років (з 1945 р.), і 19 криз за період 1970-2001 рр. З початку 2000-х років фінансові системи розвинутих країн пережили широкий набір шоків, таких як вибух “бульбашки” “нової економіки” на фондових ринках США (2001), падіння основних індексів після 11 вересня 2001 р., серія банкрутств великих підприємств у 2001-2003 рр. внаслідок накопичених помилок у фінансових звітах, а також криза на ринку “sub-prime” іпотеки у США, що розпочалася у 2-й половині 2007 р. та стала поштовхом до масштабної економічної рецесії. Ідентифікація економічних криз та селекція факторів їх настання також привертає увагу наукового співтовариства. Значна кількість робочих матеріалів пропонує індикативну методологію ідентифікації турбулентності на валютних ринках [6].

Слід відзначити, що ступінь та природа банківських криз суттєво відрізняються. Загальне спостереження свідчить про те, що фінансові кризи часто поширюються на реальний сектор економіки і можуть призводити до значного уповільнення виробництва. Фінансова нестабільність є витратною як з виробничої, так і фіскальної точок зору. Втрати випуску протягом фінансової кризи можуть досягати 15-20 % від ВВП [15].

Класична праця щодо даної проблеми Г. Камінськи та К. Рейнхарта [16] зосереджувала увагу на подвійній кризі (одночасне виникнення валютної та банківської криз). Їх дослідження охоплювало 20 розвинутих та слаборозвинутих країн у період 1970-1995 рр. Вони встановили, що на етапі “розігріву” кризового сценарію часто виникали макроекономічні відхилення, такі як екстенсивне розширення грошової маси та кредитних ресурсів, зниження темпів зростання випуску та

експорту чи апреціація реального обмінного курсу. Таким чином, макроекономічні змінні здатні забезпечити важливу попередню інформацію щодо імовірності прояву фінансової кризи. Проте кожна банківська криза є відмінною від інших, а тому не всі ідентифікатори є однаковою мірою ефективними в будь-яких прецедентах банківських криз, що, у свою чергу, приховує ризик помилкового тлумачення.

Так, до сьогодні існує розбіжність думок щодо детермінант азійських валютних криз. З одного боку, існує багато прихильників точки зору, що фундаментальні економічні дані щодо цих економік напередодні спалаху кризи не містили причин для занепокоєння і що причиною кризи можна визнати спекулятивний чинник, який абсолютно не залежав від базових макроекономічних факторів. З іншого боку, зростання дефіцитів поточних рахунків вказувало на зростання проблем конкурентоспроможності цих країн. Протягом періоду стрімкого зростання ринків цінних паперів та нерухомості даної групи країн, а також, в окремих випадках, за умов, що внутрішня монетарна політика, спрямована на підтримку обмінного курсу, забезпечувала достатні надходження іноземного капіталу, фінансування цих дефіцитів не становило проблеми. Одночасно, короткострокова природа вхідних потоків іноземного капіталу посилювала небезпеку прояву зворотної тенденції та раптового відтоку капіталу [6].

**Метою статті** є дослідження ролі зовнішніх та внутрішніх факторів у стимулюванні припливу капіталу, а також виявлення ризиків, пов'язаних з лібералізацією фінансового сектора та експансією міжнародного капіталу.

**Виклад основного матеріалу.** *Причини припливу капіталу.* Базовими причинами уваги інвесторів до “нових ринків”, що призводять зрештою до інтеграції останніх у світову фінансову систему, є намагання отримати вищу дохідність та диверсифікувати ризики. Водночас емпіричний досвід виявлення чинників прийняття інвестиційних рішень щодо спрямування приватного капіталу до ринків, що утворюються, дозволяє згрупувати фактори, що призвели до зростання міжнародного руху капіталу в 1990-х рр., на зовнішні щодо даної країни-реципієнта та внутрішні. Більшість з цих факторів та трендів взаємодіяли на початку 1990-х рр., сприяючи відновленню зовнішніх запозичень до нових ринкових економік Латинської Америки та Азії.

*Зовнішні фактори.* Відомі вчені-дослідники [4] поставили під сумнів домінуючу роль внутрішньої макроекономічної політики в залученні іноземного капіталу. Вони припустили, що циклічність розвитку розвинутих країн є основним фактором руху капіталу до країн, що розви-

ваються. Підвищення уваги іноземного інвестора до країн, що розвиваються, на початку 1990-х рр. відбулося з огляду на такі обставини.

По-перше, відбулося тривале зниження світових процентних ставок. Наприклад, короткострокові процентні ставки у США незмінно знижувалися на початку 1990-х рр. і на кінець 1992 р. вони були на найнижчому рівні з початку 1990-х рр. Високі інвестиційні доходи та покращення економічних перспектив економік Азії та Латинської Америки на тлі порівняно низьких відсоткових ставок у розвинутих країнах приваблювали інвесторів до країн, що розвиваються. Враховуючи наявність значного зовнішнього боргового навантаження багатьох з цих країн, низькі світові процентні ставки також сприяли покращенню кредитоспроможності країн-дебіторів [12]. Покращення кредитоспроможності та зниження ризиків дефолту призвело до помітного зростання цін на вторинному ринку банківських вимог до найбільш обтяжених зовнішніми боргами країн (до лютого 1994 р.).

