

УДК 330.4

*О. І. Черняк, д-р екон. наук, проф., Київський національний університет імені Тараса Шевченка; В. Р. Хом'як, Київський економічний інститут*

## ПРИЧИНИ ВАЛЮТНОЇ КРИЗИ ТА ІНДИКАТОРИ, ЯКІ СИГНАЛІЗУЮТЬ ПРО ЇЇ НАБЛИЖЕННЯ

*У статті аналізуються причини та природа валютної кризи. Встановлені індикатори, які сигналізують про наближення валютної кризи.*

*Ключові слова: валютна криза, індикатори попередження, реальний ефективний обмінний курс, державні резерви.*

**Постановка проблеми.** Починаючи з 17 століття, валютні кризи (їх причини та наслідки) викликали значний інтерес у середовищі вчених-економістів. Раніше основна увага приділялася “кризі перевиробництва” та кризі реального сектора. Але зі структурними змінами в економіці змінюється й природа криз. Можна провести аналогію з тим, що як на кожному етапі свого розвитку людство стикається з різними хворобами та новими “вірусами”, так само змінюється й природа економічних криз.

Як показала практика світової кризи 2008 року, фінансові кризи набули іншої форми та стали загальносвітовими. Також неодмінною складовою фінансових криз стала валютна криза або інша назва – криза платіжного балансу. Вперше хвиля системних валютних криз прокотилася нашою планетою у 90-х роках. Спочатку була Мексиканська криза 1994 року, потім – Азійські кризи у 1997 році, валютна криза у Східній Європі спостерігалася у 1998–1999 роках, Аргентинська криза – у 1999-2002 роках.

Враховуючи те, що процеси глобалізації посилюються й розвиваються швидкими темпами, економіки країн стають все більш взаємоінтегрованими, а торгівельні процеси між країнами стають глибшими, валютні кризи набувають все більш загрозливих для світової економіки форм.

**Об'єктом** даного дослідження є валютна криза, **предметом** дослідження – фактори, які спричиняють та призводять до валютної кризи.

**Метою** дослідження є встановлення причинно-наслідкового зв'язку виникнення валютної кризи, її ролі у розгортанні фінансової кризи, а також розробленні системи індикаторів, які б сигналізували про наближення валютної кризи. Розробка даної системи створить можливість заздалегідь вжити відповідних заходів до мінімізації негативних кризових явищ.

Валютна криза є результатом тиску іноземної валюти на національну, який проявляється в то-

му, що економічні агенти воліють позбавитись активів у національній валюті. Можливі декілька варіантів такої поведінки: інвестори можуть бути занепокоєними через те, що уряд вирішуватиме проблеми бюджету шляхом збільшення грошової маси; девальвація відбувається під тиском ринку, який спрямовується на збільшення обмінного курсу тощо. Для того, щоб стримати ринок та намагатися стабілізувати ситуацію чи зменшити темпи девальвації національної валюти, Національний банк країни починає активно скуповувати національну валюту за рахунок резервів. Коли ж резерви національного банку зменшуються до такого рівня, що далі недоцільно їх витратити або центральний банк не хоче викуповувати національну валюту, тоді й відбувається знецінення національної грошової одиниці. У випадку, якщо девальвація є незначною, а резерви центрального банку достатньо потужні – тоді експортери отримують додатковий вигравш у короткотерміновому періоді, а суспільство не відчує суттєвого впливу. Якщо ж девальвація буде стрибковою, більшою за 10 %, тоді це призведе до нових витків інфляції витрат, здорожчання продуктів, переформатування ринків збуту й, зрозуміло, до суттєвого скорочення соціальних програм. Ще у 60-х роках 20 століття розпочалися спроби побудувати моделі, які б давали можливість сигналізувати про наявність симптомів валютної кризи та моделювати бюджетні дефіцити, резерви, очікування економічних агентів. Існуючі моделі можуть бути згруповані у групи 3 поколінь, кожні з яких акцентують увагу на певному аспекті моделювання та прогнозування готівкової кризи.

