

ФІНАНСОВЕ ЗАРАЖЕННЯ: КОНЦЕПТУАЛЬНІ ПІДХОДИ ТА КЛАСИФІКАЦІЯ

У статті розкриті концептуальні підходи до поняття “фінансове зараження”. Наведено класифікацію типів фінансового зараження і приклади фінансового зараження в історії фінансових криз.

Ключові слова: фінансове зараження, міжнародна передача шоків.

Постановка проблеми. До 1990-х рр. причинами локальних фінансових криз вважалися виключно внутрішні фактори. Після азійської кризи 1997 р. і кризи зовнішнього боргу Російської Федерації 1998 р. ставлення до причин фінансових криз різко змінилося. Згадані кризи мали такий значний вплив на світову економіку, який неможливо пояснити, виходячи лише з обсягів економік цих країн і ступеня їх залучення у міжнародну торгівлю. Крім того, стандартні моделі валютних криз передбачають значний бюджетний дефіцит, водночас кризові країни 1990-х рр. характеризувалися повною його відсутністю. Саме тому, починаючи з 1990-х рр., все більша увага в дослідженнях фінансової нестабільності приділялася передачі фінансових шоків від однієї країни до іншої, що в найширшому значенні позначається терміном “фінансове зараження”. Світова фінансова криза 2007–2010 рр. засвідчила зростаючу актуальність світової передачі фінансових шоків. Значна кількість країн світу, зокрема і Україна, пережили валютну кризу внаслідок відтоку капіталу міжнародних інвесторів і кредиторів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вперше міжнародне фінансове зараження в сучасному розумінні розглянув Кіндлбергер у роботі, присвяченій міжнародному поширенню фінансових криз [1]. Пізніше питання передачі міжнародних шоків розглядалося в теоретичному аспекті у низці досліджень. У роботі М. Кінга і С. Вадвані розкривається питання передачі волатильності між фондовими ринками країн [2]. Р. Вальдес аналізує поняття фінансового зараження і доводить його вагомий вплив під час кризових епізодів у країнах з ринками, що активно формуються [3]. П. Мейсон у кількох статтях досліджує можливість існування множинних рівноваг як причини фінансового зараження, а також вводить поняття “зараження через фундаментальні змінні” [4; 5]. М.П. Дулі пропонує модель виникнення криз між країнами, яка базується на понятті морального ризику міжнародних кредиторів та інвесторів [6]. А. Дразен розглядає вплив міжнародних політичних домовленостей на можливість передачі фінансових шоків у кризовий період. Загалом міжнародна передача шоків досліджується за різними аспектами, і тому існує значна кількість альтернативних пояснень механізмів фінансового зараження.

Паралельно проводилися емпіричні дослідження. У відомій роботі К. Форбса і Р. Рігобона здійснений ґрунтовний статистичний аналіз з метою оцінки ефектів фінансового зараження на світових фондових ринках [8]. У наукових статтях аналізується роль фінансового зараження в конкретних кризах. Зокрема стаття Ч. Каломіріса показує роль фінансового зараження під час Великої депресії [9], а дослідження Ж. Кальво присвячене передачі фінансових шоків між країнами Латинської Америки [10].

Значні спроби систематизувати результати досліджень і класифікувати механізми виникнення та поширення фінансового зараження здійснено у працях М. Прітскера і Т. Мосера [11; 12].

Не вирішені раніше частини проблеми. У сучасних дослідженнях концепція фінансового зараження використовується для опису ситуацій, коли чітко визначена криза в одній країні викликає кризу в іншій. У найширшому сенсі фінансове зараження означає поширення негативних шоків, які мають потенціал ініціювати фінансову кризу. Проте варто зазначити, що одночасність криз не є достатньою підставою для того, щоб говорити про фінансове зараження, оскільки між ними може і не бути причинно-наслідкового зв'язку. З цієї точки зору важливо ідентифікувати потенційні механізми поширення шоків і визначити ті, які викликають фінансове зараження. Слід наголосити на тому, що, незважаючи на значний обсяг досліджень, поняття фінансового зараження залишається нечітким. Науковці не погоджуються між собою і часто неоднозначно визначають те, що мають на увазі під цим терміном. Без чіткого розуміння природи фінансового зараження, шляхів і механізмів його поширення неможливо ні чітко оцінити відповідні ризики для конкретної країни, ні запропонувати рекомендації щодо уникнення або зменшення можливих негативних наслідків для країни.