Незважаючи на те, що подібний розвиток подій сприймався позитивно у більшості країн, що розвиваються, керівні особи даних країн на початку 1990-х рр. були стурбовані питанням стійкості цього сприятливого інвестиційного середовища. Цілком очевидно, що стиснення монетарної політики США та викликане цим зростання процентних ставок на початку 1994 р. зробило інвестування в країни Азії та Латинської Америки порівняно менш привабливим. Як показано на рис. 1, зниження процентних ставок зумовило швидке та суттєве зростання вартості боргів країн, що розвиваються. Зростання відсоткових ставок у США також ініціювало помітні зрушення на фондових ринках окремих країн. Це було обумовлено тим, що в умовах високоінтегрованих та технологічно ускладнених фінансових ринків зміни порівняної норми прибутку швидко позначаються на динаміці транскордонних потоків капіталу.

По-друге, початок 1990-х рр. засвідчив наявність ознак рецесії у США, Японії та багатьох країнах Європи. На даному етапі циклу ділової активності у світі можливості отримання прибутків у країнах, що розвиваються, виявилися порівняно більш привабливими.



### Рис. 1. Ціни на вторинному ринку боргів і процентна ставка США

Джерело: IFS

По-третє, спостерігався тренд у напрямку міжнародної диверсифікації інвестицій та зростання інтеграції світових ринків капіталу [13], а також збільшення обсягів ресурсів, що управлялися компаніями зі страхування життя та інститутами спільного інвестування та надходили на нові ринки. У свою чергу, регуляторні зміни в США та Європі полегшили розміщення іноземними фірмами своїх акцій та облігацій на більш вигідних для інвесторів умовах [10].

По-четверте, багато країн із високим рівнем зовнішньої заборгованості здійснили значний прогрес у покращенні відносин із зовнішніми кредиторами. Серед інших заходів внутрішньої політики слід виділити роль свопів боргового та акціонерного капіталів у залученні прямих іноземних інвестицій [9].

По-п'яте, деякі країни приступили до запровадження послідовної монетарної та фіскальної політики, а також ринково-орієнтованих реформ, що містили заходи із ринкової лібералізації реального та фінансового секторів. Приміром, Болівія, Чилі та Мексика імплементували основні програми з дезінфляції наприкінці 1980-х рр., тоді як Аргентина, Бразилія, Еквадор та Перу реалізували їх на початку 1990-х рр. Ефективна програма зі стабілізації інфляції спроможна знизити макроекономічні ризики та стимулювати приплив капіталу. Аналогічних результатів можна досягти шляхом реалізації інституційних реформ, таких як лібералізація внутрішнього ринку капіталу [17] та відкриття рахунку торгівельних операцій [5], а також політики, що призводить до збільшення рентабельності інвестицій (наприклад податкові кредити).

Нарешті, значні зміни потоків капіталу до однієї або кількох великих країн регіону можуть створювати похідні наслідки (*externalities*) для малих сусідніх країн. Саме тому можна стверджувати, що повторне відкриття міжнародних фінансових ринків у 1990 р. для Мексики та Чилі сприяло схильності інвесторів до реалізації проектів в інших країнах Латинської Америки.

Серед факторів, що впливають на потоки капіталу до країн, що розвиваються, зовнішні мали пріоритетне значення у I половині 1990-х рр. У документах МВФ (1993) [3] на основі практичного досвіду 10 країн Латинської Америки було зазначено, що зовнішні фактори на 30-60 % визначали варіацію реальних обмінних курсів та резервів.

Висновки з припущення щодо пріоритетного впливу зовнішніх факторів є важливими з огляду на те, що вони обмежують опції макроекономічної політики заходами компенсаційного характеру та передбачають незворотність відтоку капіталу в разі зворотної дії екзогенних чинників.

*Внутрішні фактори.* Проте внутрішні фактори також залишаються важливими, впливаючи як на обсяг, так і на структуру надходжень капіталу. Країни зі стійкими фундаментальними основами залучають більші обсяги капіталу з вищою часткою довгострокових інвестицій. Емпіричні дослідження виявили стійкий зв'язок між фундаментальними чинниками та прямими іноземними інвестиціями [9]. Такими рушійними силами стрімкого зростання міжнародних потоків капіталу є усунення правових обмежень на капітальні трансакції, що супроводжують процеси економічної лібералізації та дерегуляції у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються; макроекономічна стабілізація, що збільшила коло емітентів боргових інструментів з країн, що розвиваються; поширення торговельних потоків, що заохочувало здійснення міжнародних фінансових операцій з метою хеджування валютних і комерційних ризиків; поширення похідних фінансових інструментів – таких як свопи, опціони та ф'ючерси.

Окремі літературні джерела наводять аргументи на користь переважного впливу внутрішніх факторів при залученні капіталу до ринків, що розвиваються [20]. Вони наголошують, що зміни зовнішніх факторів не збігаються зі сплесками активності на окремих національних ринках. Більше того, відхилення у часі, тривалості та інтенсивності припливу капіталу до окремих країн дозволяють, на думку авторів, припустити схильність інвесторів до реагування на специфічні для кожної країни фактори. Дослідження Світового банку (1997) [22] також дозволяють зробити припущення щодо наявності ознак, що свідчить про вагомий роль внутрішніх факторів, серед яких слід виділити такі:

а) фундаментальні чинники впливають на довгострокові показники дохідності інвестицій. Країни з більш якісними показниками фінансової стійкості (вища схильність до інвестицій, нижчі інфляція та варіація реального обмінного курсу тощо) залучають більше інвестицій

(стосовно ВВП) порівняно з країнами з гіршими показниками фінансової стійкості;

б) обсяг ПІІ, що є вагомим компонентом загального обсягу приватного капіталу, який надходить до країн, що розвиваються, є чутливим до фундаментальних чинників і не має стійкої залежності від світових процентних ставок;

в) портфельні інвестиції більш чутливі до процентних ставок.