Авторами моделей “першого покоління” виступають Паул Кругман та Пітер Гарбер [1]. На думку авторів, урядовий борг та нездатність уряду контролювати обсяги бюджетного дефіциту виступають основними причинами кризи. В моделях Паула Кругмана 1979 року [1] закладається припущення, що основна небезпека від валютної кризи, яка може призвести до числен-

них негативних наслідків, є втрата фіксованого обмінного курсу. Основним досягненням моделей “першого покоління” є ідентифікація зв’язку між бюджетною політикою та фіксованим обмінним курсом, пояснення фундаментальних зв’язків. Основним недоліком є відсутність будь-яких пояснень того, як валютна криза поширюється на інші країни. Іншим недоліком “моделей першого покоління” є те, що у них закладається припущення про автоматичне очікування суб’єктами господарської діяльності девальвації у випадку дефіциту бюджету.

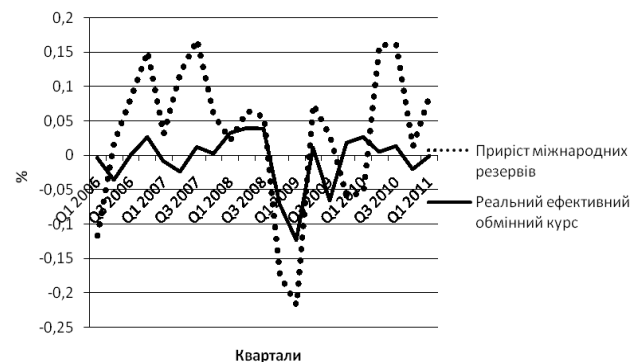
У працях Мауріка Обстфельда, Барі Айхенгіна, Ендрю Роза та Чарльза Виплоша [1] представлені моделі “другого покоління”. Моделі другого покоління ґрунтуються на припущенні, що валютні кризи виникають і породжуються самі собою. Відповідно до логіки цих моделей, обезцінення валюти в одній країні призводить до зміни рівня цін чи зміни динаміки поточного рахунку в сусідній країні. Як бачимо, основним внеском моделей “другого покоління” є пояснення процесу експорту криз з однієї країни до іншої. Також пояснюється природа, процес та механізми проникнення криз в інші країни.

Основною рисою, яка об’єднує моделі перших двох поколінь, є відсутність будь-яких чітких рекомендацій центральному банку чи уряду. Перші моделі пояснювали, але не давали рішення, як мінімізувати негативний вплив кризи. До того ж Паул Кругман у своїй праці 1979 року відстоював позицію, що готівкові кризи є неминучими [1]. Моделі ж третього покоління, описані Паулом Кругманом, Філіпом Агіоном та Філіпом Бачетою, досліджують різні типи грошово-кредитної політики впродовж валютної кризи [2]. Моделі “третього покоління” ґрунтуються на припущенні, що нестабільність банківського та фінансового секторів зменшує кредитоспроможність, ускладнює можливість отримання кредитів фірмами та збільшує ймовірність настання кризи. Типовою ситуацією, яка описує готівкову кризу, є зростання відсоткової ставки, перевищення певної межі веде до припинення припливу будь-яких інвестицій. Відповідний спад в економіці через недостатню кількість кредитних ресурсів створює тиск на національну валюту, зменшує надходження до державного бюджету, що посилює кризу.

Як бачимо, криза платіжного балансу виникає в результаті дефіциту за рахунком фінансових операцій й неможливості покрити цей дефіцит за рахунок резервів. Тому основний удар першими приймають державні резерви. Якщо коливання на ринку незначні й обсяги накопичених резервів є достатніми, тоді явища валютної кризи вда-

ється нейтралізувати. В іншому випадку, коли тиск на національну валюту є занадто сильним і тривалим, центральний банк не може його стримувати за рахунок резервів. У такому випадку відбувається різка девальвація національної валюти. До виникнення валютної кризи веде різка девальвація національної валюти або зростання заборгованості за іноземними позиками, які складають значну частку від зовнішніх запозичень та унеможливають отримання нових кредитів чи міжнародних траншів [3, с. 5]. У свою чергу, обвал та подальша девальвація національної валюти є результатом різкого скорочення надходжень від валютної виручки.