Мета статті – аналіз теоретичних основ поняття фінансового зараження і класифікація його за механізмами виникнення і поширення.

Виклад основного матеріалу. Теоретичні праці про поширення фінансових і економічних шоків виділяють три основні механізми передачі негативних шоків між країнами [4; 8]:

- спільні шоки, які одночасно впливають на фундаментальні економічні змінні декількох країн;
- шоки, специфічні для певної країни, які впливають на фундаментальні змінні інших країн;
- шоки, які не можна пояснити фундаментальними змінними і які означають чисте фінансове зараження у вузькому його значенні.

У випадку спільної причини декілька країн отримують спільний світовий або регіональний шок, який не є фінансовою кризою. Складовими таких негативних спільних шоків є: підвищення міжнародних процентних ставок; скорочення пропозиції капіталу на міжнародних ринках; зміни обмінних курсів між основними валютами; зміни цін на основні сировинні товари або падіння світового попиту.

Зростання світових відсоткових ставок негативно впливає на доступ до фінансових ресурсів економік країн, що розвиваються, не лише збільшуючи їхні витрати на обслуговування зовнішніх позичок і зменшуючи їх кредитоспроможність [5], але також збільшуючи проблеми асиметричної інформації [13]. Подібним чином непередбачуване падіння цін експорту може послабити здатність корпоративного сектора обслуговувати заборгованість і погіршити баланси фінансового сектора в тих країнах, які дуже залежать від експорту. Зміни в обмінних курсах між основними валютами також можуть спричинити погіршення балансів через негативні впливи на цінову конкурентоспроможність і експорт.

Отже, такі спільні зовнішні шоки негативно впливають на фундаментальні економічні змінні в багатьох країнах одночасно, потенційно ініціюючи кризи у деяких з них. Фактично для кожної з найбільших криз останніх десятиліть можна визначити спільний шок, що мав місце до кризи. Перед латиноамериканською кризою зовнішнього боргу 1982 р. і перед мексиканською кризою 1994 р. відбулося значне зростання відсоткових ставок у США. Посилення німецької марки в середині 1980-х відкрило шлях до ERM кризи у 1992–1993 рр. Азійська криза 1997 р. відбулася після різкого посилення долара США відносно єни, затяжної економічної стагнації в Японії і різкого зниження світових цін на напівпровідники [13].

П. Мейсон пропонує термін “мусонні ефекти” замість терміну “фінансове зараження” для позначення спільних шоків, що виникають внаслідок таких економічних зрушень [5]. Інші науковці розширюють термін “фінансове зараження” до будь-якого виду зовнішнього шоку, що включає і спільні шоки [14]. Однак таке визначення є занадто загальним. Термін “зараження”, на нашу думку, слід звести до тих ситуацій, коли криза в одній країні спричиняє кризу в іншій.

Другий механізм – взаємозаложність фундаментальних макроекономічних змінних пояснює, як шок для однієї країни чи групи країн може вплинути на фундаментальні економічні змінні в інших країнах [1; 15]. Взаємозалежність між країнами виникає внаслідок того, що їх фундаментальні змінні пов’язані між собою через платіжний баланс. Важливим каналом такої передачі шоків є міжнародна торгівля. Криза в одній країні, що зазвичай супроводжується падінням ВВП і девальвацією валюти, негативно впливає на експорт її торгових партнерів через падіння попиту і втрату цінової конкурентоздатності. Це може не тільки негативно вплинути на обсяги їх експорту і ВВП, а й збільшити очікування девальвації обмінного курсу та призвести до спекулятивних атак на їхню валюту. Таке поширення шоків через канал торговельних зв’язків може діяти і через непрямі торгові зв’язки, тобто через спільні треті ринки. Так, під час аргентинської кризи девальвація песо на початку 2002 р. і наступне глибоке падіння ВВП мали значний негативний вплив на МЕРКОСУР, торговий блок, в який входять Аргентина, Бразилія, Парагвай і Уругвай. Внаслідок цього три інші члени наблизилися до кризи у 2002 р. [14].