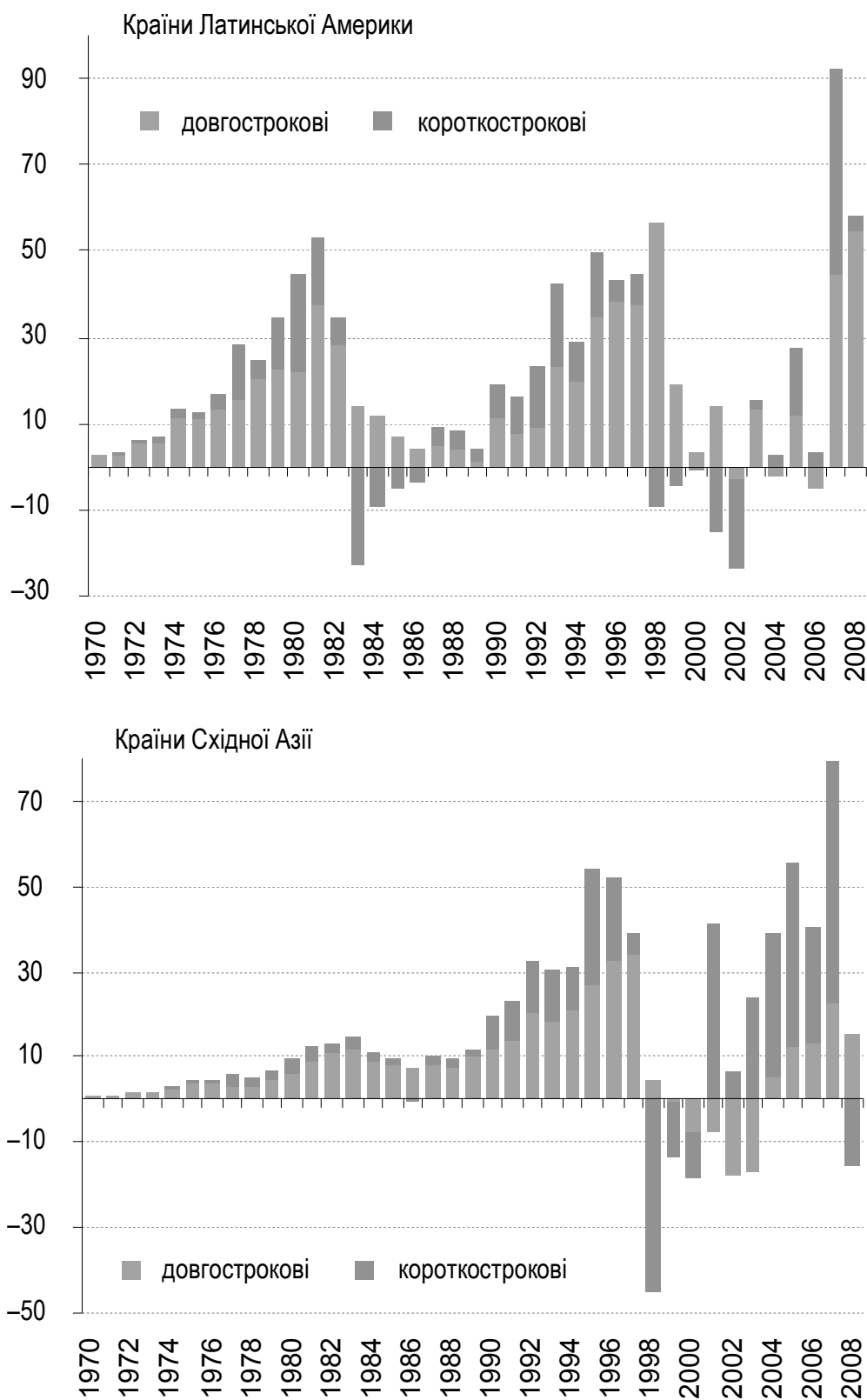
Емпірична економічна література виділяє два основні канали покращення країнами-імпортерами капіталу співвідношення ризику та дохідності іноземних інвестицій. По-перше, кредитоспроможність локальних емітентів підвищується в результаті реструктуризації зовнішнього боргу (наприклад, Румунією – у середині 1980-х рр., Болгарією та Польщею – до 1990 р.; Аргентина, Коста-Ріка, Мексика, Уругвай та Венесуела реструктуризували заборгованість за Бреді-сценарієм). По-друге, залученню іноземних інвестицій сприяє підвищення показників продуктивності внаслідок проведення структурних реформ та забезпечення надійного макроекономічного менеджменту за результатами успішних програм стабілізації, що спостерігалось у країнах Східної Європи, АСЕАН та Латинської Америки.

