

*До 175-річчя Київського національного університету
імені Тараса Шевченка присвячується*

О.А.Чугаєв

**Валютні кризи
на межі ХХ – ХХІ століть**

Монографія

Київ - 2007

УДК 339.747
ББК 67.9(4УКР)308

*Схвалено Вченою радою Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка.
Протокол № 4 від 14 листопада 2007 р.*

Рецензенти:

Будкін В.С., доктор економічних наук, професор, Заслужений діяч науки і техніки України, головний науковий співробітник Інституту світової економіки і міжнародних економічних відносин Національної Академії наук України;

Дудченко М.А., доктор економічних наук, професор, проректор з наукової роботи Київського гуманітарного інституту;

Іваницька О.М., доктор наук з державного управління, доцент, завідувач кафедри банківської справи Державної академії статистики, обліку та аудиту.

Чугаєв О.А., кандидат економічних наук

Ч 9 Валютні кризи на межі XX – XXI століть: Монографія. – К.: „МП Леся”, 2007. – 416 с. – Бібліогр. С.242-264.

ISBN 966-8126-61-0

У монографії розкриваються загальні і особливі закономірності виникнення валютних криз на межі XX – XXI століть на прикладі країн з перехідною економікою і країн, що розвиваються. Розглядаються суттєві ознаки валютної кризи, їх види, методи визначення часових меж валютних криз, теоретичні моделі їх виникнення та поширення. Проводиться порівняльний аналіз розвитку валютних криз по країнах. Значна увага приділена емпіричному дослідженню дії факторів виникнення валютних криз за різних умов. Здійснюється оцінка ефективності антикризових заходів.

Видання буде корисним науковцям, державним службовцям, економістам-практикам, викладачам економічних вузів та аспірантам для дослідження економічної політики у сфері запобігання кризовим явищам.

ISBN 966-8126-61-0

УДК 339.747
ББК 67.9(4УКР)308

© О.А. Чугаєв, 2007

Зміст

ПЕРЕДМОВА.....	5
РОЗДІЛ 1. Поняття валютної кризи та її ознаки.....	8
1.1. Сутність і форми прояву валютної кризи.....	8
1.2. Кількісні критерії визначення наявності валютної кризи.....	18
1.3. Історична динаміка поширеності валютних криз у світі.....	32
РОЗДІЛ 2. Теоретичні підходи у дослідженні причин валютних криз	36
2.1. Теоретичні моделі валютних криз.....	36
2.2. Канали поширення валютних криз.....	53
2.3. Механізм виникнення валютної кризи у системному вигляді	58
РОЗДІЛ 3. Особливості розгортання валютних криз в окремих країнах.....	67
3.1. Специфіка прояву валютної кризи і кризи платіжного балансу.....	67
3.2. Зв'язок з іншими видами фінансових криз.....	74
3.3. Роль факторів торгового балансу.....	80
3.4. Вплив руху капіталу, зовнішніх зобов'язань та активів.....	85
3.5. Значення пропозиції грошей і банківського сектору.....	91
3.6. Причини незбалансованості державних фінансів.....	100
3.7. Тенденції у реальному секторі економіки і на ринку акцій.....	104
3.8. Політичні передумови.....	107
3.9. Безпосередні і опосередковані причини валютних криз.....	112
РОЗДІЛ 4. Емпіричний аналіз факторів виникнення валютних криз та їх взаємодії.....	118
4.1. Методичні аспекти.....	118
4.2. Валютний курс і ціни.....	133
4.3. Зовнішня торгівля.....	138
4.4. Рух капіталу.....	143
4.5. Зовнішні активи і зобов'язання.....	150
4.6. Гроші та процентні ставки.....	154
4.7. Банківський сектор.....	159
4.8. Державні фінанси.....	164
4.9. Реальний сектор економіки і ринок акцій.....	168
4.10. Політичні фактори.....	175
4.11. Інші фактори.....	177

РОЗДІЛ 5. Напрями формування антикризових заходів.....	184
5.1. Оцінка найважливіших факторів і вибір шляхів запобігання валютним кризам.....	184
5.2. Урахування регіональних особливостей.....	198
5.3. Цільові орієнтири заходів запобігання валютним кризам на прикладі України.....	204
5.4. Маастрихтські критерії конвергенції як засіб забезпечення валютної стабільності.....	215
5.5. Інструменти запобігання валютним кризам з урахуванням впливу на економічне зростання.....	222
5.6. Мінімізація наслідків валютних криз засобами валютної політики	232
ПІСЛЯМОВА.....	240
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	242
ДОДАТКИ.....	265

ПЕРЕДМОВА

Валютні відносини є органічною ланкою фінансово-економічної системи, без якої неможливе здійснення країнами зовнішньоекономічних зв'язків і їх повноцінне включення до глобального відтворювального процесу. Кризові процеси у валютній сфері часто призводять до негативних явищ в інших секторах економіки. Крім нестабільності валютного курсу, наслідками валютних криз можуть бути падіння ВВП, скорочення інвестицій і відплив капіталу, зростання інфляції, зменшення доходів населення, падіння фондових індексів, накопичення державного боргу, зниження ліквідності банківської системи, політична криза. Тому виявлення причин виникнення валютних криз, можливих засобів їх попередження і мінімізації негативних наслідків є важливим для забезпечення сталого економічного зростання в усіх його аспектах на макрорівні. На мікрорівні знання про фактори валютних криз, характер їх динаміки і можливі заходи реагування з боку держави можуть сприяти прийняттю адекватних рішень суб'єктами господарської діяльності.

Тенденції глобалізації і особливо фінансової глобалізації, які посилились на межі XX – XXI століть, створюють нові умови для перебігу економічних процесів і формування економічної політики. Меншою мірою на економічні процеси може впливати влада окремої держави, а більшою мірою – ринкові сили, зокрема це стосується транснаціональних компаній, банків та інших фінансових установ, а також міжнародних організацій. З іншого боку, масштаби глобалізації, досягнуті в цей період, впливають на ціну, яку мають сплачувати у разі вживання неправильних заходів з боку держави економічні суб'єкти не тільки цієї країни, а й, можливо, багатьох інших. У цих умовах дослідження валютних криз, як додаткового джерела ризиків, набуває особливої актуальності.

У фундаментальних працях закордонних та вітчизняних вчених закладено теоретико-методологічні засади для подальшого вивчення явищ валютних криз в умовах швидких змін сьогодення. Зокрема, розкрито сутність валютних криз, з'ясовано загальні закономірності їх розвитку, характерні для глобальної економіки, розроблено теоретичні моделі, системи раннього попередження, досліджено дію окремих факторів, конкретні випадки валютних криз і їх наслідки. Однак поза увагою залишилися окремі аспекти впливу та взаємодії факторів і механізму виникнення валютних криз та особливості цього процесу в

різних групах країн. Існує потреба у застосуванні диференційованого підходу до вивчення валютних криз, адже дії конкретних факторів, які призводять до їх виникнення, і адекватні рецепти вирішення проблем, пов'язаних з валютними кризами, можуть відрізнятись у різних країнах.

З погляду формування економічної політики в Україні, у монографії зосереджується увага на валютних кризах у країнах з перехідною економікою і країнах, що розвиваються, тобто країнах, які перебувають приблизно на однаковому рівні розвитку з Україною. Це також зумовлено тим, що з середини 1990-х рр. валютні кризи відбувалися майже виключно у країнах цих двох груп.

Дослідження побудоване таким чином. У першому розділі розглядається, власне, явище валютної кризи: її якісні та кількісні характеристики; методи для визначення, чи знаходиться країна у стані валютної кризи чи для ствердження цього недостатньо підстав; наскільки валютні кризи набули поширення за останні десятиліття.

У другому розділі узагальнюються теоретичні підходи до визначення причин валютних криз: описуються і класифікуються моделі валютних криз; канали, через які валютні кризи поширюються з однієї країни до інших; систематизується комплекс зв'язків між явищами в економіці, через які формується кризова ситуація.

У третьому розділі аналізуються причини конкретних епізодів валютних криз у 1994–2002 рр. у Мексиці, Бразилії, Аргентині, Таїланді, Малайзії, Індонезії, Болгарії, Росії та Україні. Здійснюється спроба кількісно оцінити внесок безпосередніх і ряду опосередкованих причин у формування кризової ситуації.

У четвертому розділі узагальнюються результати попередніх емпіричних досліджень факторів виникнення валютних криз, висвітлюються результати дослідження автором дії широкого кола факторів та їх взаємодії за даними по 109 країнах в 1989-2003 рр. Вибір цього періоду обумовлений тим, що це період найбільш останніх резонансних валютних криз. Крім того, до цього періоду відсутні дані по значній частині аналізованих країн, а дані у більш пізні роки не були доступні на момент проведення аналізу.

У п'ятому розділі систематизуються результати емпіричного дослідження, даються практичні рекомендації щодо запобігання та мінімізації наслідків валютних криз, оцінюється ефект від застосування відповідних заходів. Частина рекомендацій стосується лише України, але застосована методика з використанням розрахованих автором

імовірностей виникнення валютної кризи за різних умов дає можливість сформулювати аналогічним шляхом рекомендації і для інших країн, що не досягли рівня розвинених країн.

Результати дослідження, висвітлені у монографії, можуть бути не тільки корисними при формуванні економічної політики, а й для подальшої розробки систем раннього попередження валютних криз, оцінки ризиків, пов'язаних з валютними кризами, у навчальних курсах у рамках вивчення міжнародних фінансів.

У книзі узагальнено результати досліджень, виконаних протягом 2002–2007 рр.

Автор висловлює подяку всім, хто причетний до цієї книги, хто надавав підтримку і рекомендації.

РОЗДІЛ 1. ПОНЯТТЯ ВАЛЮТНОЇ КРИЗИ ТА ЇЇ ОЗНАКИ

1.1. Сутність і форми прояву валютної кризи

Сутність поняття валютної кризи полягає в різкому і масштабному розбалансуванні економічних відносин, що проявляється у погіршенні цілого ряду показників. Однак виділення валютної кризи в окремий вид зумовлено тим, що вона стосується специфічної сфери економічних відносин – валютних. Відмінності валютної кризи від інших видів криз полягають у параметрах економіки, негативні зміни яких характеризують той чи інший вид кризи.

У найбільш зальному визначенні валютна криза – це “різке загострення суперечностей у валютній сфері...” [1, с. 414]. Ці суперечності проявляються у наявності значної нерівноваги¹ на валютному ринку або встановленні штучної рівноваги внаслідок заходів держави². У свою чергу, в основі невідповідності попиту і пропозиції іноземної валюти лежить розбалансування зовнішньоекономічних відносин у формі кризи платіжного балансу: “валютна криза виникає, коли країна з більш-менш фіксованим валютним курсом страждає від великого акумульованого дефіциту поточного балансу (коли імпорт перевищує експорт товарів і послуг), який не може більше бути компенсований за рахунок притоку іноземного капіталу (необхідного для покриття різниці між попитом і пропозицією на іноземну валюту) у формі позик, прямих та портфельних інвестицій”, що зазвичай свідчить про переоцінку національної валюти [4]. Таким чином, валютна криза виступає як зовнішня форма прояву кризи платіжного балансу. Внаслідок цього іноді ці поняття ототожнюються (наприклад, у [5]). З іншого боку, валютну кризу можна розглядати лише як одну з форм кризи платіжного балансу поряд зі зменшенням імпорту, скороченням виплати доходів за іноземними інвестиціями, впливом капіталу, зростанням тягаря зовнішнього боргу і неспроможністю його повного обслуговування [6].

Більш конкретне визначення валютної кризи можна дати з урахуванням форм її прояву. У літературі виділяють такі форми прояву: рі-

¹ Тут рівновага розуміється як ситуація, при якій попит дорівнює пропозиції, виходячи з [2, с. 317].

² Можна сказати, що йдеться про специфічний прояв порушення вартісної економічної рівноваги, виходячи з [3, с. 87].

зкі коливання валютного курсу, девальвація і ревальвація [2, с. 67], економічно необґрунтоване знецінення чи подорожчання національної валюти, заміна грошової одиниці або її вартісної основи, значні обсяги спекулятивних операцій з валютою [7], погіршення міжнародної валютної ліквідності¹ [2, с. 67], швидкі та значні за масштабами зменшення або зростання валютних резервів, різка незбалансованість міжнародних розрахунків [7], загострення суперечностей між державами внаслідок використання валютного фактора на шкоду інших країн, перетворення в загальноекономічну проблему зовнішньої заборгованості, інфляційні тенденції, підвищення вартості кредиту [10, с. 57], використання міжнародної допомоги [11, с. 15], застосування валютних обмежень, припинення торгів на валютному ринку і тимчасове припинення конвертованості національної валюти [5, с. 5]. Але цей перелік, на нашу думку, потребує корекції.

По-перше, деякі пункти можна з певними зауваженнями ототожити. Зокрема, девальвація та ревальвація, з одного боку, та знецінення та подорожчання – з іншого, відображають одне й те саме явище – зміну зовнішньої вартості національної валюти, але в першому випадку це відбувається в законодавчому порядку в умовах фіксованого режиму валютного курсу, а в другому – тільки лише під дією ринкових сил в умовах плаваючих валютних курсів.

По-друге, якщо виходити з того, що валютна криза є зовнішньою формою кризи платіжного балансу, то формами її прояву можуть бути як безпосередні наслідки невідповідності припливу і відпливу іноземної валюти (зміна валютного курсу, а також різниці у ринкових процентних ставках по національній та іноземній валюті як індикатори змін у попиті і пропозиції валют), так і заходи держави, спрямовані на встановлення штучної рівноваги на валютному ринку. Перевищення попиту на іноземну валюту над її пропозицією може бути задоволене за рахунок витрачання золотовалютних резервів країни, проте без вирішення проблеми дефіциту платіжного балансу, це є лише тимчасовим кроком. Л. Лім виділяє три альтернативні підходи для вирішення проблеми кризи платіжного балансу [4]:

1) відміна фіксації валютного курсу і знецінення національної валюти для зняття проблеми її переоцінки;

2) проведення дефляційної політики за допомогою підвищення процентних ставок, обмеження кредитування, зменшення урядових

¹ Це може бути зниження співвідношення між валютними резервами та зовнішнім боргом [8, с. 86] або експортної виручки до суми платежів іноземним кредиторам [9].

витрат і збільшення податків (як і попередній захід, ця політика спрямована на здешевлення експортних товарів і національних активів для нерезидентів і подорожчання імпортованих товарів та іноземних активів для резидентів, а підвищення процентних ставок стимулює приплив іноземного капіталу);

3) введення валютних обмежень, спрямоване на уникнення як девальвації, так і дефляції.

Тому безпосередніми формами прояву валютної кризи, які свідчать про виникнення значної нерівноваги або штучної рівноваги на валютному ринку, на нашу думку, є різка і значна зміна курсу національної валюти, валютних резервів країни, процентних ставок, введення додаткових валютних обмежень, отримання міжнародної допомоги (останнє дає можливість одночасно зберегти достатні обсяги золотовалютних резервів і проводити валютні інтервенції). До них значною мірою зводяться інші форми прояву. Дискусійним є віднесення посилення інфляційних тенденцій або загострення проблеми зовнішньої заборгованості до форм прояву валютної кризи, а не її наслідків, оскільки вони самі по собі не є індикатором наявності нерівноваги або намагання держави встановити штучну рівновагу на валютному ринку.

По-третє, хоча ряд пунктів переліку форм прояву валютної кризи ураховують двосторонні зміни відповідних показників, такі як ревальвація та девальвація, припливи і відпливи валютних резервів, на практиці про валютну кризу у країні йдеться зазвичай тоді, коли зміни відбуваються в певному напрямі: зниження курсу національної валюти, зменшення валютних резервів, підвищення процентних ставок (будемо вважати це девальваційною валютною кризою). Не виключається кризова ситуація, за якої відбувається небажане різке подорожчання національної валюти внаслідок спекулятивного тиску на валютному ринку або воно не допускається за рахунок активних дій монетарної влади. Але на практиці можливість існування такої ревальваційної валютної кризи є дискусійною з таких міркувань:

- можуть існувати випадки різкого підвищення курсу національної валюти (наприклад, в Індонезії в жовтні 1998 р. курс рупії проти долара зріс на 29 % [12]), але це відбувається після істотного знецінення національної валюти під час девальваційної валютної кризи, і тому таке подорожчання не є небажаним;

- якщо подорожчання валюти відбувається не після девальваційної кризи, то воно значно менше за зміни валютного курсу під час де-

вальваційної валютної кризи (наприклад, у випадку Японії у березні 1995 р. курс ієни зріс лише на 8 % разом із зростанням валютних резервів на 12% [12]);

- активні дії монетарної влади задля недопущення різкого подорожчання національної валюти можуть мати характер колективних валютних інтервенцій для запобігання або як реакція на симетричну девальваційну кризу в іншій країні.

Тому далі в роботі ми беремо до уваги лише девальваційні валютні кризи. Щодо різкого зменшення процентних ставок, то вони дійсно не можуть бути індикатором тиску в напрямі подорожчання національної валюти, оскільки швидше відбуваються внаслідок зменшення інфляції або після девальваційної валютної кризи.

По-четверте, не завжди за наявності змін показників, які розглядаються як форми прояву валютної кризи, можна говорити про наявність останньої. Наприклад, у країнах з високою інфляцією адекватне знецінення національної валюти може не свідчити про наявність валютної кризи. Про валютну кризу у такому випадку можна говорити лише за умов прискорення знецінення національної валюти. Також, на думку М. Бордо і А. Шварц, зміна валютного курсу повинна відбуватися внаслідок тиску на національну валюту на ринку, а не просто внаслідок рішення центрального банку [13, с. 2].

Підкреслимо також, що при розгляді форм прояву валютної кризи, як її якісних ознак, вони розглядаються лише як індикатори, наскільки значною є нерівновага на валютному ринку, що складається незалежно від намірів держави. Проте одночасно ці заходи є активним елементом впровадження політики держави щодо управління даною ситуацією з метою мінімізації негативних наслідків, зокрема в такій площині це подано у розділі 5.

Урахування тих чи інших форм прояву лежить в основі формулювання терміна “валютна криза”. Обґрунтованим є виділення двох основних видів визначення.

1. Вузькі визначення (традиційний підхід), які враховують показники наявності значної нерівноваги на валютному ринку, а саме: різку зміну курсу національної валюти (значні коливання валютного курсу, девальвацію або ревальвацію тощо).