Рис. 1 показує стійкий взаємозв’язок між обмінним курсом та величиною резервів. Коливання реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) сигналізує про наближення кризових явищ в Україні. Рівень кореляції приростів РЕОК та міжнародних резервів більший, ніж 60%. Причиною, яка призводить до валютної кризи, є перевищення критичної межі рівня міжнародних резервів.



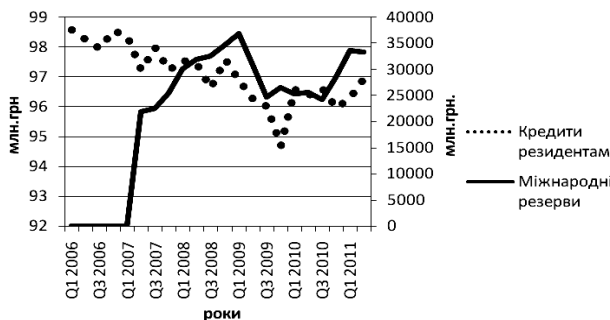
**Рис. 1. Взаємозв’язок між приростом міжнародних резервів та РЕОК**

З серпня 2011 року ми знову відчуваємо сигнали, які потребують детального вивчення. З III кварталу 2011 року спостерігається негативна динаміка за фінансовим рахунком. Тому крім складових кризи стає актуальним питання визначення індикаторів, які сигналізують про кризу платіжного балансу.

Як зазначалося вище, зокрема, описувалося у моделях “третього покоління”, зменшення обсягів кредитів, або, іншими словами, криза ліквідності, часто виступає передумовою до валютної кризи. Безумовно, це не варто сприймати як аксіому й можна знайти доволі багато прикладів. коли криза ліквідності не переростала у валютну кризу. Але все ж це один з фундаментальних сигналів про стан економіки. Така нездатність банківської системи задовольнити попит інвесторів, підтримати темпи зростання економіки призводять до скорочення випуску, відповідно, до послаблення реальної вартості національної валюти.

Власне, це простежується на рис. 2: починаючи з другого кварталу 2008 року, Національний банк почав накопичувати резерви, спостерігаючи за зниженням обсягів кредитів. На початку 2011 року, як бачимо з рис. 2, спостерігається тенденція до одночасного накопичення обсягів міжнародних резервів та збільшення кредитування економіки, але це лише короткотермінова тенденція, пов'язана з низьким рівнем кредитування економіки після 2009 року.

Пам'ятаючи досвід 2008 року та враховуючи те, що на першому етапі кризи відбувається обвал і світового і українського фондового ринку, доцільно приділити більше уваги вивченню фондового ринку.



**Рис. 2. Взаємозв'язок між обсягом кредитів та міжнародними резервами**

Проаналізувавши взаємозалежність між динамікою індексу ПФТС та відсотковою зміною обсягів міжнародних резервів, бачимо чітку обернену залежність, яка пояснюється тим, що після обвалу фондового ринку відбувається накопичення Національним банком міжнародних резервів (рис. 3). Це зумовлено тим, що при падінні ринку міжнародні інвестори забирають свої активи. Власне, це є ще одним свідченням того, що індекси фондового ринку та їх падіння є передвісниками валютних криз. Причиною цього є як вимивання активів з країн, що розвиваються, так й “лопання” роздутих активів.

$$DOL = 0,11 + \underset{(0,06)}{0,6 \cdot GAP(-1)} - \underset{(0,004)}{0,004 \cdot RATE} + \underset{(0,000 \text{ \textcent}}{0,16 \cdot Q_3} + \underset{(0,000 \text{ \textcent}}{0,2 \cdot DOL(-1)}, \quad (1)$$

де  $DOL$  – готівка в іноземній валюті поза банківським сектором, у відсотках до ВВП;

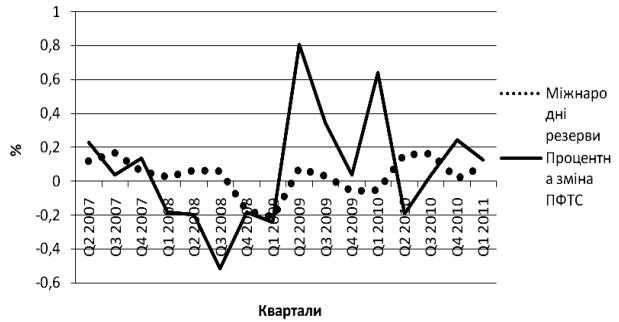
$GAP$  – відхилення від свого тренду номінального ефективного обмінного курсу;

$Q_3$  – фіктивна зміна, яка відображає невпевненість та недовіру населення до гривні у час “Помаранчевої революції” (IV квартал 2004 р.);

$RATE$  – різниця між кредитними ставками в Україні та Єврозоні.