*Емпіричні дослідження фінансових криз та дилеми центральних банків.* Сплеск потоків капіталу до нових ринків на початку та в середині 1990-х рр., а також їх відтік, що супроводжувався кризами в Азії, Латинській Америці (рис. 2) та багатьох транзитивних економіках відновив жорсткі дискусії щодо переваг і недоліків фінансової глобалізації. Багато економістів стверджували, що глобалізація зайшла занадто далеко, що міжнародні ринки капіталу стали вкрай мінливими, із надлишком піднесенень та спадів, що стимулює виникнення фінансових “бульбашок” та криз, а також збільшення ділових циклів. На противагу цій точці зору, традиційний (класичний) підхід стверджує, що міжнародні ринки капіталу сприяють економічному зростанню та продуктивності шляхом спрямування потоків капіталу у найбільш раціональному напрямку [14]. Проте навіть за умов припущення, що міжнародні потоки капіталу не провокують надмірної волатильності національних фінансових ринків, залишається незаперечним твердження про те, що значний приплив капіталу може посилити інфляційний тиск за умов режиму фіксованого обмінного курсу. Більше того, транзитивний капітал може викривити відносні ціни, погіршуючи конкурентоспроможність національної економіки як результат апреціації реального валютного курсу. Тому не дивно, що управлінці використовують широкий

набір інструментів управління цими потоками, особливо потоками “гарячих грошей”.

Валютні кризи 1990-х рр. були глибшими, ніж попередні, та призвели до більш значущих втрат економічних агентів. У світі високої мобільності капіталу навіть незначні зміни частки інвестиційних портфельів міжнародних інвесторів, що припадає на нові ринкові економіки, призводили до дуже суттєвих коливань потоків капіталу. Значне коливання цих потоків, у свою чергу, посилювало корекцію обмінного курсу та процентних ставок (часто генеруючи прояв ефекту “перельоту” (*overshooting*) та породжувало замкнене коло недовіри до фінансової системи країни-реципієнта.





**Рис. 2. Чисті потоки капіталу (1970-2008), млрд. дол. США**

Джерело: Світовий банк.

Наукові дискусії виділяють два основні питання політики щодо запобігання кризам. По-перше, зростає кількість експертів, що аргументують на користь значних змін у практиці реалізації валютної політики країн, що розвиваються. Відповідно до цієї точки зору на нових ринках має бути створений такий режим обмінного курсу, що “заслужує на довіру” (*credible*), що означає його здатність знизити імовірність відтоку капіталу через появу ринкових чуток. Автори даної концепції вказують на те, що економіки з ринками, що виникають (*emerging economies*), мають дотримуватися двостороннього підходу до політики обмінних курсів: вони мають або запровадити “вільне плавання” валютного курсу, або здійснити його абсолютну фіксацію [21]. По-друге, існує припущення, що запровадження інструментів контролю потоків капіталу – особливо вхідних – забезпечує ефективний спосіб зниження імовірності валютної кризи.

Стійкі фундаментальні основи фіскальної та монетарної політик є важливими для якісного управління припливом капіталу, при цьому альтернативні варіанти політик для малих відкритих економік в умовах сплеску надходжень капіталу є обмеженими, оскільки не є очевидною їх спроможність суттєво знизити вразливість країни у випадку реверсу потоків капіталу під впливом екстернальних чинників. Більше того, більшість із заходів політики, що можуть бути застосовані для протидії наслідкам переміщення капітальних активів, також передбачають наявність певних економічних втрат або їх ефективність обмежується коротким проміжком часу. Втім, можна виділити кілька важливих уроків з макроекономічного менеджменту, що з’явилися на основі сплеску надходжень капіталу до країн Азії та Латинської Америки в 1990-х рр.

Оцінюючи економічні показники та здатність цих країн протистояти негативним наслідкам мексиканської кризи, слід відзначити, що найбільш успішні з точки зору управління потоками капіталу країни (наприклад, Чилі та Малайзія) імплементували багатосторонній комплекс заходів, а не поклалися на окремий інструмент. На початку етапу зростання припливу капіталу ці країни розглядали його як тимчасовий та утримувалися від ревальвації номінального обмінного курсу; при цьому інтервенції на валютному ринку були в основному стерилізовані. Оскільки приплив капіталу тривав, масштаби стерилізації знизилися, а національна валюта отримала можливість апредіювати. З метою пом’якшення ступеня реальної апредіації курсу та запобігання перегріву економіки проводилася більш жорстка фіскальна політика. Одночасно для стримування припливу капіталу та подовження його строківості було збільшено гнучкість валютного курсу та запроваджено заходи щодо з обмеження валютних надходжень.

Менш ефективний набір заходів політики складався з персистентних та стерилізованих інтервенцій, що забезпечували високу передбачуваність валютного курсу у короткостроковому періоді та утримували порівняно високі короткострокові процентні ставки; а також відсутності контролю над переміщенням короткострокового капіталу. Значною мірою цей набір заходів характеризує досвід Мексики у першій половині 1990-х рр. Такі заходи забезпечували особливо стійкі стимули для короткострокового інвестування та практично не впливали на зменшення обсягу припливу капіталу, збільшення його строкowości та утримання норми внутрішніх заощаджень на докризовому рівні.