Кіндлбергер зазначає, що механізми передачі шоків через зовнішню торгівлю занадто розтягнуті в часі і тому не можуть пояснити одночасного настання декількох фінансових криз. Насправді агенти на фінансових ринках реагують завчасно, передбачаючи майбутні впливи на економіку країни, що і спричиняє миттєвість корекції цін на активи [1].

Однак ціни на активи і потоки капіталів реагують не лише на очікувані шоки торгівлі. У ролі важливого каналу зв'язку між країнами виступають двосторонні прямі міжнародні інвестиції, а також непрямі фінансові зв'язки через спільного інвестора [14].

Щодо непрямих зв'язків, то міжнародні інвестори разом з банками та інституційними інвесторами диверсифікують свої портфелі з фінансових активів багатьох країн. Навіть якщо вони тримають лише незначну частку свого портфеля в ринках, що розвиваються, ці частки можуть бути достатньо вагомими на ринках капіталів таких країн, а отже, перебалансування портфелів цих інвесторів може спричинити значні потоки капіталу в цих країнах [16; 17].

У літературі з фінансового зараження немає однозначного трактування стосовно того, чи вважати зараженням передачу шоків між країнами через фундаментальні економічні змінні. Деякі автори радять розрізняти чисте зараження і поширення шоків через фундаментальні змінні, що пропонується називати трансмісією, ефектами переливів [4], взаємозалежностями [8] або зараженням через фундаментальні змінні [18]. Основною причиною, через яку ці явища слід розрізняти, є те, що поширення шоків через фундаментальні змінні є оптимальною відповіддю на зовнішні шоки. Коли криза в одній країні зміщує рівновагу в інших країнах, реальні і фінансові змінні пристосовуються до нової рівноваги. Рухи фінансового ринку лише відображають очікувані зміни у фундаментальних показниках і пришвидшують пристосування до нової рівноваги, але не спричиняють змін у рівновазі [14].

Останній механізм передачі економічних шоків між країнами – чисте фінансове зараження визначається як будь-яке зростання узгоджених рухів ринків, яке не можна пояснити двома попередніми каналами [19]. Запропоновані пояснення можна поділити на два типи: інформаційні ефекти і ефекти “доміно”. Інформаційні ефекти стосуються ситуацій, коли криза в одній країні спричиняє кризу в іншій через те, що агенти сприймають її як сигнал для оновлення інформації. Ефекти “доміно” полягають в тому, що криза в одній країні призводить до кризи в іншій через фінансові зв'язки між країнами.

Асиметричність інформації і витрати, що пов'язані з її збиранням і обробкою ускладнюють правильну оцінку фундаментальних показників і роблять деякий рівень незнання раціональним. Криза в одній країні може спричинити переоцінку інвесторами фундаментальних показників інших країн і змусити їх продавати активи, відкликати кредити або призупиняти видачу кредитів цим країнам, навіть якщо їх фундаментальні показники залишаються об'єктивно незмінними. До першої групи пояснень цього

явища належать ті, що базуються на невдачах при оцінці сигналів з відповідних країн. Через неповну інформацію учасники ринку не знають, наскільки криза в одній країні може вплинути на фундаментальні економічні змінні в іншій [10]. У цьому випадку існує два можливих варіанти зараження. При помилковій взаємозалежності учасники ринку помилково допускають взаємозалежність фундаментальних змінних [18]. Іншим поясненням є ефект гіпотези подібності, коли учасники ринку допускають, що країни, які до кризи вважалися подібними, потенційно матимуть подібні проблеми. В обох випадках криза в одній країні призводить до неефективної переоцінки фундаментальних показників і менш правильної їх оцінки.

Криза в одній країні може бути так званим сигналом прокинутися для учасників ринку, якщо вона змушує їх уважно проаналізувати фундаментальні економічні змінні інших країн, які подібні до тих, якими характеризується економіка країни, що переживає кризу [19]. Такий тип зараження є результатом ефективної корекції і зумовлює більш точну оцінку фундаментальних змінних.

Інша група пояснень розглядає кризу як феномен самоздійснених очікувань або невдачу координації між агентами в присутності кількох можливих рівноваг. П. Масон пропонує теорію кількох можливих рівноваг, яка показує, що криза в одній країні може спрацьовувати як випадкова величина, яка призводить до координації очікувань гравців ринку в бік кризової рівноваги. Зсув із початкової рівноваги до кризової відбувається внаслідок зміни очікувань інвесторів, а не через реальні економічні зв'язки [4]. Такі кризи не є необхідними, оскільки вони не викликані фундаментальними змінними, але з точки зору кожного окремого агента буде правильним взяти участь в очікуваній спекулятивній атаці.