У дужках наведено значимість коефіцієнтів моделі.

**Висновки.** В умовах підвищеної взаємоінтеграції національних економік валютні кризи стають все більш небезпечним явищем. Валютна криза, вразивши одну країну, каскадом може на-



**Рис. 3. Взаємозалежність темпів приросту міжнародних резервів та індексу ПФТС**

Більш детально варто зупинитися на ролі рахунку за поточними операціями. Так, дефіцит за рахунком поточних операцій у 2008 році склав 12 763 млн грн. [2], в результаті чого вже у IV кварталі 2008 року був зафіксований дефіцит за фінансовим рахунком у розмірі 6 150 млн грн., тоді як ще у III кварталі 2008 року спостерігався профіцит у розмірі 6 634 млн грн.

Для того, щоб проаналізувати та дати відповіді на запитання, які фактори сприяють нарощуванню готівки в іноземній валюті поза банківським сектором, була побудована модель 1. Важливим фактором є коливання показника номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) та різниця між ставками в Україні та Єврозоні. Відхилення показника НЕОК від свого тренду супроводжується очікуванням девальвації та накопиченням доларової маси в населення. Також вона засвідчує, що обсяги іноземної валюти поза банківським сектором визначаються змінами номінального ефективного обмінного курсу. Через це знецінення національної валюти, природно, веде до збільшення рівня доларизації, оскільки економічні суб'єкти воліють тримати активи в іноземній валюті.

крити цілі регіони чи навіть весь світ. Також валютні кризи ведуть до затяжних світових криз.

Особливо важливим питання прогнозування валютної кризи є для країн, економіка яких глибоко інтегрована у світову. Враховуючи, що українська економіка є експортоорієнтованою, де експортні галузі складають основу ВВП, вона

є вразливою до світових потрясінь та реагує на світові шоки. Нестійкість фінансового ринку та “криза ліквідності” у комерційних банках підвищує ймовірність настання кризи. Сукупність цих факторів і призводить до того, що будь-яке загострення економічної ситуації у світі та відповідний вихід інвесторів з ринків країн, що розвиваються, стає відчутним поштовхом для вітчизняної економічної системи.

Важливо також зауважити, що іншою особливістю вітчизняної економіки є малий обсяг фондового ринку, при якому вихід іноземних інвесторів призводить до обвалу ринку та дисбалансу за фінансовим рахунком, що не завжди може вирівнюватися зусиллями державного регулятора.

Щодо першочергових заходів мінімізації негативних наслідків від можливої кризи, Націона-

льному банку перш за все слід сконцентрувати зусилля на дотриманні внутрішньої стабільності національної валюти, підтримувати стабільність банківської системи, яка зберігатиме відсоткові ставки на стабільному рівні й одночасно, за необхідності, стерилізувати додаткові обсяги національної валюти для уникнення витків інфляції. Щодо зовнішньої стабільності національної валюти, то в сучасних умовах це є вторинним завданням, але Національний банк повинен не допускати різкої девальвації національної валюти, а забезпечувати за допомогою ринкових механізмів більш плавне протікання ринкових процесів. Це дасть можливість уникнути паніки, різкого відтоку коштів з банківської системи та необхідності регулювання за допомогою адміністративних заходів.