Слід відзначити, що існує відмінність між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються, у природі та проявах фінансової дестабілізації та криз. Міжнародний досвід свідчить, що у країнах, що розвиваються, реверс зовнішніх потоків капіталу та різке падіння курсів валют часто загрожували внутрішній фінансовій стабільності. Аналогічно внутрішні фінансові кризи зазвичай призводили до дестабілізації валютних ринків, ускладнень виконання платіжних зобов'язань і криз, пов'язаних з виплатою та обслуговуванням зовнішнього боргу.

Водночас валютні дисбаланси у розвинутих країнах з часу запровадження більш гнучких валютних курсів у 1970-х рр. часто призводили до значних коливань процентних ставок протягом коротких часових проміжків, проте ці коливання, пов'язані із ситуативними рішеннями учасників валютних ринків щодо купівлі чи продажу валютних активів, часто сприймалися як фундаментальні індикатори розвитку економіки певної країни (такі як відносні рівні цін, мікроекономічна активність і стан макроекономічної політики), що призводило до суттєвих втрат реальної економіки та неможливості визначення курсових співвідношень, які за прийнятного рівня зайнятості в економіці є консистентними зі стійкою зовнішньоекономічною позицією [19]. Проте такі дисбаланси зазвичай не поширювалися на внутрішні фінансові ринки, аналогічно до того, що дисбаланси фінансових ринків не обов'язково призводили до валютних чи платіжних криз.

Ці відмінності між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються, виникають з багатьох причин. По-перше, обсяг фінансових ринків країн, що розвиваються, є порівняно малим, у результаті чого вхід/вихід навіть середнього за капіталом інвестора з розвинутих країн може спричинити значні цінові коливання, навіть якщо частка даних ринків є незначною у загальному портфелі їх активів. Крім того, відіграють важливу роль різниця у чистій валютній позиції та валютна деномінація зовнішнього боргу. У даному випадку вразливість країн, що розвиваються, є більшою з огляду на, як правило, вищий рівень чистої зовнішньої заборгованості та вищу частку їх зовнішніх боргів,

деномінованих в іноземних валютах. Вразливість внутрішньої фінансової системи додатково зростає в разі переважання зовнішнього боргу приватного сектора (неурядового).

Так чи інакше валютні та фінансові кризи на нових ринках виникають за різних макроекономічних умов. Вони виникали, коли дефіцити поточних рахунків були значними та нестійкими (Мексика, Таїланд), але також і тоді, коли такі дефіцити були порівняно малими (Індонезія, Росія). Незважаючи на те, що значна переоцінка національної валюти часто була ознакою країн, що пережили валютні дисбаланси (Мексика, Росія та Бразилія, кожна з яких використовувала обмінний курс як номінального якір з метою стримування інфляції), вона не завжди була їх причиною: наприклад, у більшості східно-азійських країн апреціація національних валют була помірною або незначною. Аналогічно, в той час як в окремих випадках кризи були пов’язані зі значними бюджетними дефіцитами (Росія, Бразилія), в інших – бюджет був збалансований або мав профіцит (Мексика, Східна Азія). Нарешті, кризи відбувалися за умов переважної приналежності зовнішнього боргу як державному сектору (Бразилія, Росія), так і приватному (Східна Азія) [23].

Однак фінансові кризи 1990-х рр. у країнах, що розвиваються<sup>1</sup>, також мали схожі ознаки. Приваблені високими внутрішніми процентними ставками, відчуттям стабільності, породженим жорсткою фіксацією обмінних курсів та привабливими перспективами розвитку економіки, значні потоки іноземних портфельних інвестицій були спрямовані у країни Латинської Америки, Східної Азії та Росії. Це сприяло фінансуванню значних дефіцитів поточних рахунків цих країн та виникненню “бульбашок” на ринках активів. На певному етапі, внаслідок багатьох обставин, приплив капіталу уповільнився або відбувся його відтік.

Ці зміни умов вимагають значного корегування макроекономічної політики. Проте, як правило, внесення змін у політику відкладалося або було недостатнім, збільшуючи рівень невизначеності та ступінь суверенного ризику. У результаті значні обсяги капіталу залишили дані країни (регіони), міжнародні резерви впали до загрозливо низьких рівнів, при цьому значення реальних обмінних курсів були суттєво переоцінені. З часом країни були змушені відмовитися від прив’язки номінальних обмінних курсів та перейти до гнучкого курсоутворення. У деяких випадках, наприклад у Бразилії та Росії, значні фіскальні дисбаланси лише ускладнили ситуацію.

---

<sup>1</sup> Мексика (1997), Південно-Східна Азія (1997), Росія (1998) та Бразилія (1999).

При цьому всі фінансові кризи у країнах, що розвиваються, характеризуються стрімкою “втечею” інвесторів і кредиторів та наступною фінансовою панікою. Насправді, незалежно від імовірних причин фінансових криз чи подій, що ініціюють валютні атаки, міжнародні інвестори та кредитори країн, що розвиваються, демонструють поведінку натовпу при виході з ринку так само, як і при здійсненні інвестиційної чи кредитної діяльності. Боргова криза 1980-х рр. засвідчила стрімке скорочення обсягів кредитів міжнародних банків суверенним дебіторам, як-от під час Мексиканської кризи 1995 року “втеча” міжнародних кредиторів набула форми масового “зливу” урядових цінних паперів та конверсії доходів у долар США. Аналогічно, під час валютних пертурбацій у Східній Азії відмова від подовження (*roll over*) короткострокових позик разом зі спробою нехеджованих дебіторів уникнути втрат від обмінного курсу були основними факторами поглиблення кризи. Надмірне реагування кредиторів на фінансові проблеми дебіторів часто пояснюються впливом чиннику колективної поведінки. Таким чином, навіть якщо для групи кредиторів подовження строків виконання зобов’язань боржником є виправданим, індивідуальний інвестор (кредитор) все ж вважає доцільним залишити ринок. Не маючи доступу до джерел ліквідності, дебітор змушений вдаватися до скорочення операційної активності чи продажу активів за низькими (поточними) цінами, що, у свою чергу, зменшує їх дохід та здатність до обслуговування боргу, тим самим шкодячи інтересам групи кредиторів.