2. Широкі визначення, які додатково враховують індикатори, що відображають встановлення штучної рівноваги на валютному ринку. На думку В.В. Юрчишина, в даному випадку ширше коло ознак валютної кризи включає ”значні зміни в системі курсоутворення (дева-

львація, ревальвація, перехід від фіксованої до гнучкої системи, розширення валютного коридору...)” та “послідовність так званих невдалих спекулятивних атак на національну валюту (де під невдалими розуміють атаки, що не призвели до кризи в традиційному розумінні, однак надзвичайно дорого коштували фінансовому керівництву країни, насамперед внаслідок стрімкого зростання внутрішніх процентних ставок та / або значної втрати міжнародних резервів)” [14, с. 4].

Графічно систему якісних ознак явища валютної кризи узагальнено в схемі на рис. 1.1.

Розглянемо місце валютної кризи серед інших видів криз, які відбуваються в економічній сфері. Найбільш широким за сферою охоплення економічних відносин є поняття економічної кризи – це “спад економіки, який характеризується значним зниженням рівня виробництва і рівня життя населення, зростанням безробіття та інфляції, порушеннями в фінансово-кредитній системі країни тощо” [2, с. 435]. Економічна криза має різноманітні форми прояву, але ключовими кількісними параметрами, які характеризують її як, власне, економічну кризу (або точніше кризу реального сектора економіки), є перш за все погіршення таких показників: ВВП, безробіття та інфляції. Більш вузьким є поняття фінансової кризи, яка визначається по-різному, зокрема як:

- “глибокий розлад державної фінансової системи, який супроводжується інфляцією, нестійкістю курсів цінних паперів, який проявляється в різкій невідповідності доходів бюджету їх видаткам, нестабільності та падінні валютного курсу національної грошової одиниці, взаємних неплатежах економічних суб’єктів, невідповідності грошової маси в обігу вимогам закону грошового обігу” [15, с. 803];

- або порушення розподільчого процесу об’єкта фінансових відносин (ВВП чи національний дохід на макrorівні або прибуток на мікрорівні) та неспроможність у зв’язку з цим формувати централізовані та децентралізовані фонди [16].

У свою чергу залежно від форм прояву фінансові кризи можуть мати такі різновиди:

- *криза зовнішньої заборгованості (боргова криза)* – “становище, коли якась країна або група країн не може виконувати свої міжнародні обов’язки, погасити наданий кредит і сплатити відсотки” [1, с. 414] або “тип історично повторюваної фінансової кризи, за якої суверенні держави або компанії приватного сектора не можуть обслуговувати запозичення від іноземних кредиторів” [17, с. 2];

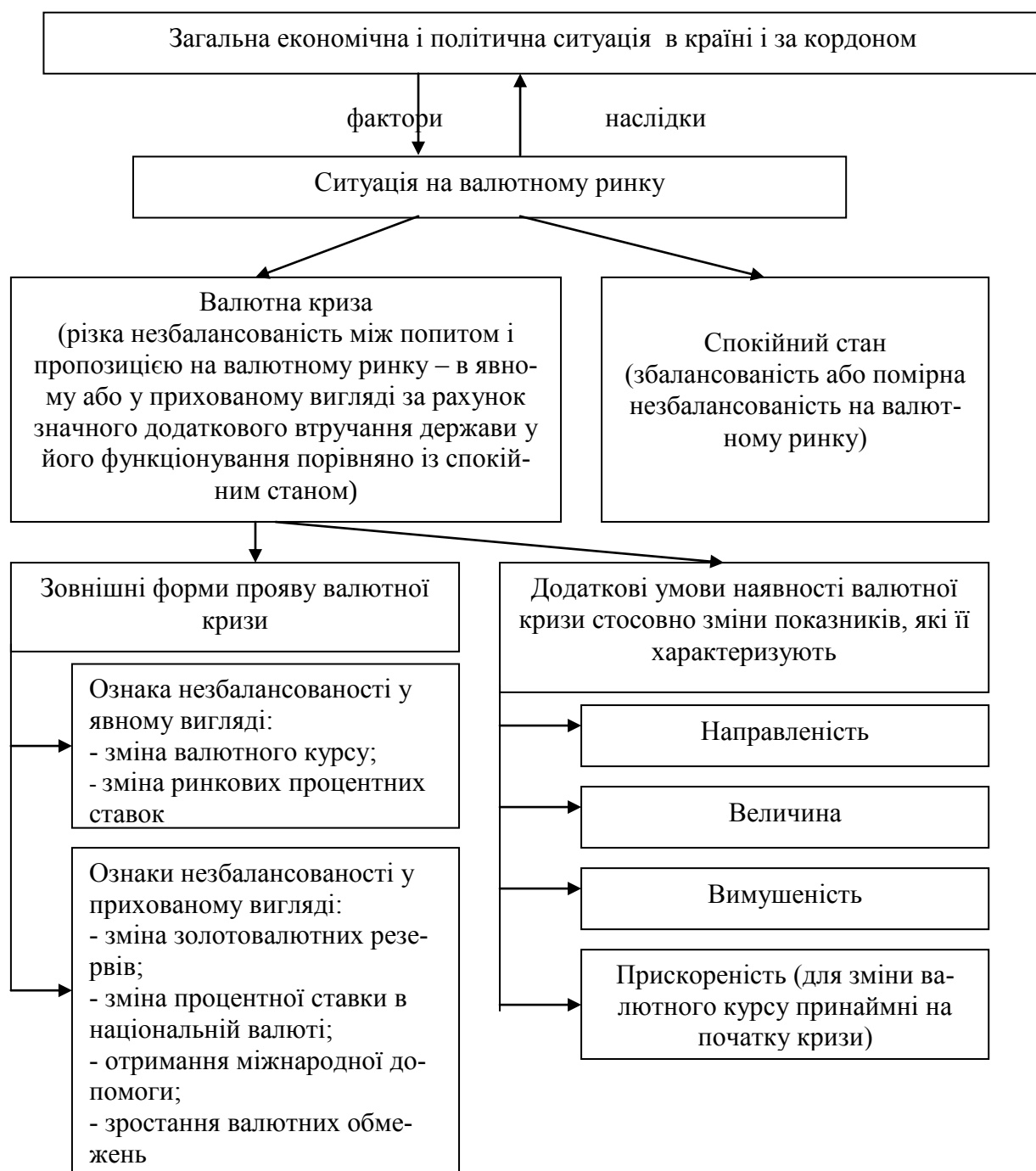


Рис. 1.1. Якісні ознаки валютної кризи

- *бюджетна криза (криза державних фінансів)*, яка передбачає “дефіцит державного бюджету, неефективне збирання податків, зростання державного боргу, у крайніх випадках – дефолт...” [18];

- *криза грошового обігу*, що пов’язана з порушенням грошових розрахунків, нестачею готівки, розвитком грошових сурогатів, зростанням цін [18];

- *грошово-кредитна криза*, яка проявляється в “різкому скороченні комерційного і банківського кредитів, масовому вилученні

вкладів, краху банків, погоні за готівковими грошами і золотом, падінні курсів акцій і облігацій” [19, с. 347];

- *біржова (фондова) криза* – “один з проявів грошово-кредитної кризи; характеризується різким падінням курсів цінних паперів” [19, с. 347], значним скороченням їх емісії [20], зменшенням операцій фондового ринку, банкрутством фірм з торгівлі цінними паперами [21];

- *банківська криза*, яка характеризується банкрутствами банків або втратою банками значної частини депозитів [22, с. 3] або визначається як “дійсні або потенційні набіги на банки або неспроможності, які схиляють банки до припинення внутрішньої конвертованості своїх зобов’язань або які примушують монетарну владу втрутитися, щоб запобігти цьому шляхом розширення допомоги в широких масштабах” [23, с. 10];

- нарешті, *валютна криза*, яка також визначається як “спричинена ринковими силами атака на мінову вартість валюти” [17, с. 2] або “різке зменшення довіри до індивідуальної валюти, яке звичайно призводить до спекулятивної атаки на неї” [24, с. 12].

Розглянемо, які відношення можуть існувати між валютною та іншими видами економічних криз.

1. *Однорівненість*: різні види економічних криз характеризують розбалансування різних видів економічних відносин, ринків, сфер економічної діяльності одного рівня.

2. *Підпорядкованість*: валютна криза є різновидом фінансової кризи, яка, у свою чергу, є видом економічної кризи (але якщо розглядати поняття економічної кризи як кризи реального сектора, то ці три поняття можна розглядати як однорівневі).

3. *Співіснування у часі*: одночасно можуть відбуватися декілька видів криз, наприклад банківська і валютна, комбінація яких позначається поняттям “подвійна криза”. Досвід останніх десятиліть показує, що валютні кризи, особливо в країнах, що розвиваються, можуть супроводжуватися також біржовими кризами, борговими кризами, кризами реального сектора.

4. *Причинність*: наприклад, криза зовнішньої заборгованості або її очікування може передувати у часі та зумовлювати валютну кризу.

5. *Несумісність*: наприклад, якщо центральний банк країни у випадку складної ситуації в банківському секторі виконує функцію останнього кредитора, іноді банківську кризу можна уникнути за рахунок виникнення валютної кризи і навпаки.

Існуюча кількість визначень поняття валютної кризи відображає,

зокрема, неоднорідність цього поняття. Тому постає проблема виділення окремих видів валютної кризи. Визначимо критерії для класифікації валютних криз (побудована нами схема подана на рис. 1.2).

Критерії:	Види:		
Гострота	помірні	гострі	
Глибина	дійсні	псевдо-	
Швидкість відновлення економічного зростання	зі швидким відновленням	із повільним відновленням	
Тривалість	короткі	тривалі	
Переважаюча форма прояву	валютні крахи	резервні	процентні
Пов'язаність з економічними кризами	циклічні	спеціальні	
Пов'язаність з банківськими кризами	пов'язані з банківськими кризами	не пов'язані з банківськими кризами	
Рівень охоплення	на рівні країни	регіональні	світові
Причина виникнення	внаслідок неузгодженості цілей макроекономічної політики	внаслідок зростання внутрішнього боргу	
	внаслідок зростання зовнішнього державного боргу	внаслідок зростання зовнішнього приватного боргу	

Рис. 1.2. Класифікація видів валютних криз

1. *Гострота* – наскільки великими є зміни економічних показників, які характеризують наявність валютної кризи. Іноді цей термін, поряд із терміном “глибина”, застосовується до того, наскільки валютна криза впливає на зростання ВВП. У цьому розумінні ми можемо виділити дійсні валютні кризи і псевдовалютні кризи за аналогією стосовно фінансових криз: “Фінансові струси, які не порушують платіжний механізм і не мають потенційно руйнівних наслідків для економічної діяльності, були охарактеризовані як “псевдофінансові кризи” ” [25, с. 7]. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо також виділя-

ють валютні кризи з швидким відновленням, коли ВВП повертається до тренда протягом двох років після кризи, та кризи з повільним відновленням, коли ВВП повертається до тренда не раніше ніж через три роки після валютної кризи [25, с. 14].

2. *Тривалість* – час з моменту, коли відповідні економічні показники вже свідчать про наявність валютної кризи, до повернення їх у нормальний стан.

3. *Переважна форма прояву*. На основі цього критерію виділяють валютні крахи, які відповідають вузькому визначенню валютної кризи. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо виділяють резервні кризи (основною їх ознакою є зменшення валютних резервів) [25, с. 14]. Аналогічно доцільно виділити поняття процентної кризи.

4. *Пов'язаність з іншими видами криз*. Щодо зв'язку з економічною кризою, виділяють циклічні та спеціальні валютні кризи. Циклічні валютні кризи виникають як прояв циклічних економічних криз. Спеціальні валютні кризи викликані іншими факторами, такими як криза платіжного балансу чи надзвичайні події. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо виділяють валютні кризи, пов'язані з банківськими кризами, тобто коли протягом двох років до чи після валютної кризи відбувається банківська [25, с. 14].

5. *Рівень охоплення*. Мінімальним є рівень однієї країни, оскільки індикаторами валютної кризи виступають макроекономічні показники на рівні країни, а тому немає сенсу говорити про валютної кризи на рівні окремого економічного суб'єкта, галузі чи регіону всередині країни. Якщо валютна криза охоплює значну частину країн певного регіону, вона виходить на регіональний рівень. Найвищим рівнем є світовий, коли може відбутися розпад світової валютної системи.

6. *Причини виникнення*. За цим критерієм виділяються чотири види валютних криз: кризи платіжного балансу внаслідок неузгодженості цілей макроекономічної політики (проведення експансіоністської грошово-кредитної політики на фоні намагання підтримки фіксованого валютного курсу); валютні кризи, викликані зростанням зовнішньої заборгованості держави; валютні кризи, викликані зростанням зовнішньої заборгованості приватного сектора; валютні кризи, викликані зростанням внутрішнього боргу [26, с. 18–26].

Таким чином, валютна криза в загальному вигляді є ситуацією значної нерівноваги на валютному ринку в явному або прихованому вигляді. Характеризуючись відносно чіткими межами, явище валютної кризи у той же час не є автономним у двох площинах. По-перше,

це зумовлено взаємопов'язаністю різних видів відносин, підсистем і ринків у межах економічної системи, що проявляється у причинно-наслідковому зв'язку між станами цих компонентів, коли загострення суперечностей в одній сфері може викликати негативні зміни в інших. Як на теоретичному, так і практичному рівні це зумовлює можливість виявлення закономірностей виникнення валютних криз і, зважаючи на динаміку різних економічних показників, їх передбачення. По-друге, це пов'язано із взаємозалежністю національних економічних систем у межах світового господарства, що проявляється в можливості поширення кризових явищ з однієї країни в іншу.

1.2. Кількісні критерії визначення наявності валютної кризи

Крім якісних, необхідно визначити кількісні межі поняття валютної кризи. Вони визначають діапазон змін відповідних економічних показників, який характерний для ситуації валютної кризи. Це потрібно для з'ясування у конкретних випадках, чи відповідає та чи інша ситуація в країні стану валютної кризи. Існує й альтернативний підхід – якісне визначення різких стрибків валютного курсу або використання цитат журналістів і звітів МВФ (наприклад, див. [27]). Але без застосування об'єктивних кількісних критеріїв не можна позбутися елемента суб'єктивності. Тому для датування (визначення часових меж) валютних криз використовують цілий ряд кількісних визначень.

Відомим прикладом вузького визначення є визначення Дж. Френкеля і А. Роуза, яке передбачає необхідність наявності одночасно двох умов: номінального знецінення валюти принаймні на 25 % і збільшення темпів знецінення на 10 % [28, с. 3]. При цьому зміна валютного курсу обраховується як різниця між натуральними логарифмами номінального курсу національної валюти до долара на основі річних даних. Не виділяється як окрема валютна криза, якщо вона відбулася протягом трьох років після попередньої.

Існують модифікації цього методу залежно від порогового рівня знецінення валютного курсу або його прискорення, при перевищенні якого можна говорити про наявність валютної кризи, і часового проміжку реєстрації змін показників. Зокрема, Г. Леонард використовує визначення Дж. Френкеля і А. Роуза, але на основі місячних даних, при цьому девальвація має бути на 10 % більше ніж середня девальвація протягом попередніх 12 місяців. Також передбачається мінімальний проміжок часу між валютними кризами не три роки, а два [29, с. 4]. За визначенням К. Райнхарт, валютна криза відбувається в разі девальвації більше 20 % за умови, що остання перевищує аналогічний показник у попередньому місяці на 5% [30, с. 8]. М. Кавальйо, К. Кісселев, Ф. Перрі та Н. Рубіні визначають валютну кризу як знецінення валюти протягом трьох місяців більше 10 % за умови, що воно на 10% перевищує аналогічний показник попередніх трьох місяців [31, с. 5]. Згідно з визначенням К. Осбанда і К. Рекегхем у місяці t відбувається валютна криза за наявності двох умов: перша – знецінення національної валюти в місяці t більше 10 %; друга – знецінення в мі-

сяці t більше суми середнього місячного знецінення¹ і стандартного відхилення темпів знецінення² [32].

І. Голдфейн і Р. Валдес додають два визначення, в яких використовуються не абсолютні, а відносні порогові значення показників. Згідно з першим визначенням, валютна криза відбувається, якщо виконуються одночасно дві умови. Перша – девальвація більше ніж на 1,96 стандартних відхилень перевищує середнє значення темпів девальвації за номінальним валютним курсом у країні. Друга умова – девальвація більше суми: 2 % плюс помножені на півтора темпи девальвації в попередньому місяці. Криза не виділяється як окрема, якщо вона відбулася протягом двох місяців після попередньої. Згідно з другим визначенням валютна криза відбувається, якщо є різка зміна реального валютного курсу – більше ніж на два стандартних відхилення від середнього значення [33, с. 12]. Існують й інші модифікації, які передбачають використання не номінального, а реального валютного курсу. Дж. Морган визначає валютну кризу як місячне реальне знецінення національної валюти до ключової валюти на 10 % [34, с. 7]. Р. Глік і М. Хатчісон використовують подвійний підхід. Перший підхід передбачає, що валютна криза відбувається, по-перше, якщо падіння реального валютного курсу в поточному місяці більше 15 %, і по-друге, якщо падіння реального валютного курсу поточного місяця в два рази перевищує аналогічний показник попереднього місяця. Другий передбачає, що валютна криза настає, якщо реальний валютний курс поточного місяця відрізняється від реального валютного курсу минулого місяця на два стандартні відхилення, але не менше ніж на 5 % [35, с. 13].

М. Кумар, У. Мурті та У. Перраудін вводять поняття краху неочікуваного знецінення і краху сукупного знецінення як різновидів валютної кризи за вузьким визначенням. Крах неочікуваного знецінення відбувається, якщо [36, с. 6]:

$$100 \times \frac{e_{t+\Delta} - e_t}{e_t} \times \frac{1 + r_t^*}{1 + r_t} > \gamma_1, \quad (1.1)$$

де e_t – курс національної валюти до долара;

r_t^* і r_t – іноземна процентна ставка (в США) і внутрішня процент-

¹ Обраховується за період з місяця $t-14$ до місяця $t-3$.

² Обраховується за період з місяця $t-26$ до місяця $t-3$.

на ставка на строк Δ ;

γ_t – пороговий рівень, який дорівнює 5 % або 10 %.