М. Дулі пропонує таке пояснення зараження: криза в одній країні змушує інвесторів переглянути свої очікування щодо можливостей держави отримати міжнародну допомогу. Така пропозиція поєднує зараження з питанням морального ризику, оскільки очікувана страховка від можливих втрат є важливим чинником, що впливає на рішення про те, чи інвестувати в країну чи ні. Зараження може виникнути, якщо криза в іншій країні змушує інвесторів переглянути потенційну міжнародну підтримку і воно означатиме, що інвестори приблизять свої оцінки до реальних фундаментальних змінних [6].

А. Дразен пропонує пояснення зараження під час валютних криз, що фокусується на поведінці політичних кіл. Країни з фіксованим обмінним курсом можна розглядати як членів клубу “не-девальвуємо”, важливість членства в якому залежить від того, хто ще є його членом. Зараження через членство може виникати, якщо девальвація одним членом клубу послаблює критерій членства і робить більш імовірною девальвацію іншими членами клубу, оскільки уряди тепер надають менше ваги зобов'язанню [7].

У групі пояснень, що описують ефекти “доміно”, криза в одній країні поширюється на інші досить механістично, як результат прямих або непрямих фінансових зв'язків. Існує версія ланцюжка дефолтів, що є

прикладом звичайного кредитного ризику. Країна може пережити банківську кризу, якщо її основні банки отримують значні збитки від дефолтів за міжнародними кредитами або розрахунками. Занепокоєння щодо можливих дефолтів за кредитами було однією з головних причин для надання міжнародної допомоги під час латиноамериканської боргової кризи 1982 р., коли вимоги по кредитах до проблемних кредиторів були зосереджені в декількох основних банках США [14].

Можливими поясненнями фінансового зараження можуть бути ребалансування портфельів інвесторами, які постраждали від кризи на одному ринку і продають активи на інших ринках, щоб отримати необхідну ліквідність або задовольнити вимоги за маржою [3; 4; 10]. Так, внаслідок падіння японського фондового ринку капітальні вимоги до японських банків спричинили значне зниження обсягів наданих позик у США на початку 1990-х рр. [20; 21].

Отже, дослідження фінансового зараження відбувалося досить спорадично і часто з протилежних позицій, тому на сьогодні не існує як однозначного визначення фінансового зараження, так і загально визнаної його класифікації. Така класифікація могла б полегшити не лише подальші розробки питань фінансового зараження, а й вибір макроекономічної політики держави в кризових епізодах, причинами яких є фінансове зараження. Отже, на рис. 1 наведена класифікація механізмів фінансового зараження, розроблена на основі проведеного дослідження.



Рис. 1. Механізми міжнародного фінансового зараження

Джерело: авторська розробка.

Наведена класифікація дає можливість обирати заходи антикризової політики, що відповідають природі передачі шоків. Так, заходи центрального банку, що полягають у розширенні доступу банків до ліквідності, виправдані лише у випадку чистого фінансового зараження, тоді як у випадку передачі шоків через фундаментальні змінні таке розширення ліквідності може лише сповільнити необхідну корекцію. Якщо зараження відбувається через інформаційні ефекти, то розширення ліквідності матиме позитивний вплив лише у випадках помилок в оцінці сигналів або взаємодії очікувань. Якщо сигнал прокинутися, при якому фінансові агенти звертають увагу на проблеми, яких вони раніше не помічали, і зараження, пов'язане з моральним ризиком, безпосередньо стосуються фундаментальних змінних, то макроекономічна політика має спрямовуватися на розв'язання цих фундаментальних економічних проблем. Щодо ефектів “доміно”, то розширення ліквідності на ринку може допомогти лише у випадку ребалансування портфелів фінансових посередників, що відбувається внаслідок обмежень ліквідності, але не у випадку обмежень в капіталі.

Висновки. На сьогодні не існує однозначної класифікації поняття “фінансове зараження”, яким би користувалися всі науковці. На нашу думку, слід розрізняти передачу шоків через фундаментальні змінні і передачу шоків, що не пов'язана зі зміною фундаментальних економічних змінних (чисте фінансове зараження). На основі проведеного дослідження запропоновано вичерпну класифікацію фінансового зараження за механізмами його виникнення. Наведена класифікація дозволяє точніше розрізняти типи фінансового зараження і обирати ті заходи макроекономічної політики, які будуть ефективними в кожному конкретному випадку.