Загалом відтік ресурсів міжнародних кредиторів, спровокований втратою довіри, може легко перетворити проблему ліквідності на проблему поширення неплатоспроможності та дефолтів шляхом змін цін активів, процентних ставок і валютних курсів. За відсутності значних обсягів накопичених резервів або доступу до міжнародної ліквідності знижується спроможність дебітора з країни, що розвивається, виплатити повністю суму короткострокового зовнішнього боргу. Вилучення позик іноземними кредиторами з високою імовірністю викличе стрімке зростання попиту на іноземну валюту з боку нехеджованих приватних дебіторів з огляду на необхідність в оплаті боргів чи покриття власних відкритих валютних позицій та зростання спекулятивних тенденцій на валютних ринках. Це, у свою чергу, зменшує курс національної валюти та підвищує процентні ставки, тим самим ускладнюючи спроможність дебіторів обслуговувати свої борги та змушуючи їх позбавлятися активів, що посилює боргові та дефляційні процеси. Враховуючи падіння цін на активи, пропозиція яких збільшилася, тиск попиту на іноземну валюту може бути послаблений,

а подальша депреціація курсу додатково знизить стимул до виходу з ринку іноземного капіталу.

### **Висновки**

*Проблемні питання, пов’язані із потоками капіталу.* Проблеми, пов’язані із потоками капіталу, на макрорівні можна умовно розділити на три компоненти:

- посилення інфляційного тиску (передусім щодо цін на активи);
- апреціація та волатильність валютного курсу;
- втрата контролю (чи обмежений вплив) над монетарною політикою.

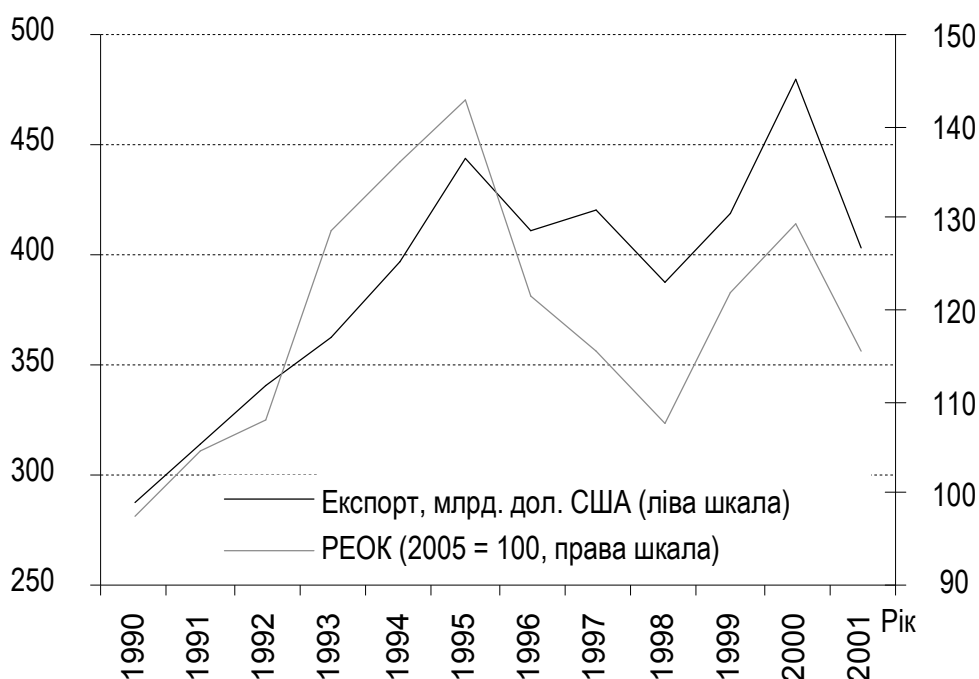
*Інфляція.* Враховуючи вплив потоків капіталу на цінові процеси як з боку попиту, так з боку пропозиції, неможливо їх сприймати лише як інфляційний фактор. Проте вони можуть набути інфляційного характеру в інших площинах. Зокрема, через зниження ефективності монетарної політики чи обмеженість її впливу. При цьому залишається високою імовірність впливу потоків капіталу на ціни активів. У цьому контексті слід відзначити два можливі канали підвищення інфляційного тиску. Так, незважаючи на імовірність збільшення пропозиції активів, приплив капіталу може спрямовуватися переважно на купівлю існуючих активів (фізичні обсяги активів та цінні папери можуть розглядатися як товари, якими не торгують, оскільки тиск з боку попиту не може бути задоволений пропозицією іноземних товарів і послуг). Така інфляція цін на активи підтримується режимом внутрішньої монетарної політики, що схильна таргетувати передусім споживчі ціни, аніж ціни активів. Інфляція цін активів продовжує залишатися проблемою для центральних банків, оскільки призводить до викривлення макроекономічних співвідношень у процесі свого розгортання та здійснює руйнівний вплив на економічний цикл у результаті “вибуху” цінової “бульбашки”. Подібна ситуація спостерігалася у багатьох країнах Східної Азії у період, що передував кризі.