Цей індикатор ідентифікує неочікувані ринком валютні кризи, тобто за яких фактична зміна валютного курсу значно більша за очікувану, яка врахована у внутрішній процентній ставці. Визначення краху сукупного знецінення цієї особливості позбавлене: знецінення валютного курсу в поточному періоді більше ніж на 5 % або 10 %, за умови якщо воно більше ніж у два рази перевищує знецінення у попередньому періоді.

Для широкого визначення валютної кризи використовуються індекси тиску на валютний ринок (інша назва – індекси тиску на валютний курс). Вони є спробою врахувати не тільки вдалі спекулятивні атаки на національну валюту, а й невдалі. У М. Бордо і Б. Ейхенгріна індекс тиску на валютний ринок розраховується як зважене середнє трьох компонентів: знецінення курсу національної валюти відносно валюти базової країни; різниці приросту золотовалютних резервів даної країни і приросту золотовалютних резервів базової країни; зміни диференціала короткострокових процентних ставок відносно базової країни¹ [37, с. 23]². Як базову країну після Першої світової війни використовують США (до Першої світової війни – Великобританію). Індекс тиску на валютний ринок розраховується за формулою:

$$K_t = w_1 \Delta e_t - w_2 \Delta r_t + w_3 \Delta i_t, \quad (1.2)$$

де K_t – індекс тиску на валютний ринок;

e_t – валютний курс;

r_t – валютні резерви;

i_t – процентна ставка;

w_1, w_2, w_3 – обернені стандартні відхилення, відповідно, $\Delta e_t, \Delta r_t$ і Δi_t .

Індекс нормалізується так, що його середнє дорівнює нулю, а стандартне відхилення – одиниці. Вважається, що валютна криза виникає, коли “індекс тиску на валютний ринок перевищує півтора стандартного відхилення від середнього значення” [11, с. 15]. Уперше

¹ Диференціал процентних ставок (процентний диференціал) означає різницю між процентними ставками всередині країни і процентними ставками за кордоном, у даному випадку в базовій країні.

² М. Бордо і Б. Ейхенгрін використовують і друге визначення валютної кризи на основі вимушеної зміни паритету, відміни фіксації валютного курсу або використання міжнародної допомоги.

цей індекс було застосовано Б. Ейхенгріном, А. Роузом і Ч. Уїплом [38]. Але оскільки вони розглядали переважно європейські країни, то як базова країна використовувалася Німеччина. Індикатором наявності валютної кризи було перевищення середнього значення індексу більше ніж на два стандартні відхилення. При цьому валютна криза не виділяється як окрема криза, якщо вона відбулася протягом півроку після попередньої.

Метод, альтернативний зважуванню компонентів, був застосований Р. Морено [39] і М. Туделою. Валютна криза відбувається, якщо зміна валютного курсу, зменшення відносних валютних резервів або процентний диференціал на півтора значення стандартного відхилення перевищують своє середнє значення, за винятком, коли один з компонентів перевищує пороговий рівень на незначну величину, а решта не перевищують. Не виділяються як окремі валютні кризи, які відбуваються в кварталах, що сліднують один за одним [40, с. 9].

Індекс Банку міжнародних розрахунків (BIS) включає чотири компоненти: знецінення валюти відносно долара США протягом 3 місяців; знецінення валюти відносно долара США протягом року; реальна процентна ставка¹; зменшення золотовалютних резервів протягом 3 місяців². Значення чотирьох показників трансформуються в бали, зважуються і сумуються. У результаті індекс BIS набуває значення від -10 (максимальний тиск у напрямі подорожчання валюти) до +10 (максимальний тиск у напрямі знецінення валюти). А. Праті та М. Сбрасія використовують неперервний індекс BIS, для розрахунку якого не використовується трансформація в бали [41, с. 17–18].

Індекс тиску на валютний ринок Г. Камінські та К. Райнхарт схожий на індекс Б. Ейхенгріна, А. Роуза і Ч. Уїпла, але не містить компонента процентної ставки. Про наявність валютної кризи свідчить відхилення індексу більше ніж на три стандартні відхилення від середнього значення. Окремо розраховуються ваги, середні значення і стандартні відхилення для періодів, коли інфляція в попередні шість місяців була більше ніж 150 % [5, с. 4–5]. Цей метод також має модифікації.

Х. Едісон визначає валютну кризу як перевищення індексу на два з половиною стандартних відхилень від свого середнього значення

¹ Реальна процентна ставка розраховується як різниця між тримісячною процентною ставкою і приростом індексу споживчих цін протягом попередніх 6 місяців, переведеним на річний вимір.

² Золотовалютні резерви беруться відносно 12-місячної плинної середньої імпорту.

[42, с. 10]. У Дж. Азіза, Ф. Карамаззи і Р. Сальгадо пороговий рівень передбачає перевищення на півтора стандартного відхилення середнього значення індексу, а періоди з високою інфляцією визначаються як періоди з дванадцятимісячною інфляцією вище 80 %. Криза не вважається окремою, якщо вона відбулася протягом 18 місяців після попередньої [25, с. 7]. Ж. Жанг визначає валютну кризу без зважування компонентів як зменшення валютного курсу або зменшення валютних резервів більше ніж на три стандартні відхилення своїх середніх значень¹ [43, с. 6].

Інші модифікації передбачають використання реального, а не номінального валютного курсу. С. Камін і О. Бебсон використовують як порогове значення перевищення індексом на два стандартні відхилення свого середнього значення [44, с. 6]. С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Сем'юел – на 1,75 стандартних відхилень [45, с. 4]. М. Хатчисон та І. Ньюбергер – на два стандартні відхилення (на три для значної валютної кризи), але не менше ніж на 5 %. Якщо криза відбувається протягом 24 місяців після попередньої, її не виділяють як окрему [46, с. 8].

При використанні індексів тиску на валютний ринок можна визначити переважну форму прояву валютної кризи і за цим критерієм визначити її різновид. Наприклад, валютний крах відбувається, коли валютний компонент відповідає за більше ніж 75 % величини індексу, якщо останній свідчить про наявність кризи [47]. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо відносять до резервних валютні кризи, за яких компонент валютних резервів відповідає за більше ніж 75 % величини індексу тиску на валютний ринок, якщо останній свідчить про наявність кризи [25, с. 14].

С. Камін і О. Бебсон пропонують також інший підхід до визначення наявності кризи платіжного балансу. Вона наявна, якщо відбувається скорочення імпорту в доларах на 0,75 стандартних відхилення в будь-якому році [44, с. 6]. Це є наближеним індикатором різкого скорочення припливу іноземного капіталу, яке зазвичай характеризує кризу платіжного балансу.

Виділимо критерії для класифікації методів датування валютних криз і здійснимо порівняльний аналіз методів (побудована нами схема класифікації подана на рис. 1.3).

¹ При цьому стандартне відхилення і середнє значення обраховуються за останні 36 місяців.

Критерії:			Ознаки видів:	
Кількість врахованих показників Величина порогових рівнів зміни показників Характер порогового рівня Спосіб визначення співвідношення між показниками Період реєстрації змін показників Мінімальний обов'язковий проміжок часу між початками різних валютних криз Врахування особливостей країн з високою інфляцією			один (валютний курс)	
			декілька (валютний курс, золотовалютні резерви та (можливо) процентні ставки)	
			залежить від конкретної кількісної величини	
			абсолютний	
			відносний (на основі стандартного відхилення)	
			зважування	
			умова перевищення порогового рівня лише одним показником	
			використання річних даних	
			використання місячних даних	
			відсутній	
наявний (місяці / роки)				
			використання реального курсу	
			умова прискорення знецінення валютного курсу	
			інший пороговий рівень зміни показників для країн з високою інфляцією	
Країна порівняння		регіональний лідер (Німеччина)		порівняння для декількох показників
		світовий лідер (США, Великобританія)		
		декілька країн		порівняння лише для валютного курсу
Врахування сумарних або неочікуваних змін показників			умова перевищення фактичною змінною валютного курсу очікуваної, врахованої у процентній ставці	
			відсутність цієї умови	

Рис. 1.3. Класифікація методів датування валютних криз

1. *Кількість показників, що використовуються.* Порівняно з вузькими визначеннями індекси тиску на валютний ринок ураховують більшу кількість форм прояву валютної кризи. Проте, досліджуючи валютні кризи у країнах, що розвиваються, Дж. Френкель і

А. Роуз відмовилися від використання індексу тиску на валютний ринок. Це було зумовлено рядом причин. По-перше, зміни величини золотовалютних резервів є досить волатильним показником для більшості країн. По-друге, по більшості країн, що розвиваються, протягом тривалого часу немає наявних даних про ринкові короткострокові процентні ставки. По-третє, замість цих інструментів для підтримки валютного курсу країни, що розвиваються, частіше вдаються до раптового збільшення резервних вимог, допомоги МВФ та інших іноземних інституцій, формального і неформального контролю за міжнародним рухом капіталів [28, с. 3].

Друге зауваження лежить в основі виключення компонента процентних ставок у методі Г. Камінскі та К. Райнхарт. Врахування динаміки валютних резервів країни викликає й інші проблеми. Опубліковані дані про міжнародні резерви не є досконалим показником проведення валютних інтервенцій. Зокрема, якщо центральні банки отримують стенд-бай кредити, їм немає необхідності зменшувати валютні резерви. Навіть, якщо публікуються дані зобов'язання центрального банку в іноземній валюті, частина операцій при цьому не враховується (свопи і форвардні валютні інтервенції) [38, с. 18]. Наприклад, незважаючи на те, що центральний банк Таїланду в кінці червня 1997 р. мав 32 млрд дол валютних резервів, його зобов'язання з операцій форвард і своп становили 29 млрд. дол. [48, с. 15]. Також середні показники резервів і процентних ставок можуть не показати наявності спекулятивної атаки, якщо її було відбито протягом декількох днів [38, с. 18]. Крім того, в індексах тиску на валютний ринок не враховано такий компонент, як введення додаткових валютних обмежень. Звичайно, необхідно зважати на складність сукупного кількісного виміру таких обмежень.

Отже, індекси тиску на валютний ринок дозволяють врахувати більшу кількість валютних криз, хоча при цьому для країн, що розвиваються, існує більша імовірність помилки. Але наскільки більше валютних криз дозволяють визначити методи на основі декількох показників порівняно з методами, які враховують лише динаміку валютного курсу? На основі використання методу Р. Морено і М. Тудели 62 % валютних криз було ідентифіковано за критерієм зміни валютного курсу, ще 29 % – за критерієм зміни відносних валютних резервів і ще 9 % – за критерієм зміни процентного диференціала [40, с. 11]. Таким чином, використання методів на основі лише динаміки валютного курсу покриває тільки близько 2/3 випадків валютних

криз.

2. *Величина порогових рівнів показників, перевищення яких свідчить про наявність валютної кризи.* Величини порогового рівня показників зазвичай мають довільний характер, але їх невеликі зміни, принаймні в ряді випадків, не призводять до істотних змін у кількості ідентифікованих валютних криз.

3. *Абсолютний або відносний характер порогового рівня.* Методи на основі абсолютного порогового рівня можуть виявитися негнучкими, показуючи наявність кризи, якщо в якійсь країні такого масштабу коливання показників є нормальним явищем на відміну від інших. З іншого боку, використання порогового рівня на основі стандартного відхилення може призвести до того, що індекс може не ідентифікувати валютну кризу у країні у відносно стабільний період порівняно з усією сукупністю спостережень [43, с. 5]. У такому випадку все залежить від обраного періоду часу. У цьому разі, на нашу думку, має переваги використання плинної середньої і плинного стандартного відхилення.

4. *Спосіб визначення співвідношення між різними показниками.* Використання зважування компонентів зумовлено різним ступенем волатильності валютного курсу¹, валютних резервів і процентних ставок. Але перевага методу Р. Морено і М. Тудели, порівняно з методом Б. Ейхенґріна, А. Роуза і Ч. Уїплоца, полягає у тому, що він ідентифікує валютні кризи, які характеризуються зміною перш за все валютних резервів. Метод Б. Ейхенґріна, А. Роуза і Ч. Уїплоца може пропустити такі валютні кризи, оскільки внаслідок більших коливань компонент валютних резервів має меншу вагу в індексі [40, с. 9].

5. *Час, протягом якого здійснюється реєстрація змін показників.* Використання місячних даних має переваги, оскільки в такому випадку можна врахувати тимчасові зміни, які можуть бути непомітними в річних даних. Наприклад, це стосується реального валютного курсу, оскільки після кризового стрибка він має тенденцію з часом наближатися до передкризового значення. Крім того, при застосуванні річних даних валютні кризи у кінці року можуть бути непоміченими.

6. *Час з початку ідентифікації валютної кризи, протягом якого наступні валютні кризи не розглядаються як окремі.* Мінімальний час, який має пройти між двома валютними кризами, можна обирати довільно. Але бажано не менше ніж декілька місяців, оскільки часто

¹ Тобто більшим ступенем мінливості валютного курсу.

методи датування валютних криз фіксують лише їх початок, але не кінець.

7. *Як ураховуються особливості країн з високою інфляцією.* Виграють ті методи, які враховують особливості країн з високою інфляцією – на основі використання реального валютного курсу або умови прискорення знецінення національної валюти. Використання окремих підвибірок для таких країн, на нашу думку, створює додатковий елемент суб'єктивності. Хоча зазначимо, що використання реального валютного курсу також може створити проблеми у випадку дефляції, помилково сигналізуючи про наявність валютної кризи.

8. *Країна порівняння.* По-перше, в сучасних умовах дискусійним є використання США як базової країни. В основі цього лежить виконання долларом США функції світових грошей. Але це більше відповідало ситуації часів існування Бреттон-Вудської системи [49, с. 73]. Крім того, такий підхід унеможлиблює в принципі визначення наявності валютної кризи у самих США. У сучасних умовах, на нашу думку, більш обґрунтованим є порівняння і з іншими країнами, валюти яких є найбільш розповсюдженими. Наприклад, у квітні 2001 р. на долар припадало 90,4 % щоденних обсягів торгівлі валютою, на євро 37,6 %, ієну 22,7 %, фунт стерлінгів 13,2 %¹ [50, с. 9]. У цьому випадку доцільним є використання курсу національної валюти до кошика валют, такого як СДР (спеціальні права запозичення).

Використання базової країни для компонента валютного курсу необхідне внаслідок відносної природи цього показника, а для інших компонентів індексу тиску на валютний ринок, на нашу думку, може виявитися недоцільним, оскільки зміни показників у базовій і порівнюваній країнах можуть бути мало пов'язані. Наприклад, у 1990–2002 рр. середній коефіцієнт кореляції між процентними ставками в країнах, що розвиваються, та перехідних країнах, з одного боку, та США – з іншого, становив лише 17 %, а для золотовалютних резервів -21 % [розраховано за: 12]. Істотна кореляція між процентними ставками характерна переважно лише для розвинених країн [51].

9. *Урахування сумарних або неочікуваних змін показників.* Метод М. Кумара, У. Мурті та У. Перраудіна, який ураховує неочікувані зміни валютного курсу, може бути корисним з метою прогнозування, оскільки результати використання моделей, побудованих на основі такого визначення валютної кризи, не можуть випадково дублювати

¹ Від 200 %, оскільки має місце подвійний рахунок.

очікування зміни валютного курсу на основі процентного диференціала. Але в умовах, коли існує значний процентний диференціал на фоні стабільного валютного курсу, можна поставити під сумнів доцільність застосування такого методу.

Ураховуючи вищезазначені зауваження, нами було запропоновано використовувати для датування і вимірювання глибини валютних криз розроблений нами індекс тиску на валютний ринок:

$$I_{ch1} = \frac{e_t}{1,06 \times \bar{e} + \sigma_e} \times \frac{\bar{r}}{1,14 \times r_t + \sigma_r} \times \frac{1+i_t}{1,03 + \bar{i} + \sigma_i} \times \frac{1+d_t}{1,1 + \bar{d}}, \quad (1.3)$$

де e_t , r_t , i_t , d_t – курс національної валюти до СДР, золотовалютні резерви, процентна ставка і темпи зниження валютного курсу в t -й місяць;

$\bar{e}$, $\bar{r}$, $\bar{i}$, $\bar{d}$ – їх середні значення протягом попередніх 12 місяців;

σ_e , σ_r , σ_i – їх стандартні відхилення (крім темпів зниження валютного курсу) протягом попередніх 12 місяців (джерело даних для розрахунку [12]).

Перевищення індексом I_{ch1} одиниці свідчить про наявність валютної кризи. Не виділяються як окремі валютні кризи, які відбуваються протягом трьох місяців після останнього місяця, коли індекс перевищував одиницю. Залежно від цілей цей період може бути збільшений. У разі відсутності даних про процентні ставки чи золотовалютні резерви, відповідно, третій чи другий множники індексу I_{ch1} у формулі (1.3) можуть замінюватися на одиницю. Використання цього методу не усуває всі недоліки попередніх методів, але має такі основні переваги.

1. Ураховуються три основні форми прояву валютної кризи, що дозволяє ідентифікувати як вдалі, так і невдалі спекулятивні атаки. Період з 1990-х рр., який ми розглядаємо, дозволяє нам використовувати компонент процентних ставок, оскільки для більшості країн, що розвиваються, доступні дані за процентними ставками грошового ринку або обліковими ставками (для країн з перехідною економікою – переважно з другої половини 1990-х рр.). При цьому надається перевага процентній ставці на грошовому ринку з таких міркувань.

По-перше, підвищення облікової ставки центрального банку є лише одним з інструментів, що використовується в рамках монетарної політики на захист валютного курсу. У цьому розумінні процент-

на ставка на грошовому ринку є більш корисною, оскільки її зміни враховують динаміку самої облікової ставки, а також ряду інших рестрикційних заходів, таких як підвищення норми обов'язкового резервування, кредитних обмежень тощо.

По-друге, процентний диференціал на основі процентної ставки на грошовому ринку відображає також очікування економічних суб'єктів щодо майбутньої динаміки валютного курсу. Тим самим різке підвищення процентної ставки за рахунок цієї складової теж є індикатором валютної кризи, оскільки свідчить про стрімке падіння довіри до відповідної валюти.

Четвертий компонент – прискорення знецінення національної валюти – використовується для врахування особливостей країн з високим рівнем інфляції і повзучою прив'язкою (збільшує I_{chl} за перевищення попередніх темпів знецінення поточними на 10 %, і навпаки). Індекс є гнучким за відсутності даних про один з компонентів, хоча використання індексу без відсутнього компонента може призвести до неоднозначного підходу до датування валютних криз.