### *Список літератури*

1. Chiodo A. J. A case study of a currency crisis: the Russian default of 1998 / Abigail J. Chiodo, Michael T. Owyang // Journal review of Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002.
2. Aghion Philippe, Bacchetta Philippe and Banerjee Abhijit. A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises // European Economic Review, May 2000, 44(4-6). – P. 728.
3. Berg A. Anticipating Balance of Payments Crises. The Role of Early Warning Systems / A. Berg, E. Borensztein, G. M. Milesi-Ferretti, C. Catherine Pattillo // Washington DC: International Monetary Fund, 1999.
4. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
5. Curtis T. The Mexican Peso Crisis: A Balance of Payments Crisis (1994 – 1995) / T. Curtis, D. Gladish, M. Guntupall. – Mexico, International Financial Policy, Paper, 2005.
6. Chamon M. Can We Predict the Next Capital Account Crisis? / M. Chamon, P. Manesse, A. Prati // IMF Staff Papers. – 2007. – Vol. 54, № 2.

7. Ніколайчук С. Вплив глобальної фінансово-економічної кризи на платіжний баланс України та динаміку його основних показників / С. Ніколайчук, І. Каушан // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 11. – С. 32–39.

### *Summary*

A nature and reasons of the currency crisis is analyzed. Methods of prediction currency crisis are described and indicators that signal about currency crisis in Ukraine are defined.

Отримано 02.08.2011

additional liquidity, despite the fact that the demand for loans from the Fed has returned to normal. This experience demonstrates why central banks should provide additional liquidity by making loans and purchasing short-dated securities. Loan demand declines automatically as the effects of the financial crisis wane, and the liquidity provided by the purchase of short-term assets can be withdrawn naturally and rapidly as the short-dated securities mature.

### *References*

1. Blinder A. S. Government to the Economic Rescue [Text] / A. S. Blinder // Wall Street Journal. – June 16, 2010, P. A21.
2. Calomiris C.W. Banking Crises and the Rules of the Game [Text] / C. W. Calomiris // unpublished manuscript.
3. Calomiris C.W. Prudential Bank Regulation: What's Broke and How To Fix It [Text] / C. W. Calomiris // unpublished manuscript.
4. Calomiris C. W. The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next [Text] / C. W. Calomiris // Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium. – 2008.
5. Calomiris C. W. Statement of Charles W. Calomiris Before the Committee on Oversight and Government Reform [Text] / C. W. Calomiris // United States House of Representatives. – December 9, 2008.

6. Calomiris C. W. The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac [Text] / C. W. Calomiris, P. J. Wallison // Financial Services Outlook, American Enterprise Institute. – 2008.
7. Cole H. L. New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis [Text] / H. L. Cole, L. E. Ohanian // Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper 597. – 2001.
8. Friedman M. A Monetary History of the United States, 1867–1960 [Text] / M. Friedman, A. J. Schwartz. — Princeton University Press, Princeton, N.J. – 1963.
9. Furfine C. H. Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion [Text] / C. H. Furfine // Journal of Money, Credit, and Banking. – 2003. – № 35(1). – P. 111–128.
10. Taylor J. B. Defining Systemic Risk Operationally, in Ending Government Bailouts As We Know Them [Text] / J. B. Taylor, G. Shultz, K. Scott, J. B. Taylor. – Hoover Press, Stanford University. – 2009.
11. Thornton D. L. The Fed, Liquidity, and Credit Allocation [Text] / D. L. Thornton // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2009. – № 91(1). – P. 13–21.
12. Thornton D. L. Negating the Initiation Potential of the Fed's Lending Programs [Text] / D. L. Thornton // Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses. – 2009. – № 29.
13. Thornton D. L. Would Quantitative Easing Sooner Have Tempered the Financial Crisis and Economic Recession? [Text] / D. L. Thornton // Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses. – 2009. – № 37.
14. Wheelock D. C. Are U.S. Banks too Large? [Text] / D. C. Wheelock, P. W. Wilson // Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper. – 2009. – 054B.

*Анотація*

Стаття присвячена проблемі фінансових реформ, які були викликані світовою фінансовою кризою. Запропоновано декілька провідних принципів проведення фінансових реформ, а також види реформ, які можуть давати найкращі результати на основі принципів, які були запропоновані автором. Також обговорюється роль, яку центральний банк може відігравати у пом'якшенні розміру, тривалості та наслідків фінансової кризи.

Отримано 09.08.2011