Таким чином виникає політична дилема: центральний банк може підняти відсоткові ставки, проте, як правило, він утримується від таких дій (або здійснює їх лише в рамках пом’якшення наслідків) частково з огляду на те, що результат цієї політики буде певною мірою нівельовано додатковим припливом капіталу, але більше через усвідомлення власної неспроможності контролювати ціни активів та небажання нести відповідальність за “проколювання бульбашки”.

Інший можливий ефект збільшення цін активів у результаті припливу капіталу є зростання сукупного інвестиційного попиту через механізм  $q$  Тобіна: ринкова вартість існуючих активів перевищує їх балансову

вартість, що стимулює інвестиційну активність через перевищення цінами активів вартості фондування.

*Валютний курс.* У контексті припливу капіталу у більшості країн Східної Азії найбільше занепокоєння викликала не стільки загроза ціновій стабільності, скільки паралельна апреціація (та нестабільність) валютного курсу (рис. 3). Укріплення обмінного курсу підриває міжнародну конкурентоспроможність у результаті уповільнення зростання сектора виробництва товарів, які мають вихід на міжнародні ринки, та є, як правило, найбільш динамічною складовою національної економіки (щодо переваг недооціненого курсу національної валюти [18]). Враховуючи певний ефект “перельоту” [8], перенесення курсових змін на інфляційні процеси та відтік капіталу, виникають умови, сприятливі для настання кризи.



**Рис. 3. Японія: експорт і РЕОК у 1990-2001 рр.**

Джерело: IFS.

Враховуючи певний вплив на обмінний курс з боку випадкових факторів, відповідальні органи регулювання мають здійснити розмежування між впливом випадкових факторів і послідовними змінами рівноважного курсу національної валюти. І хоч наскільки б це не було незручним, відповідні органи повинні усвідомити потребу у певній апреціації. Приплив капіталу створює тиск на обмінний курс через механізм його взаємодії з іншою стороною процесу – трансфером ресурсів (апореціація стимулює імпорт і перешкоджає експорту). У будь-якому

випадку (потоки капіталу можуть мати довгостроковий структурний чи циклічний характер) зміни валютного курсу є частиною процесу відновлення макроекономічного балансу. Водночас попри те, що таке поєднання – апresiasi валютного курсу та дефіцит поточного рахунку – є необхідною умовою функціонування каналу надходження капіталу до країни, воно визнається однією з центральних причин Азійської кризи 1997-1998 рр. [11].

*Втрата контролю над монетарною політикою.* Однією з фундаментальних позицій теорії валютних курсів є те, що за умов вільної мобільності капіталу режим обмінного курсу визначає спроможність проводити незалежну монетарну політику. Жорстко фіксований обмінний курс передбачає відмову від незалежності монетарної політики, тоді як “вільне плавання” валютного курсу визначає внутрішню обумовленість монетарної політики [21]. Ця теза пов’язана із так званою неможливістю “святої трійці” (the Holy Trinity): неможливо одночасно утримувати режим вільної мобільності капіталу, дотримуватися прив’язки валютного курсу та проводити незалежну монетарну політику.

Курсове “плавання” дозволить “звільнити” монетарну політику, при цьому процентні ставки та обмінний курс будуть визначатися непокритим паритетом процентної ставки (*uncovered interest parity* – UIP): процентний диференціал між внутрішніми та зовнішніми процентними ставками має дорівнювати очікуваній зміні валютного курсу:  $i_t - i_t^{usd} = s_{t+1}^{usd} - s_t^{usd}$ . Проте в реальних умовах теорія “неможливої трійці” не завжди знаходить своє підтвердження. Передусім тому, що UIP передбачає повну взаємозамінність внутрішніх і зовнішніх активів, навіть якщо вони деномінуються в різних валютах. Це, у свою чергу, вимагає не лише відсутності обмежень на рух капіталу, але й розвиненої інституційної інфраструктури, повної поінформованості, спільних податкових та правових режимів, а також чітких уявлень щодо майбутньої траєкторії обмінних курсів [2]. Крім того, непокритий паритет процентних ставок формулює пряму залежність між припливом капіталу та пом’якшенням монетарної політики. Таким чином, зростання міжнародних резервів призводить до приросту грошової бази, що автоматично транслюється у кредитне зростання (через механізм кредитної мультиплікації).

### *Список літератури*

1. Bordo, M. Is the crisis problem growing more severe? [Text] // M. Bordo. and B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Martinez-Peria // *Economic Policy*. – 2001. – № 32.
2. Burnside, C. The Returns to Currency Speculation [Text] / C. Burnside, M. Eichengreen, I. Kleshchelski, and S. Rebelo. – 2006 // NBER Working Paper 12489 August.