2. Використовується як абсолютний, єдиний для всіх країн, так і відносний (на основі індивідуальних для країн плинних стандартних відхилень) пороговий рівень зміни показників – компонентів індексу. Абсолютні порогові рівні (1,06; 1,14; 1,03) не однакові для того, щоб врахувати різний ступінь мінливості компонентів індексу та розраховані для кожного з показників як одиниця плюс середнє плинних коефіцієнтів варіації відповідного показника для всіх країн протягом періоду 1990–2002 рр. [розраховано за: 12].

3. Здійснюється порівняння з іншими країнами лише для одного компонента – валютного курсу. При цьому, оскільки використовується курс до СДР, відбувається порівняння одночасно з декількома валютами.

4. Використання плинних середніх дозволяє зменшити залежність результатів датування валютних криз від обраного часового інтервалу.

5. У ряді випадків свідчить про наявність валютної кризи раніше, ніж інші індекси (при порівнянні з [42, с. 42–44]).

Але недоліком цього методу є те, що він не враховує динаміку чистих золотовалютних резервів. Введення останніх або зміни зовнішніх зобов'язань монетарної влади можуть призвести до двох негативних наслідків. Перший полягає у тому, що якщо ми створимо додатковий множник, який урахує зміну зовнішніх зобов'язань моне-

тарної влади, то зменшення золотовалютних резервів або збільшення зовнішніх зобов'язань монетарної влади на одну й ту саму величину матимуть різний вплив на величину індексу I_{ch1} . Введення поправки на зміну зовнішніх зобов'язань монетарної влади безпосередньо у другий множник може створити ситуацію, коли цей множник буде менше 0 і значення індексу I_{ch1} не матиме сенсу. Тому ми надаємо перевагу іншому розробленому нами індексу. Цей індекс розраховується за формулою:

$$I_{ch2} = E + R + I - 3 + 0,5 \times D, \quad (1.4)$$

де E – компонент зменшення валютного курсу, який дорівнює $\frac{e_t - \bar{e}}{0,06 \times \bar{e} + \sigma_e}$;

R – компонент валютних інтервенцій, який дорівнює $\frac{\bar{r} - r_t + L_t - \bar{L}}{0,12 \times \bar{r} + \sigma_r}$;

I – компонент процентної ставки, який дорівнює $\frac{m_t - \bar{m}}{0,03 \times (100 + \bar{m}) + \sigma_m}$

або якщо немає даних про m , то $\frac{c_t - \bar{c}}{0,017 \times (100 + \bar{c}) + \sigma_c}$;

D – компонент прискорення зменшення валютного курсу, який дорівнює $\frac{d_t - \bar{d}}{0,037 \times \bar{d} + \sigma_d}$ (використовується з коефіцієнтом 0,5 для послаблення впливу, інакше істотно посилюється вплив динаміки валютного курсу на I_{ch2});

де $e_t, r_t, L_t, m_t, c_t, d_t$ – курс національної валюти до СДР, золотовалютні резерви (у СДР), зовнішні зобов'язання монетарної влади, процентна ставка грошового ринку, облікова ставка центрального банку і темпи зниження валютного курсу в t -й місяць (дані, якщо відсутні лише протягом 1 чи 2 місяців підряд, замінюються на плинні середні);

$\bar{e}, \bar{r}, \bar{L}, \bar{m}, \bar{c}, \bar{d}$ – їх середні значення протягом попередніх 12 місяців;

$\sigma_e, \sigma_r, \sigma_m, \sigma_c, \sigma_d$ – їх стандартні відхилення (крім для зобов'язань монетарної влади) протягом попередніх 12 місяців (джерело даних для розрахунку [12] – див. табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Джерела показників для розрахунку індексу тиску на валютний ринок I_{ch2}

Показник	Одиниці виміру	Коротке позначення	Код і назва показника в джерелі або формула розрахунку	Примітки
Курс національної валюти до СДР	LCU/СДР	e	AA – official rate, Market rate	на кінець періоду, LCU – одиниці національної валюти
Золотовалютні резерви з фіксованою ціною золота	млн СДР	FRes	1 – international reserves	на кінець періоду (за ціною золота 35 СДР за унцію)
Валютні резерви	млн СДР	FResmGold	1L – total reserves minus gold	на кінець періоду
Золото	млн тройських унцій	Gold	1AD – gold in million ounces	на кінець періоду
Ціна золота	дол. / тройська унція	GoldPr	11276KRZ – gold (US \$/troy ounce) – United Kingdom (London)	середнє за період
Золотовалютні резерви	млн СДР	r	(FResmGold + Gold × GoldPr) або FRes	-
Використання кредитів та позик МВФ	млн СДР	IMFcr	2TL – UFC & use of fund adm.resources	на кінець періоду
Інші зобов'язання центрального банку (крім перед МВФ)	млн дол.	CBFLiab	4 – central bank: other liab., monetary author.: other liab.	на кінець періоду
Зовнішні зобов'язання монетарної влади	млн СДР	L	IMFcr + CBFLiab / Exr(\$)	Exr(\$) – курс долара до СДР
Процентна ставка грошового ринку	%	m	60B – money market rate, overnight advances, call money rate, interbank rate	середнє за період
Облікова ставка центрального банку	%	c	60 – discount rate, central bank rate, bank rate, refinancing rate	на кінець періоду
Темпи зниження валютного курсу	1	d	e / e(t-1) - 1	e(t-1) – валютний курс попереднього місяця

Перевищення індексом I_{ch2} нуля свідчить про наявність валютної кризи. У разі відсутності даних про R або I, один з цих компонентів відповідно прирівнюється до одиниці. Якщо відсутні дані про зо-

бов'язання монетарної влади, їх зміна прирівнюється до нуля. Золотовалютні резерви при можливості обраховуються за ринковою ціною золота. Абсолютні значення порогових рівнів (0,06; 0,12; 0,03; 0,017; 0,037) розраховані для кожного з показників як середнє плінних коефіцієнтів варіації відповідного показника для всіх країн протягом періоду 1989–2003 рр. [розраховано за: 12].

Крім переваги врахування поправки на зміну зобов'язань монетарної влади в індексі I_{ch2} , ми також посилили вплив компонента прискорення зменшення валютного курсу. Це збільшило переваги цього методу, оскільки індекс I_{ch2} датує початок валютних криз у середньому ще раніше ніж індекс I_{ch1} . Зокрема, в більшості випадків I_{ch2} датує початок валютної кризи раніше ніж метод Дж. Френкеля і А. Роуза та індекс тиску на валютний ринок, що використовує Х. Едісон [42, с. 42–44]. Хоча у виняткових випадках це створює проблему, коли значення індексу I_{ch2} свідчить про наявність валютної кризи тоді, коли для ствердження цього немає достатніх підстав.

1.3. Історична динаміка поширеності валютних криз у світі

Застосування індексу I_{ch2} показує, що валютні кризи були достатньо поширеним явищем у світі на межі XX – XXI століть. У середньому протягом 1990–2003 рр. у межах наявних даних країна з перехідною економікою або країна, що розвивається, в середньому мала 15 % імовірності переходу із спокійного стану до стану валютної кризи протягом року. Зокрема, по регіонах ця імовірність становила 9 % для країн Центральної та Східної Європи і СНД; 7 % для Близького Сходу; 18 % для Латинської Америки; 10 % для Східної Азії і 23% для Африки. Детальніше періоди, коли I_{ch2} вказував на наявність валютної кризи по країнах світу, вказані у додатку А.

Розглянемо тепер ступінь поширення валютних криз у світі в динаміці. Спочатку скористаємося даними з інших джерел. За розрахунками Б. Ейхенгріна і М. Бордо, за період з 1880 по 1913 рр. країна (вибірка з 21 країни, переважно розвинених) у середньому мала 1,23 % імовірності бути ураженою валютною кризою, з 1919 по 1939 рр. – 4,30 %, з 1940 по 1971 рр. – 6,85 %, з 1972 по 1998 рр. – 5,18 %, а за умови збільшення вибірки до 56 країн – 7,48 % [11, с. 40]. Отже, у довготерміновому плані кількість валютних криз збільшувалась, зокрема, і в період послаблення глобалізаційних тенденцій з 1914 по 1971 рр. Враховуючи, що збільшення вибірки відбулось за рахунок країн, що розвиваються, настання нового етапу глобалізації супроводжувалось зменшенням вразливості до валютних криз розвинених країн і збільшенням її у країнах, що розвиваються.

Якщо розглянути менший проміжок часу, то слід зазначити, що кількість валютних криз з 1975 р. у цілому знижується. Якщо з 1975 по 1987 рр. спостерігалось 99 валютних криз, то з 1987 по 2000 рр. їх було лише 67. Роками найбільшої нестабільності (з кількістю валютних криз на рік більше 8) можна вважати 1975–1976, 1981–1984, 1986, 1988 і 1992 рр. У середині 1970-х рр. підвищення частоти валютних криз пояснюється впливом зовнішніх нафтових шоків, а в середині 1980-х рр. – кризою заборгованості країн, що розвиваються. З 1975 по 1986 р. валютні кризи переважно відбувались у розвинених країнах, а з 1987 року спостерігається протилежне явище [52, с. 179-180]. З 1972–1980 рр. по 1981–1989 рр. кількість криз у країнах, що розвиваються, збільшилась майже вдвічі, а в 1990–1998 рр. відбулось незначне зменшення. У регіональному розрізі у країнах Африки і Централь-

ної та Південної Америки пік кількості валютних криз припадає на 1980-і рр., у країнах Азії – на 1990-і рр. [11, с. 52-55].

Розглянемо детальніше питання частоти кризових періодів у сучасний період глобалізації (з 1970-х рр.). Розширимо вибірку до 146 країн і застосуємо розроблений нами метод визначення часових меж валютних криз на основі I_{ch2} . Будемо вважати, що перевищення індексу I_{ch2} нуля у відповідному місяці свідчить про наявність валютної кризи. Як показник поширеності валютних криз у відповідному році в масштабах світу або групи країн будемо брати відношення країно-кризових місяців до всіх країно-місяців з доступними даними у відповідній групі країн. Цей показник (далі – кризовість) показує середню тривалість валютної кризи в частках року в країні світу або відповідної групи у відповідний рік. При цьому кризовість розраховується за двома методами:

а) по країнах, для яких доступні дані принаймні в частині аналізованого періоду (1970–2003 рр.) – метод 1;

б) лише по країнах, для яких доступні дані за весь аналізований період – метод 2.

У динаміці кризовість по всіх країнах світу показана на рис. 1.4. З рисунку видно, що основна частина кризових періодів припадає на початок 1980-х рр., тобто на середину сучасного періоду глобалізації, після цього їх кількість спадає.

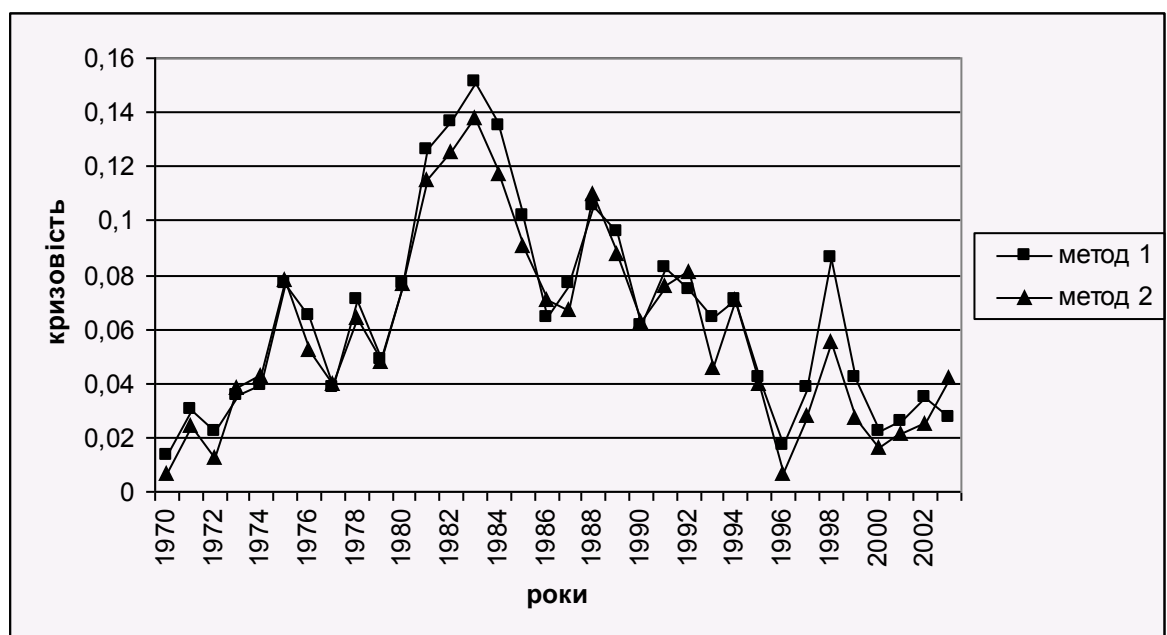


Рис. 1.4. Динаміка кризовості в 1970–2003 рр. у світі

Примітка. Розраховано за даними [12].

Однак цікавим є і те, якою була динаміка кризовості в різних групах країн. З узагальнених результатів у табл. 1.2 видно, що в країнах з середнім і низьким доходом (на душу населення) спостерігається така сама закономірність, як і по всіх країнах (особливо серед країн з низьким доходом, Латинській Америці і Африці).

Таблиця 1.2

Динаміка кризовості по групах країн

Групи країн	Кризовість по періодах за методом 1 (методом 2)						
	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000-03
Світ у цілому	0,028 (0,025)	0,06 (0,056)	0,125 (0,115)	0,09 (0,085)	0,071 (0,067)	0,045 (0,031)	0,028 (0,026)
Країни з високим доходом	0,003 (0,003)	0,013 (0,014)	0,018 (0,01)	0,006 (0,005)	0,009 (0,01)	0,005 (0,005)	0 (0)
Країни з середнім і низьким доходом, зокрема:	0,038 (0,035)	0,078 (0,075)	0,166 (0,161)	0,119 (0,121)	0,092 (0,093)	0,056 (0,042)	0,033 (0,032)
- країни з високим середнім доходом	0,047 (0,061)	0,062 (0,07)	0,096 (0,102)	0,107 (0,109)	0,04 (0,038)	0,021 (0,030)	0,035 (0,013)
- країни з низьким середнім доходом	0,030 (0,022)	0,063 (0,069)	0,132 (0,154)	0,119 (0,106)	0,089 (0,084)	0,053 (0,038)	0,031 (0,049)
- країни з низьким доходом	0,038 (0,033)	0,094 (0,082)	0,218 (0,191)	0,124 (0,136)	0,118 (0,121)	0,073 (0,049)	0,032 (0,03)
- Східна Азія і Океанія	0,026 (0,018)	0,016 (0,0146)	0,051 (0,059)	0,048 (0,023)	0,01 (0,005)	0,085 (0,073)	0,004 (0,006)
- Європа і Центральна Азія	-	-	-	-	0,135	0,068	0,014
- Латинська Америка і Карибські острови	0,06 (0,065)	0,099 (0,102)	0,224 (0,221)	0,138 (0,118)	0,086 (0,083)	0,034 (0,038)	0,080 (0,054)
- Близький Схід і Північна Африка	0,021 (0,003)	0,058 (0,058)	0,023 (0,017)	0,143 (0,144)	0,0651 (0,0861)	0,007 (0,003)	0,01 (0,003)
- Південна Азія	0,015 (0,013)	0,01 (0,008)	0,02 (0,013)	0,017 (0,021)	0,02 (0,025)	0,02 (0,025)	0,017 (0,021)
- Африка південніше Сахари	0,037 (0,031)	0,095 (0,079)	0,23 (0,194)	0,135 (0,151)	0,126 (0,124)	0,071 (0,054)	0,036 (0,025)

Відмінності від загальної закономірності такі. Країни з високим доходом переживали три кризові піки: в кінці 1970-х рр., у середині 1980-х рр. і на початку 1990-х рр. У Східній Азії і Океанії – на початку 1980-х рр. і в кінці 1990-х рр. У країнах з перехідною економікою основний кризовий період – на початку 1990-х рр., на Близькому Сході і в Північній Африці – в кінці 1980-х рр. І лише в Південній Азії відбулось явне посилення кризових тенденцій із часом.

За останні роки кількість валютних криз у світі істотно зменшилась. Якщо в першій половині 1990-х рр. щороку в стані валютної кризи перебувало близько 35 країн, у 1998 р. – 46 країн, то з 2000 р. – не більше 20 країн. Це значною мірою можна було пояснити невисокими світовими процентними ставками і зростанням дефіциту торгового балансу США, що сприяє накопиченню золотовалютних резервів у інших країнах.

Ситуація у світі в 2004–2006 рр. виглядала відносно стабільною. Тривале зниження номінального ефективного курсу долара і менш тривале зниження аналогічного показника ієни все ж за своїми розмахами і швидкістю не відносяться до стану валютної кризи. Знецінення євро і валют ряду розвинених європейських країн (Великобританія, Данія, Норвегія, Польща, Чеська Республіка, Угорщина, Швейцарія, Швеція) у 2005 році відносно долара, зумовлене тимчасовим зростанням курсу долара, знаходилося в межах 16%. Знецінення валют країн, інших ніж розвинені (Аргентина, Бразилія, Індія, Індонезія, Колумбія, Мексика, Пакистані, Перу, Російській Федерації, Філіппінах, Таїланді, Туреччині), відносно долара в 2004–2006 рр. не перевищувало 11% на рік, за винятком Венесуели у 2004 році (в межах 20%). В Бразилії, Чілі, Китаї, Республіці Корея, Малайзії, Єгипті, в ці роки відбувалося лише подорожчання національних валют відносно долара. В Україні наприкінці 2004 року існувала фактично проміжна ситуація між спокійним станом і станом валютної кризи. Індекси I_{ch1} та I_{ch2} , розраховані з використанням облікової ставки НБУ не перевищували порогового рівня, але при використанні замість облікової ставки процентної ставки на міжбанківському рівні на основі тижневих даних індекс I_{ch2} міг перевищувати пороговий рівень.