Список літератури

1. Kindleberger, C. International Propagation of Financial Crises: The Experience of 1888–93 [Text] / C. Kindleberger // *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History*. – London : Allen and Unwin, 1985. – P. 226–239.
2. King, M. Transmission of Volatility between Stock Markets [Text] / M. King and S. Wadhvani // *Review of Financial Studies*. – 1990. – № 3. – P. 5–33.
3. Valde's, R. Emerging Markets Contagion: Evidence and Theory [Text] / R. Valde's // *Documento de Trabajo del Banco Central de Chile*. – 1997. – № 7.
4. Masson, P. Multiple Equilibria, Contagion, and the Emerging Market Crises [Text] / P. Masson // *IMF Working Paper*. – 1999. – № 99/164.
5. Masson, P. Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria [Text] / P. Masson // *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequence*. – Cambridge : UK: Cambridge University Press. – 1999. – P. 265–280.
6. Dooley, M. P. A Model of Crises in Emerging Markets [Text] / M. P. Dooley // *Economic Journal*. – 2000. – № 110. – P. 256–72.
7. Drazen, A. Political Contagion in Currency Crises [Text] / A. Drazen // *Currency Crises*. – Chicago and London : University of Chicago Press, 2000. – P. 47–67.
8. Forbes, K. No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements [Text] / Kristin Forbes and Rigobon Roberto // *Journal of Finance*. – 2002.

9. Calomiris, C. Contagion and Bank Failures During the Great Depression: The June 1932 Chicago Banking Panic [Text] / C. Calomiris and J. Mason // American Economic Review. – 1997. – № 87. – P. 863–83.
10. Calvo, G. A. Understanding the Russian Virus, with Special Reference to Latin America [Text] / G. A. Calvo // Mimeo, University of Maryland. – 1998.
11. Pritsker, M. The Channels for Financial Contagion [Text] / M. Pritsker // International Financial Contagion. – Boston : MA: Kluwer Academic Publishers, 2001. – P. 67–97.
12. Calvo, G. A. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s [Text] / G. A. Calvo, L. Leiderman, C. M. Reinhart // Journal of Economic Perspectives. – 1996. – № 10. – P. 123–139.
13. Mishkin, F. S. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective [Text] / F. S. Mishkin // NBER Working Paper 5600. – 1996.
14. Moser, T. What Is International Financial Contagion? [Text] / T. Moser // International Finance 6:2. – 2003. – P. 157–178.
15. Kaminsky, G. Leading Indicators of Currency Crises [Text] / G. Kaminsky, S. Lizondo, C. Reinhart // IMF Staff Papers. – 1998. – Vol. 45 (March).
16. Kaminsky, G. Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview [Text] / G. Kaminsky, R. Lyons, S. Schmukler // World Bank Economic Review. – 2001. – № 15. – P. 315–340.
17. Schinasi, G. J. Portfolio Diversification, Leverage, and Financial Contagion [Text] / G. J. Schinasi, R. T. Smith // International Financial Contagion. – Boston, MA: Kluwer Academic Publishers, 2001. – P. 187–223.
18. Kaminsky, G. On Crises, Contagion, and Confusion [Text] / G. Kaminsky, C. Reinhart // Journal of International Economics. – 2000. – № 51. – P. 145–168.
19. Goldstein, M. The Asian Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications [Text] / M. Goldstein. – Washington : Institute for International Economics, 1998.
20. Peek, J. The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan [Text] / J. Peek, E. Rosengren // American Economic Review. – 1997. – № 87. – P. 495–505.
21. Peek, J. Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States [Text] / J. Peek, E. Rosengren // American Economic Review. – 2000. – № 9. – P. 30–44.

Summary

In the article the conceptual approaches to the phenomenon of financial contagion is presented. The classification of financial contagion and examples of financial contagion in the history of financial crises are given.

Отримано 15.12.2010

Серпак, І.І. Фінансове зараження: концептуальні підходи та класифікація [Текст] / І.І. Серпак // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2010. – Т. 30. - С. 271-280.