3. Calvo, G. Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors [Text] / G. Calvo, L. Leiderman, C. Reinhart // IMF Staff Papers, March 1993, 40, 108–51.
4. Calvo, Guillermo A & Leiderman, Leonardo & Reinhart, Carmen M. The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues [Text] // Contemporary Economic Policy, Oxford University Press, vol. 12(3), P. 54–66. – 1994. – July.
5. Calvo, Guillermo A. Costly Trade Liberalizations: Durable Goods and Capital Mobility [Text] / A. Calvo Guillermo // IMF Staff Papers, September 1988, 35, 461–73.
6. Deutsche Bundesbank (1999). The role of economic fundamentals in the emergence of currency crises in emerging markets [Text], Monthly Report, April 1999.
7. Dooley, Michael P. Capital Flight: A Response to Differences in Financial Risks [Text] / Dooley Michael P. // IMF Staff Papers, September 1988, 35, 422–36.
8. Dornbusch, R. 1976. Expectations and Exchange Rate Dynamics [Text] / R. Dornbusch, 1976 // Journal of Political Economy, 84(6): 1161–1176.
9. Edwards, Sebastian. Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt-Equity Swaps in Developing Countries [Text] / Sebastian Edwards. In Siebert, Horst, ed., Capital Flows in the World Economy. Tübingen: Mohr, 1991. – P. 255–81.
10. El-Erian, Mohamed A. Restoration of Access to Voluntary Capital Market Financing [Text] / El-Erian, A. Mohamed // IMF Staff Papers, March 1992, 39, 175–94.
11. Feldstein, M., 2000. Avoiding Currency Crises [Text] / M. Feldstein, 2000. Presentation at a conference organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
12. Fernandez-Arias, Eduardo. The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull? [Text] / Fernandez-Arias, Eduardo, mimeo, World Bank, November 1993.
13. Gooptu, Sudarshan. Portfolio Investment Flows to Emerging Markets [Text] / Gooptu, Sudarshan. In Claessens, Stijn, and Sudarshan Gooptu, eds., Portfolio Investment in Developing Countries. Washington, D.C.: World Bank, 1993. – P. 45–77.
14. Graciela, L. Kaminsky. International Capital Flows, Financial Stability and Growth” [Text] / Graciela, L. Kaminsky // DESA Working Paper. – № 10. – 2005. – December.
15. Hoggarth, G. Costs of banking system instability: some empirical evidence [Text] / G. Hoggarth, and V. Saporta // Bank of England Financial Stability Review, Issue 10, June 2001.
16. Kaminsky, G. The twin crises: the causes of banking and balance-of payments problems [Text] / G. Kaminsky and C. Reinhart // Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance discussion Papers, Number 544, March 1996.
17. Obstfeld, Maurice. Capital Flows, the Current Account, and the Real Exchange Rate: The Consequences of Stabilization and Liberalization [Text] / Obstfeld Maurice. In Edwards, S., and Liaquat A., eds., Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries. Chicago: University of Chicago Press, 1986. – P. 201–34.
18. Rodrik, D. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. [Text] / D. Rodrik // John F. Kennedy School of Government Harvard University Cambridge, MA 02138 August 2007.
19. Rosenberg, M. R. (1996), Currency Forecasting: A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination [Text] (Chicago, etc.: Irwin).

20. Schadler, S. Recent Experiences with Surges in Capital Inflows [Text] / S. Schadler, A. Bennett, M. Carkovic, and R. Kahn, 1993 // IMF Occasional Paper № 108, August. Washington, D.C.
21. Summers, Larry H. International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures [Text] / Summers, H. Larry, 2000 // American Economic Association, May, 2000.
22. World Bank, 1997, Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration (New York: Oxford University Press) [Text].
23. Yilmaz Akyüz and Andrew Cornford . Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System [Text] / Yilmaz Akyüz and Andrew Cornford // UNCTAD Discussion Papers. – 1999. – № 143.

### *Summary*

The paper examines the role of external and internal factors in stimulating international capital flows and attraction of foreign investment. Financial sector liberalization is considered as a driving force of financial instability leading to the appreciation of RER, credit expansion, assets prices bubbles and the loss of control over monetary policy.

Отримано 16.09.2010

УДК 336.64

**О.М. Ващенко, аспірант**

*ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”*

## **МОРАЛЬНІ РИЗИКИ ЯК ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ ФАКТОР ІСНУВАННЯ ТІНЬОВОГО СЕКТОРА В ЕКОНОМІЦІ**

*У статті обґрунтовано, що фундаментальною основою виникнення тіньової економіки є моральні ризики. Проаналізовано їх сутність, причини виникнення та дано визначення даної економічної категорії. Запропоновано базові підходи до боротьби з моральними ризиками на базі оцінки їх рівня.*

*Ключові слова: тіньовий сектор економіки, моральний ризик, асиметрія інформачії, методи боротьби, оцінка моральних ризиків.*

**Постановка проблеми.** Економічні суб’єкти внаслідок своєї раціональної поведінки завжди стоять перед вибором – діяти згідно з встановленими нормами та правилами чи проігнорувати їх. Критерієм у даному випадку є економічна вигода – тобто різниця між потенційними позитивними і негативним ефектами від тієї чи іншої поведінки. Поняття в економіці, що відповідає за таку поведінку економічного суб’єкта, отримало назву моральний ризик.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питаннями сутності і причин виникнення моральних ризиків займаються такі вчені, як