РОЗДІЛ 2. ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ У ДОСЛІДЖЕННІ ПРИЧИН ВАЛЮТНИХ КРИЗ

2.1. Теоретичні моделі валютних криз

Теоретичні дослідження мають на меті за допомогою методів економіко-математичного моделювання з'ясувати можливі механізми виникнення валютних криз. Ці моделі можна поділити на два або три класи. Найбільш обґрунтованим, на нашу думку, є поділ моделей валютних криз на два основні класи: моделі першого і другого покоління. На відміну від альтернативної класифікації (виділення трьох поколінь моделей, наприклад у [23]), в основі якої лежить швидше часовий аспект і конкретні передумови виникнення валютних криз, дихотомічний поділ (на дві групи) відображає принципові відмінності щодо припущень і концептуальної схеми побудови моделей безвідносно факторів, які можуть призвести до валютної кризи. Проте дихотомічний поділ має і свої недоліки, оскільки не всі моделі однозначно можна віднести до того чи іншого класу, особливо зважаючи на спроби досліджень механізму виникнення валютних криз за допомогою синтезу моделей першого і другого поколінь.

Принципова відмінність між двома класами моделей валютних криз, на думку П. Бустело, К. Гарсія та І. Олів'є, полягає у тому, що основними спільними рисами моделей першого покоління є невідвротність валютної кризи і несумісність різних напрямів державної політики, а моделей другого покоління – непередбаченість і концепції самореалізації та множинної рівноваги [53, с. 29, 41]. Систематизуємо критерії, за якими відрізняються моделі першого і другого покоління.

1. Моделі першого покоління є моделями екзогенної політики, а другого покоління – ендогенної політики. Параметри державної політики в моделях першого покоління виступають як екзогенні змінні, незалежні від поведінки приватних агентів (недержавних учасників на валютному ринку). У моделях другого покоління уряд виступає як оптимізуючий агент, який, ураховуючи поведінку приватних агентів, намагається максимізувати суспільний добробут, приймаючи рішення про збереження чи скасування фіксованого валютного курсу. Тому в моделях першого покоління готовність держави підтримувати і далі валютний курс залежить від обсягу наявних золотовалютних резервів, а в моделях другого покоління – від різних цілей макроекономічної

політики [54, с. 23].

2. Моделі першого покоління передбачають, що валютні кризи є наслідком несумісності різних напрямів економічної політики, зокрема фіскальної, грошово-кредитної і валютної. Така несумісність призводить до погіршення фундаментальних показників (економічного стану), що в свою чергу стає сигналом для приватних агентів, провокуючи спекулятивну атаку на національну валюту. У моделях другого покоління за певних умов валютні кризи виникають внаслідок самореалізаційних очікувань приватних агентів через обернений зв'язок між вартістю підтримки фіксованого валютного курсу і очікуваннями девальвації приватними агентами. Очікування девальвації приватними агентами впливає на фундаментальні показники, що збільшує вартість підтримки фіксованого валютного курсу. Це в свою чергу підвищує очікування девальвації. Створюється “порочне коло”, наближаючи момент спекулятивної атаки і валютної кризи¹.

3. Моделі першого покоління розглядають валютні кризи як невідворотні та прогнозовані, а моделі другого покоління – як непередбачені.

4. Моделі першого покоління мають на меті показати безпосередні причини валютних криз, у той час коли моделі другого покоління розглядають фактори, які лише підвищують імовірність виникнення валютних криз.

5. Моделі першого покоління поєднують лінійне правило поведінки приватних агентів з лінійною поведінкою уряду, а другого покоління враховують одну чи більше нелінійностей [55, с. 14]. У результаті в моделях першого покоління за тих самих значень фундаментальних показників наявна єдина рівновага, а у моделях другого покоління можлива множинна рівновага.

6. У моделях першого покоління всі можливі значення фундаментальних показників поділяються на два діапазони: за несприятливих фундаментальних показників (зона нестабільності) валютна криза має обов'язково відбутися, за сприятливих (зона стабільності) – валютна криза не відбувається. У моделях другого покоління наявний третій діапазон проміжних значень фундаментальних показників (зона можливої атаки або зона готовності до атаки), за яких існує множинна рівновага. Множинна рівновага означає, що економіка за тих самих фундаментальних показників може перебувати у двох рівноважних

¹ У цьому випадку валютна криза визначається як самореалізаційна.

станах. Ці два стани визначають як “добра” (за якої валютна криза не відбувається) і “погана” рівновага (за якої відбувається валютна криза). Перехід з однієї точки рівноваги відбувається внаслідок зміни очікувань приватних агентів, а не зміни фундаментальних показників. Тому моделі другого покоління є розширеним варіантом моделей першого покоління, але вони акцентують увагу на розгляді самореалізаційних валютних криз, які виникають при проміжному діапазоні фундаментальних показників.

7. Якщо розглянути практичну цінність, моделі першого покоління не були здатними спрогнозувати валютні кризи 1990-х рр. З іншого боку, моделі другого покоління навіть і не претендують на роль прогнозних, оскільки не дають можливості визначити, до якої рівноваги – “поганої” чи “доброї” – прямує економіка за тих самих значень фундаментальних показників. Звичайно, валютну кризу чи її відсутність можливо передбачити у разі адекватної специфікації моделі, якщо показники країни знаходяться в першому чи другому діапазоні, але саме введення проміжного діапазону є відмінною рисою моделей другого покоління порівняно з моделями першого покоління.

8. Нарешті, моделі першого покоління покладають вину за виникнення валютних криз на уряди, а другого покоління – на поведінку приватних агентів, тим самим частково звільняючи уряди від відповідальності [53, с. 47].

Як приклад, розглянемо перші моделі обох класів. Перша модель першого покоління *П. Кругмана* передбачає, що валютні кризи виникають внаслідок фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок експансійної грошово-кредитної політики за умови фіксованого валютного курсу [56]. Доки приватні агенти вірять у незмінність фіксованого валютного курсу, вони тримають кошти в національній та іноземній валюті в постійному співвідношенні. Емісія додаткових грошей призводить до обміну приватними агентами надлишку пропозиції грошей на іноземну валюту у центрального банку для збереження незмінного співвідношення між коштами в національній та іноземній валютах. Отже, за умови продовження чинної фіскальної і грошово-кредитної політики золотовалютні резерви можуть бути повністю вичерпаними, внаслідок чого відбудеться девальвація. Але у міру їх зменшення очікування девальвації змінює співвідношення між коштами приватних агентів у національній та іноземній валютах, збільшуючи попит на іноземну валюту і посилюючи очікування девальвації. У результаті приватні агенти, намагаючись захиститися від

втрат, пов'язаних із девальвацією, здійснюють спекулятивну атаку ще до повного вичерпання золотовалютних резервів. П. Кругман робить висновок, що за умов проведення несумісної економічної політики великі обсяги золотовалютних резервів не дозволяють запобігти валютній кризі, а лише впливають на час її настання. За результатами проведеного нами емпіричного аналізу (див. розділ 4), передбачений моделлю П. Кругмана вплив експансійної грошово-кредитної політики і менших золотовалютних резервів на емпіричному рівні підтверджується, але вплив зменшення золотовалютних резервів значущий лише за деяких умов.

Час настання валютної кризи пояснюють *Р. Флад і П. Гарбер* за допомогою концепції тіньового плаваючого валютного курсу. Тіньовий плаваючий валютний курс визначається як “плаваючий курс, який матеріалізується, якщо фіксований курс буде порушений у будь-який заданий час” [57, с. 4], тобто це валютний курс, який збалансує попит і пропозицію на ринку за певного рівня внутрішнього кредиту, після того як усі золотовалютні резерви перейдуть до приватних агентів. Модель Р. Флада і П. Гарбера передбачає, що внутрішній кредит центрального банку зростає на постійну величину. З метою недопущення втрати купівельної спроможності національної валюти внаслідок зростання її пропозиції центральний банк змушений стерилізувати зростання внутрішнього кредиту відповідним зменшенням золотовалютних резервів. Якщо зростання внутрішнього кредиту центрального банку продовжиться, золотовалютні резерви повинні зменшитися до нуля і подальша стерилізація стає неможливою. Очікуючи таку ситуацію, приватні агенти здійснюють спекулятивну атаку на національну валюту ще до повного вичерпання золотовалютних резервів. Спекулятивна атака починається, коли фіксований валютний курс дорівнює тіньовому плаваючому курсу. Таким чином, Р. Флад і П. Гарбер показують, що чим нижчі темпи зростання внутрішнього кредиту центрального банку і більші золотовалютні резерви, тим пізніше буде здійснена спекулятивна атака.

Першими моделями другого покоління були моделі *М. Обстфельда*, в яких він показав роль номінальних процентних ставок і зростання зарплати у створенні оберненого зв'язку між поведінкою приватних агентів і держави. У першій моделі очікування девальвації призводять до підвищення номінальної процентної ставки [58, с. 24–38]. Це підвищує витрати на обслуговування державного боргу і збільшує очікування девальвації ще більше. Девальвація наці-

ональної валюти допоможе уряду компенсувати зростання вартості обслуговування боргу. На цій основі будується перша функція девальвації від процентної ставки. Очікування девальвації приватними агентами лежать в основі другої функції девальвації від процентної ставки. Перетин графіків двох функцій показує наявність більше ніж однієї точки рівноваги. Перша точка рівноваги (“добра” рівновага) передбачає низьку процентну ставку і очікування низької девальвації, друга (“погана” рівновага) – високу процентну ставку і очікування значної девальвації. За фіксованого режиму валютного курсу перехід з однієї точки рівноваги до іншої відбувається завдяки самореалізаційній спекулятивній атаці. Пізніше М. Обстфельд показав, що збільшення номінальних процентних ставок можуть підвищити очікування девальвації не лише завдяки збільшенню вартості обслуговування державного боргу, а і завдяки погіршенню стану фінансових посередників або небажаному для уряду перерозподілу доходів [59].

У другій моделі аналогічно пояснюється, як девальвація провокується бажанням уряду компенсувати негативні шоки виробництва [58, с. 38–49]. Очікування девальвації призводять до підвищення темпів зростання зарплати, що в свою чергу зменшує конкурентоспроможність національних компаній і посилює ще більше очікування девальвації.

Методами теорії ігор М. Обстфельд пояснює можливість існування множинної рівноваги і виникнення самореалізаційних валютних криз за допомогою моделювання поведінки трьох суб’єктів – уряду і двох приватних агентів [60, с. 3–6]. Маємо три можливі ситуації.

1. Якщо золотовалютні резерви більше коштів (у національній валюті) обох приватних агентів, спекулятивна атака на національну валюту не відбувається, оскільки інакше уряд зможе захистити фіксований валютний курс, а приватні агенти матимуть збитки у вигляді транзакційних витрат.

2. Якщо золотовалютні резерви менше коштів одного приватного агента, будь-який приватний агент матиме стимул здійснювати спекулятивну атаку на національну валюту.

3. Якщо золотовалютні резерви більше коштів одного, але менше коштів обох приватних агентів, жоден приватний агент сам по собі не зможе здійснити успішну спекулятивну атаку, але спекулятивна атака буде успішною, якщо обидва приватні агенти вирішать її здійснити. Тому кожний приватний агент не продає національну валюту, якщо очікує, що інший також не буде її продавати, і продаватиме, якщо

очікує, що інший також буде продавати.

М. Обстфельд зазначає, що так само можна розглядати не лише золотовалютні резерви, а й сукупність фундаментальних показників. За сприятливих значень фундаментальних показників валютна криза не відбувається, за несприятливих – відбувається, але існує і проміжний діапазон значень фундаментальних показників, коли валютна криза може відбутися або не відбутись залежно від поведінки приватних агентів.

Проте еволюція механізму виникнення валютних криз і невисвітлена роль частини його елементів зумовили розвиток нових теоретичних моделей валютних криз. Напрями подальших теоретичних досліджень механізму виникнення валютних криз ми можемо умовно поділити на три види: зміни припущень моделей, конвергенція моделей першого і другого поколінь, виявлення нових факторів і каналів виникнення валютних криз.

Зміна припущень моделей. Попередні моделі першого покоління обмежувалися розглядом виникнення валютної кризи в умовах фіксованого курсу. Але *М. Конноллі та Д. Тейлор* розширили модель Флада і Гарбера на випадок повзучої прив'язки. Згідно з моделлю Конноллі та Тейлора валютна криза настає тим швидше, чим більша чутливість попиту на гроші до очікуваної інфляції, чим більша різниця між темпами зростання внутрішнього кредиту і темпами девальвації і чим менші обсяги золотовалютних резервів відносно внутрішнього кредиту. М. Конноллі та Д. Тейлор звернули також увагу на динаміку цін перед кризою. Чим більша різниця між темпами зростання внутрішнього кредиту і темпами девальвації, тим більше відносне зростання цін неторгових товарів відносно цін торгових товарів, що сприяє погіршенню поточного балансу [61].

С. Морріс і Х. Шин усувають припущення про досконалу інформацію, якою володіють приватні агенти. Базуючись на моделях другого покоління, вони показують, що множинна рівновага зникає, якщо припустити, що приватні агенти мають не однакову точну інформацію про фундаментальні показники, яку враховує центральний банк при прийнятті рішення про підтримку або відміну фіксованого валютного курсу [62, с. 2]. Крім того, що приватні агенти мають різну інформацію про фундаментальні показники, вони повинні враховувати, що інші приватні агенти також володіють неоднорідною інформацією. Якщо існує висока ймовірність того, що інші приватні агенти вважають фіксований валютний курс нестабільним і витрати на відк-

риття позиції проти національної валюти досить невеликі, приватний агент може прийняти рішення провести купівлю іноземної валюти в надії на прибуток від спекуляції. У результаті складається ситуація, коли існує єдина точка рівноваги, яка відповідає здійсненню спекулятивної атаки.

Продовжуючи дослідження С. Морріса і Х. Шина, *М. Сбрасія і А. Загіні* розглядають випадок, коли приватні агенти не мають достовірної інформації про стан економіки, але знають, якими повинні бути дії інших приватних агентів. У такому разі множинна рівновага можлива, але діапазон значень фундаментальних показників, для яких вона притаманна, дещо відрізняється від аналогічного діапазону за умови досконалої інформації. Також дослідники приходять до парадоксального висновку, що забезпечення публічною інформацією приватних агентів є кращим, коли фундаментальні показники несприятливі [63].

У той же час, розглядаючи ситуацію, коли спекулянти володіють публічною і приватною інформацією (спекулянти не знають про дії один одного), *А. Праті та М. Сбрасія* стверджують, що підвищення точності публічної інформації сприяє відверненню валютної кризи при сприятливих значеннях очікуваних фундаментальних показників і сприяє виникненню валютної кризи при несприятливих їх значеннях [41, с. 9].

У напрямі конвергенції моделей першого і другого поколінь *Р. Флад і Н. Маріон* розробили модифіковану модель першого покоління, яка набула ознак моделей другого покоління [54]. По-перше, модифікована модель передбачає, що спекулятивні атаки на національну валюту можливі й за умови сумісності довгострокової макроекономічної і валютної політики. Припускається, що уряд проводить стерилізацію з метою дотримання бажаних темпів зростання грошової маси і не змінюватиме стабілізаційну політику на експансійну після спекулятивної атаки. По-друге, модель допускає можливість існування множинної рівноваги. Але, на відміну від стандартних моделей другого покоління, *Р. Флад і Н. Маріон* розглядають множинну рівновагу, викликану приватними агентами, а не державною політикою. Множинна рівновага існує завдяки використанню в моделі стохастичної премії за ризик у дохідності активів. Спекулятивна атака може відбутись, якщо приватні агенти вважатимуть, що економічне середовище стало більш ризикованим і тіньовий валютний курс перевищує наявний фіксований курс.

Інша пропозиція полягає у тому, що замість припущення про захист валютного курсу до повного вичерпання золотовалютних резервів використовується їх ненульовий післяатаковий рівень, тобто пороговий рівень резервів, який потрібно залишити після здійснення спекулятивної атаки. У такому випадку, зважаючи на максимізацію добробуту, уряд постійно розраховує оптимальний післяатаковий рівень золотовалютних резервів. У свою чергу це впливатиме на тіньовий валютний курс і, відповідно, на можливість спекулятивної атаки. Трансформована таким чином модель першого покоління стає моделлю ендогенної політики [55, с. 32–34].

Припущення про пороговий рівень золотовалютних резервів, після якого відбувається девальвація, також використав П. Діс'ятат [64]. Пороговий рівень золотовалютних резервів відповідає ситуації, коли витрати на зовнішні запозичення і підтримку фіксованого валютного курсу дорівнюють перевагам від збереження фіксованого валютного курсу. Пороговий рівень золотовалютних резервів залежить від витрат на обслуговування боргу, стану економіки і поточного рівня золотовалютних резервів. Якщо внаслідок шоку очікується девальвація національної валюти, приватні агенти віддають перевагу збереженню коштів у іноземній валюті, створюючи тиск на валютний курс. Захист фіксованого валютного курсу призводить до зростання процентних ставок, що підвищує витрати на підтримку фіксованого валютного курсу.

П. Діс'ятат розглядає три можливі ситуації залежно від величини шоку. Малий шок не дає можливості спекулянтам підвищити витрати на валютні інтервенції центрального банку вище за переваги від збереження фіксованого валютного курсу (зона стабільності); великий шок відповідає протилежній ситуації (зона нестабільності); у випадку шоку середньої величини все залежатиме від величини спекулятивної атаки (зона готовності до атаки, де наявна множинна рівновага). У зоні готовності до атаки перехід від “доброї” до “поганої” рівноваги можуть спровокувати зменшення золотовалютних резервів або погіршення умов зовнішніх запозичень. Ліквідувати множинну рівновагу і збільшити зону стабільності можуть обмеження на рух капіталу шляхом зменшення впливу очікувань девальвації на внутрішні процентні ставки. Таким чином, модель П. Діс'ятата має всі ознаки моделей другого покоління, але у той самий час надає значення ролі золотовалютних резервів, що характерно для моделей першого покоління.

Дослідження, які призвели до розширення кола факторів і каналів виникнення валютних криз, розглядають значення у формуванні кризової ситуації державного боргу, державних гарантій, іноземного капіталу, банківських криз, платоспроможності центрального банку, фінансового стану фірм тощо.

Х. Коул і Т. Кехоу звертають увагу на значення обсягів державного боргу і його структури за строками погашення у створенні множинної рівноваги [65]. Якщо величина державного боргу міститься в певному діапазоні середніх значень, може виникнути самореалізаційна боргова криза. Боргова криза виникає, якщо, очікуючи високої ймовірності дефолту уряду, споживачі починають менше заощаджувати, а іноземні банки вимагають більшої премії за ризик, що стимулює уряд до прийняття рішення про дефолт. За менших обсягів державного боргу дефолт не відбувається, незалежно від очікувань приватних агентів. За достатньо великих обсягів боргу уряд буде змушений оголосити дефолт, також незалежно від очікувань приватних агентів. Економіка країни може вийти із зони можливої кризи за допомогою зменшення обсягів державного боргу і збільшення строку його погашення. Хоча *Х. Коул і Т. Кехоу* і не пов'язують свою модель з валютними кризами, на практиці боргова криза може стати причиною валютної кризи.

Дж. Корсетті та Б. Маков'як пов'язують виникнення валютної кризи з фіскальним дисбалансом, причому величина, час і прогнозованість девальвації залежить від величини державного боргу і його строкової структури [66]. Фінансовий ринок реагує на фіскальні шоки зменшенням цін довгострокових державних облігацій, що зумовлює неочікуваний перерозподіл багатства від приватних агентів-власників облігацій на користь держави. Наявність достатньої кількості довгострокових облігацій дозволяє тимчасово зберегти стабільність цін і валютного курсу (за умови збереження платоспроможності уряду). Якщо довгострокових облігацій недостатньо і, відповідно, зазначений перерозподіл багатства не відбувається, фіскальний шок змусить центральний банк девальвувати національну валюту негайно. Час настання валютної кризи однозначно визначений, якщо уряд має повний доступ до міжнародних фінансових ринків. Проте, якщо наявна велика кількість короткострокових урядових зобов'язань відносно золотовалютних резервів країни, раптова паніка серед власників зобов'язань може стати причиною відмови від поновлення позики, що призведе до девальвації, оскільки це вичерпуватиме золотовалютні

резерви і обмежить можливості уряду позичати валюту, щоб їх поповнити для захисту валютного курсу. У такому випадку час початку валютної кризи буде невизначеним.

Величина девальвації прямо залежить від величини фіскального дисбалансу та проміжку часу між поширенням інформації про погіршення фіскального балансу та девальвацією і обернено – від величини номінальної вартості довгострокових облігацій. За умови достатньої кількості довгострокових облігацій центральний банк продовжуватиме захищати валютний курс, доки процентні ставки не перевищать певного порогового рівня. А процентні ставки зростатимуть, оскільки рівноважний рівень девальвації зростає у міру її відстрочки за допомогою дій центрального банку. Також, якщо центральний банк може позичати іноземну валюту для захисту валютного курсу, величина золотовалютних резервів не впливає на можливість центрального банку вистояти перед спекулятивною атакою.

М. Дулі показав, що причиною валютної кризи може бути дисбаланс між золотовалютними резервами центрального банку і зобов'язаннями, гарантованими урядом [67]. У моделі Дулі конфлікт між різними напрямками політики, на відміну від попередніх моделей першого покоління, полягає у тому, що уряд, з одного боку, проводить рестриктивну кредитну політику, а з іншого – гарантує фінансові зобов'язання резидентів. Фінансова криза можлива за наявності трьох передумов: наявності у держави позитивних чистих золотовалютних резервів; зобов'язання держави використати їх для забезпечення зобов'язань резидентів; можливості приватних агентів здійснювати операції, які можуть призвести до гарантованих втрат.

Спочатку відбувається послаблення обмежень на накопичення активів центрального банку (наприклад, зменшення процентних ставок, за якими він може отримати позики на міжнародному ринку), що дає можливість державі гарантувати зобов'язання резидентів. За наявності достатньої кількості золотовалютних резервів очікувані прибутки на застраховані активи зростають. Зростання прибутковості разом з фінансовою лібералізацією і слабким регулюванням банківського сектора призводить до припливу іноземного капіталу. Спекулятивна атака не відбувається, доки застраховані активи не містять ризику. Але якщо обсяги гарантованих державою зобов'язань зрівняються з обсягами золотовалютних резервів, очікувана прибутковість активів зменшується і виникає ризик неспроможності виконати свої зобов'язання з боку центрального банку. З метою уникнення можливих

втрат, якщо позичальник-резидент і центральний банк не зможуть погасити зобов'язання, інвестори обмінюють свої активи на іноземну валюту, тим самим здійснюючи спекулятивну атаку.

Г. Кальво розглядає причини валютної кризи через призму вразливості банківської системи, зокрема завдяки невідповідності строків активів комерційних банків строкам їх зобов'язань [68]. *Г. Кальво* розглядає випадок, коли для компенсації країнового ризику, викликаного невизначеністю майбутньої державної політики, держава вдається до таких методів, як: субсидії інвесторам, бар'єри для відпливу капіталу, приховані гарантії по приватних облігаціях, деномінованих в іноземній валюті, гарантії повернення вкладів у комерційних банках і зменшення резервних вимог до комерційних банків. Такі інституційні гарантії сприяють тому, що комерційні банки позичають кошти на неліквідні інвестиційні проекти. Негативні очікування вкладників комерційних банків щодо повернення своїх коштів можуть призвести до вимоги повернути борг, викликаючи банківську кризу. Підвищує вразливість банківської системи приплив іноземного капіталу, оскільки він має переважно короткостроковий характер і використовується комерційними банками для кредитування довгострокових інвестиційних проектів. Пізніше *Г. Кальво* показав, що самореалізаційні кризи платіжного балансу можуть виникнути навіть, якщо дефіцит поточного балансу повністю фінансується за рахунок прямих іноземних інвестицій [69].

Р. Чанг і А. Веласко зазначають, що самореалізаційна банківська криза може виникнути за умови неліквідності фінансової системи (неліквідність визначається як "ситуація, за якої потенційні короткострокові зобов'язання фінансової системи перевищують ліквідаційну вартість її активів" [70, с. 3]). Якщо центральний банк намагається запобігти банківській кризі, надаючи комерційним банкам ліквідні кошти, останні використовують їх для погашення своїх зобов'язань. Власники зобов'язань, отримавши національну валюту, намагаються обміняти її на іноземну валюту. У результаті може виникнути валютна криза (хоча, згідно з результатами проведеного нами аналізу, кредити центрального банку комерційним сприяють виникненню валютних криз лише за деяких умов). Як фактор збільшення вразливості банківської системи *Р. Чанг і А. Веласко* розглядають фінансову лібералізацію (зокрема, зменшення резервних вимог і підвищення конкуренції в банківському секторі за рахунок дерегуляції).

Подальший розвиток дослідження співвідношення банківських і

валютних криз отримав у праці *Р. Флада і Н. Маріон* [71]. На їх думку, реальні поточні й акумульовані шоки можуть призвести до того, що банки виявляться неспроможними погасити вчасно свої зобов'язання. Залежно від величини шоку відбувається валютна, банківська, подвійна криза або жодна з них. Спекулятивна атака відбувається, коли тіньовий валютний курс починає перевищувати наявний фіксований курс. На тіньовий валютний курс впливає очікуваний валютний курс у майбутньому, який, у свою чергу, залежить від майбутнього зростання внутрішнього кредиту для допомоги банкам з поправкою на ймовірність здійснення такої допомоги.

Як фактори, що впливають на ймовірність виникнення кризи, *Р. Флад і Н. Маріон* виділяють:

- податкову політику (більші податкові надходження заміщують фінансування державних витрат за допомогою випуску облігацій, знижуючи тим самим тіньовий валютний курс і зменшуючи ймовірність виникнення валютної кризи);

- процентну політику (більші процентні ставки по іноземних активах підвищують їх привабливість і викликають підвищення тіньового валютного курсу; вплив національних процентних ставок неоднозначний, оскільки їх збільшення, з одного боку, підвищує привабливість національних активів, з іншого – збільшує витрати уряду на обслуговування боргу; крім того, процентні ставки можуть вплинути на стійкість комерційних банків);

- премію за ризик;

- номінальний державний борг (більша величина якого підвищує тіньовий валютний курс);

- частку державного боргу у центрального банку;

- величину фіксованого валютного курсу;

- величину майбутньої допомоги банкам (більші обсяги кредитування комерційних банків з боку центрального банку збільшують тіньовий валютний курс);

- середнє значення шоку і його варіацію;

- валютні резерви (більші обсяги валютних резервів дозволяють використати більше ресурсів для допомоги комерційним банкам без проведення девальвації).

М. Блехер і Л. Шумахер досліджують, як на виникнення валютної кризи впливає платоспроможність центрального банку, розглядаючи несумісність режиму фіксованого валютного курсу або повзучої прив'язки і високої ризикованості портфеля активів центрального ба-

нку [72]. Для оцінки платоспроможності центрального банку використовується концепція вартості під ризиком. Вартість під ризиком являє собою величину позиції, помножену на відносну найбільшу можливу небажану зміну ціни протягом певного періоду часу, виходячи з прийнятного рівня упевненості¹. При цьому враховуються як балансові статті, так і позабалансові операції центрального банку (тобто поточні та можливі активи і зобов'язання). У моделі передбачається, що якщо приватні агенти оцінюють вартість під ризиком у центрального банку як більшу за його власний капітал (різницю між активами і зобов'язаннями центрального банку), то вони вважатимуть, що центральний банк є вразливим і може не виконати своїх зобов'язань щодо підтримки валютного курсу. У результаті відбувається спекулятивна атака на національну валюту.

Ризик неплатоспроможності центрального банку підвищують більші коливання валютного курсу, процентних ставок, очікуваної девальвації, коефіцієнтів країнового ризику, кореляція між доходами, відкрита валютна позиція, різниця між строками погашення зобов'язань перед центральним банком і строками погашення зобов'язань центрального банку, використання форвардних контрактів для захисту національної валюти, нестабільність потреб бюджетного сектора [72, с. 21–23]. Зменшити цей ризик можуть підвищення резервних вимог до комерційних банків або якщо центральний банк не буде виконувати функцію останнього кредитора.

Ф. Агіон, Ф. Бачетта і А. Банерджі досліджують, як шок у реальній економіці посилюється фінансовим сектором [73]. Припускається, що фірми можуть позичати у кредиторів до певної межі (існують кредитні ліміти, які залежать від грошових потоків фірм). Якщо внаслідок реального шоку кредитори очікують збільшення кількості банкрутств, кредитні ліміти зменшуються, що, в свою чергу, може погіршити фінансовий стан фірм. Але ступінь посилення реального шоку залежить від рівня розвитку фінансового сектора, який *Ф. Агіон, Ф. Бачетта і А. Банерджі* виміряють у величині кредитних лімітів. Якщо фінансовий сектор нерозвинений, зменшення кредитних лімітів не матиме значного впливу на фінансовий стан позичальників, оскільки роль запозичених ресурсів у фінансуванні діяльності фірм у такому випадку і так не значна. Якщо фінансовий сектор достатньо розвинений, то незначні коливання кредитних лімітів також не

¹ Йдеться про те, що небажані зміни з імовірністю виникнення менше певного заданого рівня не враховуються.

матимуть значного впливу на фінансовий стан позичальників. Значний негативний ефект для позичальників спостерігатиметься лише за середнього рівня розвитку фінансового сектора.

Далі Ф. Агіон, Ф. Бачетта і А. Банерджі показують, що в економіках з середнім рівнем розвитку фінансового сектора повна фінансова лібералізація (відкриття внутрішнього ринку для іноземного капіталу) може виступити дестабілізуючим фактором, створюючи хронічні коливання, коли після періоду економічного зростання і припливу іноземного капіталу слідує падіння виробництва і вплив іноземного капіталу [74]. Механізм, який лежить в основі цих коливань, такий. Приплив іноземних інвестицій призводить до зростання виробництва і прибутків. Вищі прибутки підвищують кредитні ліміти. Інвестиційний бум підвищує ціну специфічного для країни фактора виробництва (крім випадку, коли його пропозиція надзвичайно еластична). Це зменшує прибутки фірм і, відповідно, їх кредитоспроможність, кредитування, інвестиції і виробництво. Вплив іноземного капіталу призводить до знецінення національної валюти. Після цього цикл починається знову. Таким чином, країна з фінансовим сектором середнього рівня розвитку може залишатись стабільною, якщо вона залишається закритою стосовно міжнародного руху капіталу. Зазначене не стосується прямих іноземних інвестицій, оскільки в цьому випадку ціна специфічного фактора виробництва зростає до певного рівня і залишиться на рівноважному рівні. Їх стабілізуюча роль проявляється і у тому, що вони не залежать від кредитоспроможності фірм-одержувачів інвестицій. Хоча, якщо така залежність існує, ефект від прямих іноземних інвестицій може бути дестабілізуючим.

Нарешті, Ф. Агіон, Ф. Бачетта і А. Банерджі через призму фінансового стану фірм показують, як можуть виникнути самореалізаційні валютні кризи [75]. Очікування знецінення національної валюти, зокрема внаслідок реального шоку, можуть зрушити економіку до точки “поганої” рівноваги. Якщо девальвація відбудеться, то за незмінних цін у короткотерміновій перспективі це призведе до збільшення виплат фірм по позиках в іноземній валюті і, отже, падіння їх прибутків. Менші прибутки означають зменшення інвестицій, а пізніше і виробництва. Це призводить до зменшення попиту на гроші та знецінення національної валюти. Виплата премії за ризик по облігаціях внаслідок ризику знецінення національної валюти також може стати причиною множинної рівноваги. Таким чином, валютна криза більш імовірна, якщо фірми мають значну частку боргу в іноземній валюті. Валютна

криза може виникнути і за умови гнучкого валютного курсу, відсутності значного зменшення резервів, невисокого безробіття, незначного дефіциту державного бюджету. Проте дефіцит державного бюджету може підвищити загрозу виникнення валютної кризи завдяки тому, що збільшення державного боргу, особливо деномінованого в іноземній валюті, може посилити проблеми приватного боргу шляхом його заміщення.

Розглянуті вище моделі валютних криз за альтернативною класифікацією поділяються на три покоління. Ознаки моделей перших двох поколінь вказані вище, а моделі третього покоління виділяються окремо на основі нових факторів валютних криз, які вони вводять. Хоча моделі третього покоління концептуально створені на основі моделей або першого, або другого покоління (побудовану нами схему співвідношення між класами моделей валютних криз подано на рис. 2.1).

М. Томчинська виділяє фактори валютних криз, які вводить кожне наступне покоління моделей згідно з трихотомічною класифікацією.

1. Для моделей першого покоління: постійні втрати валютних резервів; дефіцит державного бюджету (експансійна фіскальна політика); розширення кредиту приватному і державному сектору (експансійна монетарна політика); реальне подорожчання валюти; дефіцит поточного рахунку платіжного балансу.

2. Для моделей другого покоління: відхилення виробництва від тренда або певного бажаного рівня; високий рівень безробіття; зростання іноземних і внутрішніх процентних ставок; накопичений державний борг; проблеми банківського сектора; політичні зміни.

3. Для моделей третього покоління: наявність державних гарантій і субсидій на банківські кредити, які сприяють розвитку практики, пов'язаної з моральним ризиком; переінвестування; строкова і валютна структура боргу; проблеми банківського сектора, відображені в змінах банківських депозитів, погіршенні якості активів, збільшенні проблемних кредитів, значному зростанні банкрутств; інституційні та структурні слабкості та недоліки фінансового сектора [76, с. 12–16].

Таким чином, існуючі теоретичні моделі здатні пояснити достатньо широкий діапазон механізмів формування валютних криз. Але застосування теоретичних моделей має свої обмеження, оскільки:

- кожна модель передбачає певні припущення, які можуть бути нереалістичними на практиці;

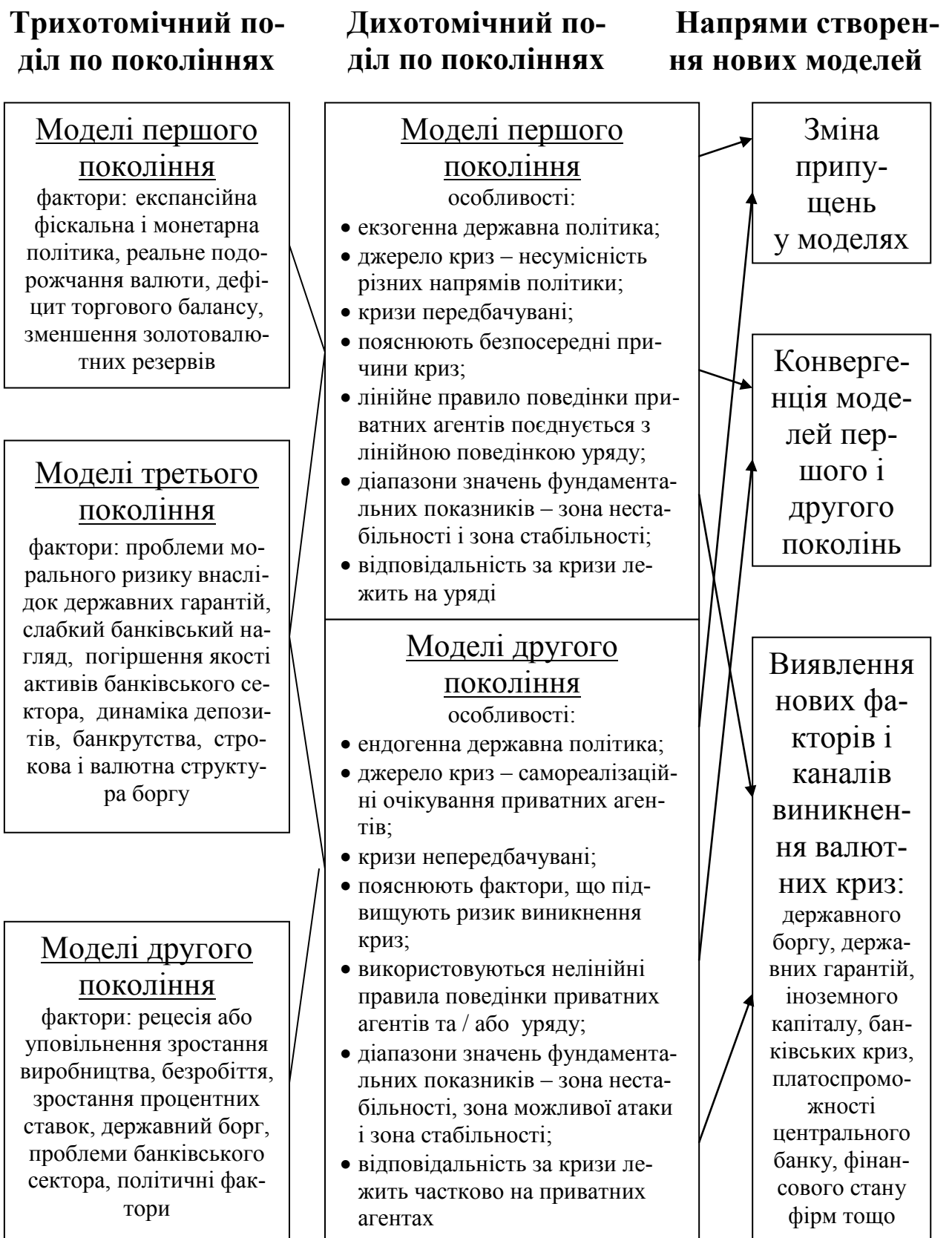


Рис. 2.1. Класифікація теоретичних моделей валютних криз

- прогностична цінність теоретичних моделей досить низька;
- кожна модель розглядає обмежене коло факторів, абстрагуючись від решти;
- така абстракція може призвести до залишення поза увагою специфічних особливостей, характерних для певної країни чи групи країн;
- іноді різні моделі дають різні висновки про роль одного і того самого фактора у виникненні валютних криз;
- у моделях часто застосовується спрощений характер зв'язків між показниками.

Жодна з груп моделей не є універсальною і здатна пояснити основні причини лише обмеженого кола валютних криз (оскільки, наприклад, останні можуть відбуватися і при попередньому профіциті поточного рахунку, зменшенні безробіття, відсутності банківської кризи). Конкретні епізоди валютних криз можуть поєднувати в собі риси декількох моделей, але за сукупністю головних ознак їх часто відносять до відповідної групи моделей (наприклад, кризи 1980-х рр. у Латинській Америці найбільшою мірою відповідають моделям першого покоління, криза Європейської валютної системи на початку 1990-х рр. – другого, Азіатська криза 1997–1998 рр. – третього).

2.2. Канали поширення валютних криз

Пошуки джерел виникнення валютних криз призвели дослідників до висновку про необхідність врахування як національних, так і міжнародних факторів, які сприяють розгортанню цього явища. Національні фактори пов'язані із динамікою показників країни, що розглядається, а міжнародні – із зміною кон'юнктури на світових товарних та фінансових ринках, а також із ситуацією в країнах, тісно пов'язаних з даною країною. Особливим міжнародним фактором є валютні кризи в інших країнах. Група теоретичних досліджень присвячена тому, як валютні кризи в інших країнах можуть підвищити ймовірність виникнення валютної кризи у даній країні – ефекту поширення (або ефект зараження – contagion effect)¹.

Канали, за якими відбувається поширення, поділяються на види. Г. Камінські, Р. Лайонз і С. Шмуклер виділяють три види: переливи, пов'язані з фундаментальними факторами; поширення, пов'язане зі спільною причиною; і поширення, не пов'язане з фундаментальними факторами [78, с. 11]. М. Фрацшер виділяє поширення внаслідок фінансової взаємозалежності, взаємозалежності реальних секторів економіки країн і екзогенних змін настроїв інвесторів [79, с. 3]. М. Томчинська поділяє канали поширення на такі три види: спільний системний зв'язок, макроекономічні зв'язки та чисте поширення [76, с. 13].

Але, на нашу думку, зазначені класифікації не повні та охоплюють явища, які не можна віднести до ефекту поширення. Для пояснення цього спочатку необхідно конкретизувати саме поняття “ефект поширення”. Повертаючись до визначення ефекту поширення як ситуації, коли валютна криза в одній країні підвищує ймовірність виникнення валютної кризи в іншій, потрібно зазначити, що воно характеризує наявність прямого причинно-наслідкового зв'язку. Але близькі у часі валютні кризи у різних країнах не обов'язково мають бути ним пов'язані. У зв'язку з цим необхідно виділити три можливі ситуації збігу у часі валютних криз.

1. Валютні кризи виникли незалежно, і їх слідування одна за одною є випадковим.

2. У валютних криз є спільна причина. Такою причиною можуть бути спільні загальносвітові шоки (зокрема, зростання світових про-

¹ Зокрема, у рамках моделей другого покоління можливість ефект поширення може бути тим фактором, який призводить до переходу від “доброї” рівноваги до “поганої” [77, с. 13].

центних ставок, уповільнення зростання світового сукупного попиту, зменшення товарних цін, зміни двосторонніх курсів валют провідних держав, особливо, коли до них прив'язані валюти країн, що розглядаються), які можуть істотно підвищити ймовірність виникнення валютних криз одночасно в декількох країнах [80, с. 4]. Оскільки при цьому між валютними кризами немає безпосереднього причинно-наслідкового зв'язку, ми не будемо відносити дію спільних шоків до ефекту поширення.

3. Валютна криза в одній країні сприяє виникненню валютної кризи в інших. Лише за наявності цієї умови йдеться про ефект поширення. Хоча це не означає, що при цьому виключається також дія внутрішніх передумов виникнення валютної кризи, які існують у різних країнах незалежно, або вплив спільних шоків.

Канали, за якими відбувається поширення, можна систематизувати таким чином (сутність ефекту і класифікація каналів поширення проілюстровані на рис. 2.2).

1. Участь у міжнародній торгівлі:

А. Двостороння торгівля. Знецінення національної валюти у першій країні підвищує конкурентоспроможність її експортних товарів на ринку другої країни і погіршує конкурентоспроможність експортних товарів другої країни на ринку першої [81]. Це призводить до погіршення торгового балансу другої країни, що сприяє виникненню валютної кризи.

Б. Багатостороння торгівля. Якщо виробники першої і другої країн конкурують між собою на ринку третьої, то експорт з першої країни заміщує експорт другої країни в третю.

В обох випадках очікування цих проблем на фінансових ринках може прискорити спекулятивну атаку в другій країні.

2. Участь у міжнародному русі капіталу:

А. Втрати від інвестицій за кордоном. За наявності прямих двосторонніх фінансових зв'язків валютна криза в першій країні сприяє виникненню валютної кризи в другій, резиденти якої інвестували кошти в економіку першої країни [79, с. 7].

Б. Відплив капіталу внаслідок схожості країн:

1) відплив капіталу внаслідок спільного системного зв'язку. Системний зв'язок пов'язаний із схожістю регуляторної та інституційної структури в обох країнах. Економіки країн можуть бути не зовсім схожими, але сприймаються як схожі тому, що передбачається, що їх характеристики спостерігаються недосконало.



Рис. 2.2. Канали поширення валютної кризи

Наприклад, можуть сприйматися як схожі країни певного регіону, і в результаті іноземні інвестори повертатимуть кошти з усіх країн регіону, а не лише з тієї країни, яка перебуває у стані валютної

кризи;

2) *відплив капіталу внаслідок спільного членства*. Країна може бути членом об'єднання, умовою членства в якій є відсутність девальвацій. Але якщо відбувається вдала спекулятивна атака на національну валюту однієї країни, то решта країн об'єднання можуть переоцінити пріоритети на користь проведення девальвації задля досягнення власних економічних цілей, оскільки вищезазначена вимога до членів стає не такою жорсткою. Таке об'єднання країн не обов'язково має бути формальним. Наприклад, уряд країни перед іноземними інвесторами може намагатись бути схожим на інші країни з привабливими для іноземних інвесторів економічними показниками і відсторонюватись від слабких країн регіону. Але при цьому можливий і обернений ефект поширення, коли країна, навпаки, намагатиметься у будь-який спосіб захистити фіксований валютний курс [82];

3) *відплив капіталу внаслідок пов'язаності цін на активи*. Іноземні інвестори уникатимуть інвестицій у країни, ціни на активи в яких корелюють з цінами на активи в країні, у якій відбувається валютна криза. Звичайно ефект поширення може відбутись між країнами, ціни на активи в яких визначаються схожими макроекономічними факторами, але Л. Кодрес і М. Прітскер показують, що ефект поширення може відбуватись і між країнами, ціни на активи в яких визначаються незалежними макроекономічними факторами, за умови, що вони опосередковано пов'язані через треті країни [83].

В. Відплив капіталу внаслідок переоцінки ризику. Криза в одній країні може призвести до переоцінки фундаментальних факторів у інших країнах. Інвестори більше намагатимуться уникати інвестицій у країни з підвищеним ризиком.

Г. Відплив капіталу незалежно від особливостей країни (або чисте поширення):

1) *відплив капіталу внаслідок погіршення фінансового стану іноземних інвесторів*. Втративши кошти на ринку однієї країни внаслідок кризи, комерційні банки (у цьому випадку йдеться про канал спільного кредитора) або інституціональні інвестори відчують нестачу ліквідності та можуть повернути кошти або не пролонгувати кредити на інших ринках. Також інвестори через зменшення капіталу можуть зіштовхнутись з проблемою підвищеного левериджу, для зменшення якого необхідно скоротити

портфель. Крім того, після кризи може бути переоцінений доцільний рівень фінансового левериджу [84];

2) *відплив капіталу внаслідок стадної поведінки*. За умови асиметричності інформації інвестори розподіляються на інформованих і неінформованих. Можлива ситуація, коли інформовані інвестори повертають кошти з даного ринку внаслідок власних проблем ліквідності або інших причин, не пов'язаних з макроекономічними показниками даної країни. Але неінформовані інвестори, спостерігаючи дії інформованих, можуть вважати, що останні дізнались про погіршення ситуації на цьому ринку. Неінформовані інвестори мають менше стимулів перевіряти, чи це справді так, внаслідок того, що глобалізація збільшує вартість збирання специфічної для країн інформації. Цим самим посилюється тиск на національну валюту даної країни за рахунок дій неінформованих інвесторів [85]. Стадна поведінка також пов'язана з тим, що менеджерам фондів ризиковано відхилятися від поведінки інших, незалежно від того, чи правильних інвестиційних стратегій дотримуються останні [86, с. 6]. Суттєву роль для існування цього каналу відіграє часовий аспект, оскільки, як зазначає М.Г. Делягін, у сучасних умовах “швидкість руху капіталу дорівнює швидкості руху інформації і набагато перевищує швидкість її осмислення” [87, с. 277].

Д. *Погіршення умов припливу капіталу*. Зупинка припливу або відплив капіталу можуть не відбуватися за умов збільшення вартості користування ним. Зокрема, валютні кризи нерідко пов'язані з борговими кризами. Можлива ситуація, коли боргова криза в одній країні призводить до підвищення процентних ставок по міжнародних кредитах. Це, у свою чергу, погіршує можливості обслуговувати борг іншою країною [88, с. 24].

2.3. Механізм виникнення валютної кризи у системному вигляді

Зазначимо, що теоретичні дослідження валютних криз вказують на важливість таких факторів, які сприяють виникненню валютних криз:

- незначні обсяги золотовалютних резервів і їх зменшення;
- дефіцит державного бюджету;
- зменшення податкових надходжень;
- більший державний борг;
- великий короткостроковий борг;
- незначна кількість довгострокових державних облігацій (зменшує величину девальвації, хоча і не дозволяє її відстрочити);
- витіснення приватного боргу державним;
- більша частина боргу фірм в іноземній валюті;
- більші темпи зростання внутрішнього кредиту центрального банку відносно темпів зростання попиту на гроші;
- більша чутливість попиту на гроші до очікуваної інфляції;
- більші процентні ставки та їх коливання (вплив процентних ставок у національній валюті оцінюється неоднозначно);
- більша премія за ризик;
- виконання центральним банком функції останнього кредитора;
- відкрита валютна позиція центрального банку;
- збільшення кредитування фірм з наступним зменшенням кредитних лімітів;
- більші строки активів комерційних банків відносно строків зобов'язань;
- неліквідність фінансової системи;
- середній рівень розвитку фінансового сектора;
- фінансова лібералізація;
- приплив іноземного капіталу, особливо короткострокового (вплив прямих іноземних інвестицій оцінюється по-різному);
- коливання валютного курсу і його очікуваної зміни;
- реальна ревальвація національної валюти;
- збільшення темпів зростання зарплати;
- зменшення конкурентоспроможності фірм;
- зростання цін на специфічні фактори виробництва;
- уповільнення зростання виробництва;
- зростання безробіття;

- неточна публічна інформація (у певних випадках);
- валютні кризи в інших країнах, особливо за умови їх схожості або істотних прямих чи опосередкованих зв'язків з даною країною.

Як бачимо, щодо переважної більшості факторів, то теоретичні моделі передбачають завжди однаковий за характером вплив, не припускаючи, що за деяких умов він може бути і протилежним. У зв'язку з цим постає питання, чи можуть заходи, які згідно з результатами вищезазначених досліджень становлять загрозу для стабільності на валютному ринку, на практиці виявитись корисними за деяких специфічних умов? Як свідчать результати емпіричного дослідження у розділі 4, ця гіпотеза підтверджується, оскільки істотно більше коло заходів, ніж це впливає з теоретичних моделей, може мати неоднозначний вплив на імовірність виникнення валютних криз.

Також інтерес становить системне узагальнення механізму виникнення валютної кризи на рівні країни. Цей механізм можна представити як послідовність причинно-наслідкових зв'язків між явищами економічного і політичного характеру, які врешті-решт призводять до кризової ситуації на валютному ринку. Пояснимо це за допомогою побудованої нами схеми. З метою кращої систематизації схема поділена на декілька блоків, кожний з яких включає відносно відокремлену групу зв'язків між економічними і політичними явищами (див. рис. 2.3).

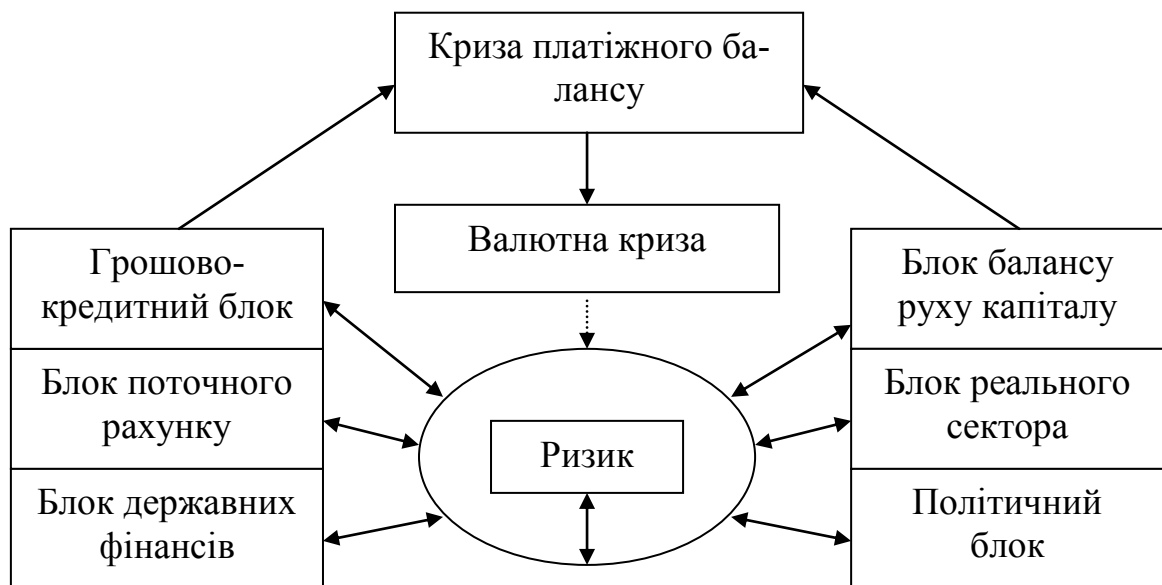


Рис. 2.3. Схема взаємодії блоків факторів валютних криз

1. *Блок поточного рахунку* (див. рис. 2.4). Намагаючись подолати надмірну інфляцію (або з інших причин – зокрема, для сприяння припливу іноземних інвестицій), держава може вдатися до макроекономічної стабілізації на основі валютного курсу, де-юре або де-факто. З цією метою курс національної валюти прив'язується до іншої більш-менш стабільної валюти (валют), яка відіграє важливу роль у зовнішньоекономічних трансакціях даної країни. Прив'язка може бути жорсткою або повзучою за умови, що знецінення валюти буде меншим за темпи інфляції. У той же час зберігається інфляційна інерція – інфляція зменшується поступово – або в окремі періоди відбувається зростання інфляції (внаслідок зростання урядових витрат, обмеженої пропозиції окремих товарів тощо). У результаті відбувається реальне подорожчання (або ревальвація) національної валюти. Свої корективи вносить динаміка курсів валюти прив'язки даної країни і валют країн – основних її торгових партнерів. Особливо небезпечними можуть бути валютні кризи у країнах – основних торгових партнерах, оскільки в цьому випадку національні валюти останніх знецінюються швидко і на значну величину. Реальне подорожчання валюти погіршує конкурентоспроможність товарів країни, що розглядається, і сприяє дефіциту торгового балансу, який, у свою чергу, сприяє дефіциту поточного рахунку платіжного балансу.

З іншого боку, дефіцит торгового балансу може бути викликаний лібералізацією зовнішньої торгівлі, яка призводить до зростання імпорту більшою мірою ніж експорту, оскільки попередньо обмеження на імпорт, як правило, більш суворі, ніж на експорт. Іншою небезпечкою є зменшення імпорту у країнах – основних торгових партнерах, зокрема внаслідок рецесії. Свої корективи вносить динаміка світових цін на товари, які є основними статтями експорту чи імпорту даної країни. Нарешті, дефіциту торгового балансу сприяє приплив іноземного капіталу, який може витрачатись урешті-решт на придбання капітальних товарів за кордоном (хоча у майбутньому це може підвищити конкурентоспроможність фірм-резидентів і вирівняти торговий баланс приймаючої країни) або споживчих товарів (що підриває можливості вирівнювання торгового балансу у майбутньому і погашення боргу та виплати процентів). Накопичений приплив капіталу разом з процентною ставкою зовнішнього боргу головним чином визначає іншу складову поточного балансу – баланс доходів.



Рис. 2.4. Блок поточного рахунку

2. *Грошово-кредитний блок* (див. рис. 2.5). Фінансова лібералізація, слабкий нагляд за банківським сектором і низькі процентні ставки (або навпаки, високі процентні ставки за умови значного припливу іноземного капіталу) призводять до високих темпів зростання кредитування, що спричиняє наступні наслідки. По-перше, це збільшує грошову масу, яка може бути пред'явлена для обміну на іноземну валюту у разі фінансового струсу – з боку іноземних інвесторів при поверненні коштів за кордон або з боку резидентів, які надаватимуть перевагу збереженню коштів у більш надійній валюті. Іншим джерелом збільшення грошової маси може бути фіскальний дисбаланс і нестерилізоване збільшення золотовалютних резервів. Таким чином, збільшення грошової маси стає джерелом ризику. Крім того, надмірні темпи зростання грошової маси сприяють збільшенню поточної або майбутньої інфляції.

По-друге, швидкі темпи зростання кредитування поряд з недостатньою кваліфікацією банківського персоналу (зокрема, внаслідок нещодавньої приватизації банків приватними агентами, які раніше не

мали достатнього досвіду діяльності в банківській сфері), неефективною структурою банківського сектора, вузьконаправленістю кредитування або тісним характером зв'язків між банками та позичальниками, сприяють приділенню недостатньої уваги можливості повернення наданих кредитів та незбалансованості структури активів і пасивів. Погіршення якості активів є джерелом ризику і збільшує можливості вимушеного термінового рефінансування комерційних банків з боку центрального банку у випадку набігу вкладників на комерційні банки. У разі реалізації такого рефінансування може посилитись попит на іноземну валюту.



Рис. 2.5. Грошово-кредитний блок

3. *Блок державних фінансів* (див. рис. 2.6). Дефіцит державного бюджету (якому, крім інших причин, можуть сприяти рецесія, тінізація економіки, розповсюдженість неплатежів, лібералізація зовнішньої торгівлі) може призводити до надмірного зростання грошової маси або збільшення державного боргу, особливо якщо структура бюджетних надходжень і витрат не сприяє врівноваженню державного бюджету у майбутньому. Надмірний державний борг, особливо за умови зростання ризику внаслідок інших факторів, ставить під сумнів можливості його повернення.



Рис. 2.6. Блок державних фінансів

У результаті з метою погашення існуючих державних зобов'язань держава має позичати на більш жорстких умовах – під більш високі процентні ставки, конвертувати борг у більш надійну валюту або зменшувати строк державних зобов'язань. Високі процентні ставки, короткостроковий характер державних запозичень і в умовах несприятливого платіжного балансу висока частка боргу, деномінованого або прив'язаного до іноземної валюти, ще більше погіршують стан державних фінансів і збільшують сприйманий ризик неплатежу. Крім

того, позики уряду можуть сприяти заміщенню кредитування приватного сектора.

4. *Блок реального сектора економіки* (див. рис. 2.7). Уповільнення зростання виробництва або його спад, якому сприяють, зокрема, більші процентні ставки, дефляція або дезінфляція, невпевненість у майбутньому, взаємопов'язане з погіршенням фінансового стану фірм. Останнє викликає погіршення якості активів комерційних банків і дестимулює приплив іноземного капіталу. Зростання виробництва також взаємозв'язане зі станом фондового ринку.

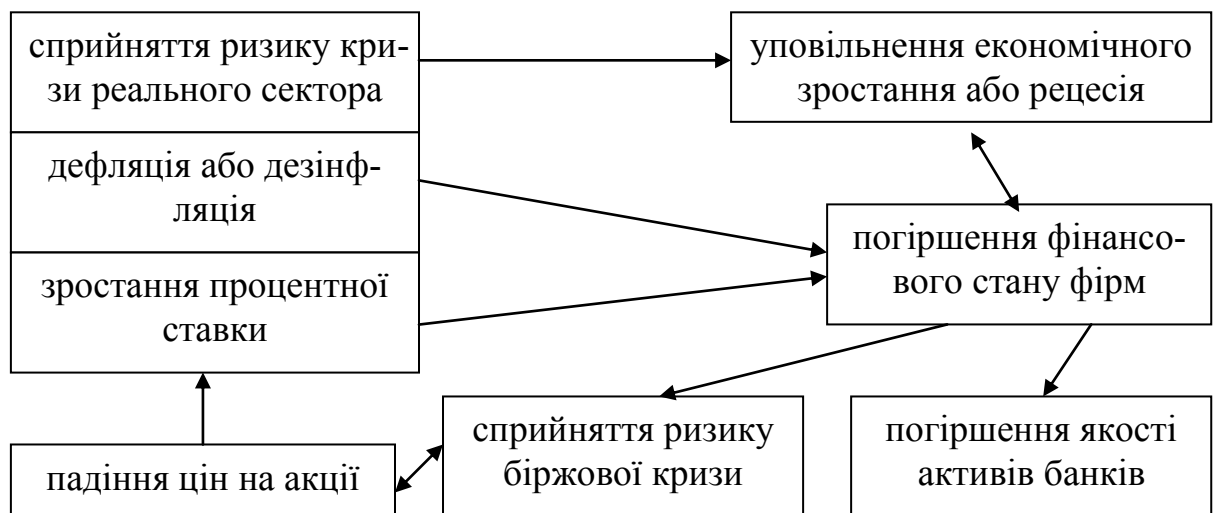


Рис. 2.7. Блок реального сектора економіки

5. *Політичний блок* (див. рис. 2.8). Перемога тієї чи іншої партії на виборах, надзвичайні політичні події, наближення виборів, політичні рішення тощо впливають на рівень сприйманого ризику, а також можуть безпосередньо впливати на витрати і доходи державного бюджету, виробництво і ціни.

6. *Блок балансу руху капіталу* (див. рис. 2.9). Лібералізація руху капіталу, нестача внутрішніх збережень, високі внутрішні процентні ставки і низькі процентні ставки за кордоном, приватизація, сприятливі оцінки міжнародних фінансових організацій, зростання кредитних рейтингів, зростання виробництва сприяють припливу іноземного капіталу. При цьому ступінь лібералізації руху капіталу і ступінь довіри іноземних інвесторів визначають структуру припливу капіталу.

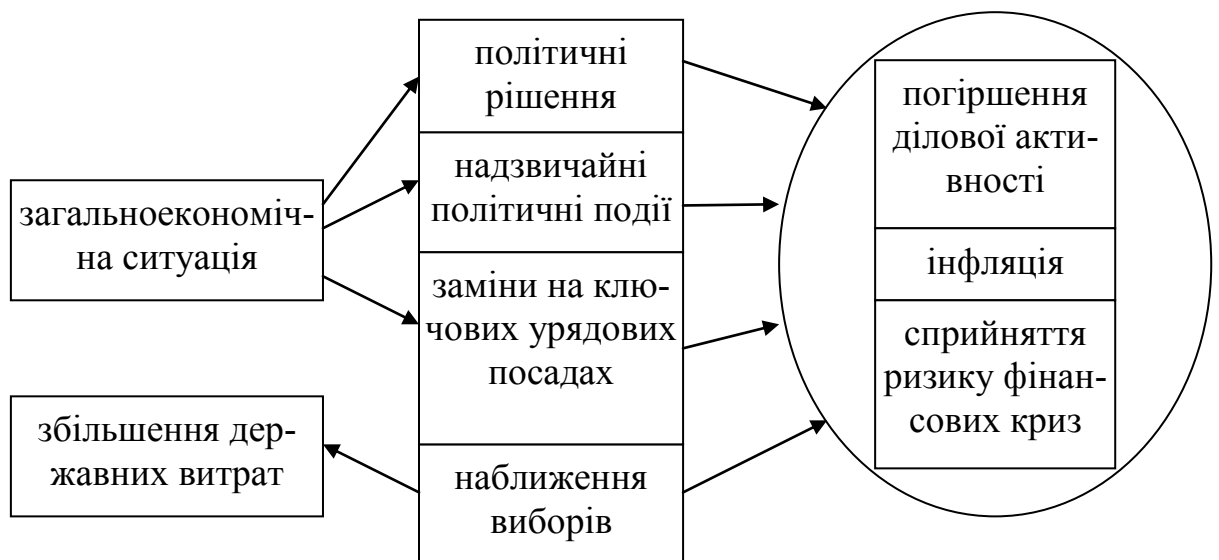


Рис. 2.8. Політичний блок

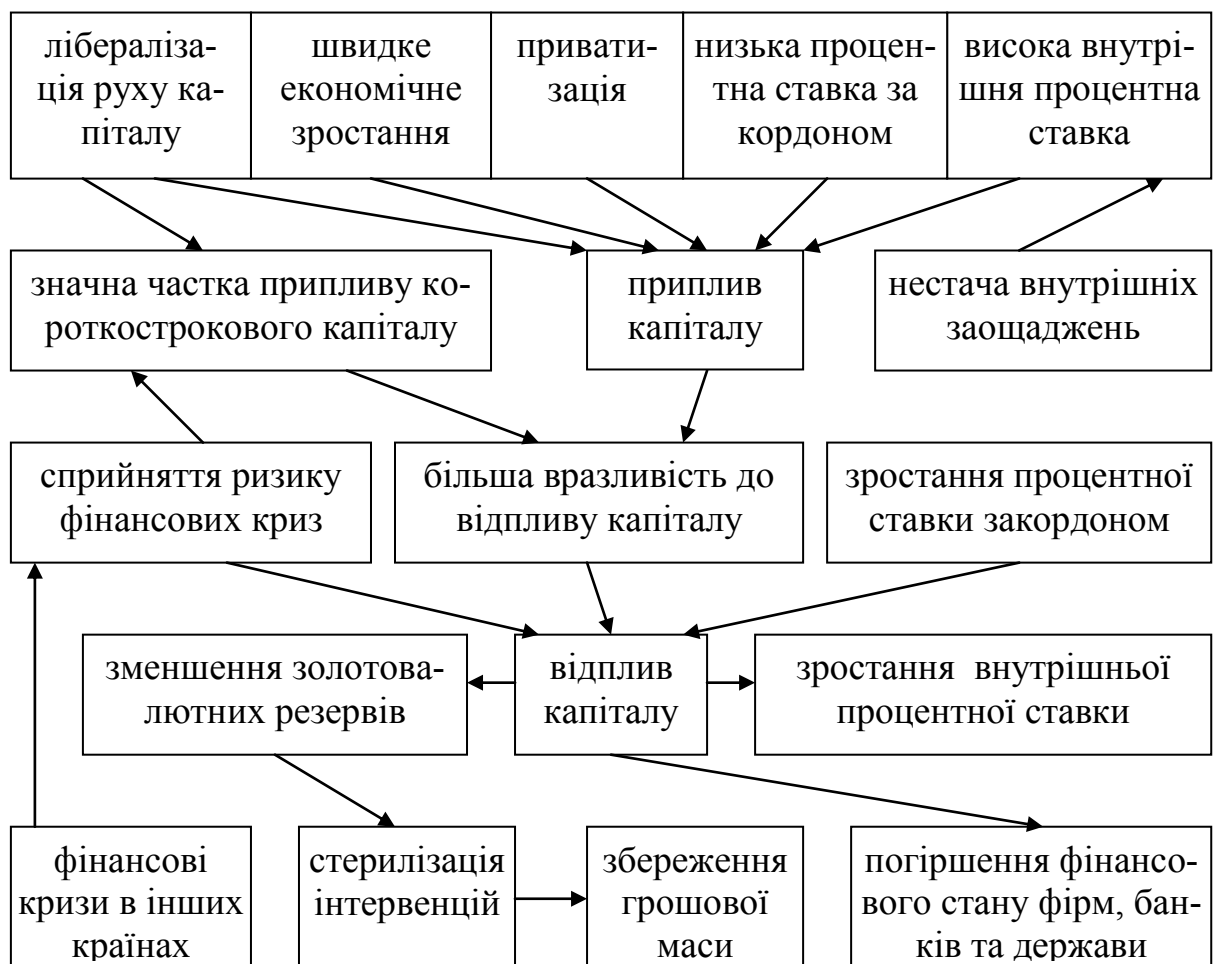


Рис. 2.9. Блок балансу руху капіталу

Накопичення тривалого припливу короткострокового капіталу створює можливість раптового його відпливу за умови підвищення рівня сприйманого ризику або зростання процентних ставок за кордоном. Такий відплив може відбутись одразу в декілька етапів. Під час першого епізоду ситуація може стабілізуватись за рахунок валютних інтервенцій, підвищення процентних ставок або незначного знецінення національної валюти. Але зменшення золотовалютних резервів підвищує рівень сприйманого ризику. Зростання процентних ставок має свої межі, оскільки це негативно відображається на фінансовому стані фірм-позичальників, банків, держави і не сприяє зростанню виробництва. У випадку стерилізованих валютних інтервенцій зберігається грошова маса. Неможливість або небажання подальшого використання валютних інтервенцій, підвищення процентних ставок, валютних обмежень під час повторного або продовження зростання попиту на іноземну валюту призводять до краху прив'язки національної валюти та / або падіння валютного курсу.

Дія цих зв'язків показана у розділі 3 на прикладі окремих країн. У часовому розрізі розгортання валютної кризи передбачає такі етапи.

1. Перший – попередній, коли відбувається накопичення умов для виникнення валютної кризи – внутрішніх і зовнішніх. Причому необхідно враховувати не тільки наявні негативні зміни показників або події, але й очікувані. Цей період ще вважається спокійним, але характеризується зростанням імовірності виникнення валютної кризи. Такі зміни показників, як знецінення національної валюти, валютні інтервенції, зростання процентних ставок, можуть уже бути більшими ніж звичайно, але ще не досягнути порогового рівня, за умови перевищення якого можна говорити про наявність валютної кризи.

2. Другий – валютна криза у неявному вигляді, коли накопичені умови досягли критичної межі, починається спекулятивна атака, але монетарна влада не допускає значного падіння валютного курсу.

3. Третій – валютна криза в явному вигляді, коли монетарна влада вже не здатна стримувати спекулятивну атаку (або це надто дорого коштує) і відбувається різке знецінення національної валюти.

4. Четвертий – закінчення валютної кризи, коли зміни або рівень показників, що характеризують валютну кризу, наближаються до свого значення у спокійні періоди.

Потрібно зазначити, що другий етап може виявитись дуже коротким, а третій – не відбутись взагалі. Розроблені нами методи датування валютних криз ідентифікують принаймні другий і третій етапи.

РОЗДІЛ 3. ОСОБЛИВОСТІ РОЗГОРТАННЯ ВАЛЮТНИХ КРИЗ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ

3.1. Специфіка прояву валютної кризи і кризи платіжного балансу

У цьому розділі ми розглянемо особливості розвитку таких валютних криз:

- у Латинській Америці: у Мексиці (1994–1995 рр.), Бразилії (1998–1999 рр. і 2002–2003 рр.), Аргентині (2001–2002 рр.);
- у Східній Азії: у Таїланді, Малайзії та Індонезії (1998–1999 рр.);
- у Східній Європі: у Болгарії (1996–1997 рр.), Російській Федерації (1998 р.) і Україні (1998–1999 рр.).

Спочатку необхідно більш точно визначити часові межі зазначених криз. Використаємо для цього розроблені нами методи датування, описані у підрозділі 1.2.

З таблиці 3.1 видно, що індекси тиску на валютний ринок I_{ch1} і I_{ch2} , використані у цих методах, свідчать про наявність валютної кризи у приблизно однаковій періоду часу, але є і відмінності. Так, у Мексиці за першим методом тривалість валютної кризи становила чотири місяці, а за другим – тривала на два місяці довше. У цьому випадку розбіжність в оцінці часових меж пояснюється інерційністю другого індексу. У Бразилії в кінці 1990-х рр. другий індекс додатково визначив наявність валютної кризи у листопаді 1997 р. Хоча віднесення цього місяця до періоду валютної кризи 1998–1999 рр. є дискусійним. А у випадку наступної кризи в Бразилії індекс I_{ch2} показав істотно довшу тривалість валютної кризи (на п'ять місяців) так само, як і в Україні (на три місяці), і меншою мірою – в Індонезії (на два місяці).

Ще одна відмінність: індекс I_{ch2} істотно раніше визначає початок валютної кризи в Аргентині, Малайзії (на чотири місяці), Російській Федерації (на три місяці) та Україні (на п'ять місяців). Виняток – Болгарія, де на місяць раніше визначає початок валютної кризи індекс I_{ch1} . Хоча, наприклад, у Таїланді обидва індекси визначили початок валютної кризи швидше із запізненням, оскільки ряд її ознак (інтервенції на форвардному валютному ринку, валютні обмеження) спостерігався уже у травні 1997 р. (див. табл. Б.5 додатка Б). Динаміка гостроти валютної кризи, згідно з нашими розрахунками на основі даних [12], показана на рис. 3.1–3.3.

Кризові місяці за індексами тиску на валютний ринок

Країна	Кризові місяці за індексом I_{ch1}	Кризові місяці за індексом I_{ch2}
Мексика	грудень 1994 р. – березень 1995 р.	грудень 1994 р. – травень 1995 р.
Бразилія (1998–1999 рр.)	жовтень 1998 р.; січень–лютий 1999 р.	листопад 1997 р.; жовтень 1998 р.; січень–лютий 1999 р.
Аргентина	липень, листопад 2001 р.; січень–липень 2002 р.	березень, липень, листопад 2001 р.; січень–липень 2002 р.
Бразилія (2002–2003 рр.)	липень, вересень 2002 р.	червень–липень, вересень, листопад–грудень 2002 р.; січень–лютий 2003 р.
Таїланд	липень–жовтень, листопад 1997 р.; січень 1998 р.	липень 1997 р. – січень 1998 р.
Малайзія	грудень 1997 р. – січень 1998 р.	серпень, жовтень, грудень 1997 р.; січень 1998 р.
Індонезія	серпень, жовтень, грудень 1997 р.; січень–лютий, травень–червень 1998 р.	серпень–грудень 1997 р.; січень–березень, травень–червень, серпень 1998 р.
Болгарія	березень 1996 р. – лютий 1997 р.	квітень 1996 р. – лютий 1997 р.
Російська Федерація	серпень–жовтень 1998 р.	травень–грудень 1998 р.
Україна	липень–грудень 1998 р.	лютий, липень–листопад 1998 р.; березень 1999 р.

Примітка. Розраховано автором за даними [12].

У табл. Б.1–Б.3 додатка Б показані значення компонентів індексу I_{ch2} з початку кожної з криз. Якщо врахувати сумарні значення перших трьох компонентів індексу I_{ch2} протягом всього часу валютної кризи, можна стверджувати, що за основною формою прояву всі ці кризи були переважно валютними крахами, крім кризи в Аргентині (переважно резервна, а валютний крах лише в кінці)¹. Другою основною формою прояву були валютні інтервенції (друга валютна криза у Бразилії, Таїланді та Україні) та зростання процентних ставок (у Мексиці та Індонезії).

¹ Виходячи із співвідношення між компонентами індексу I_{ch2} .

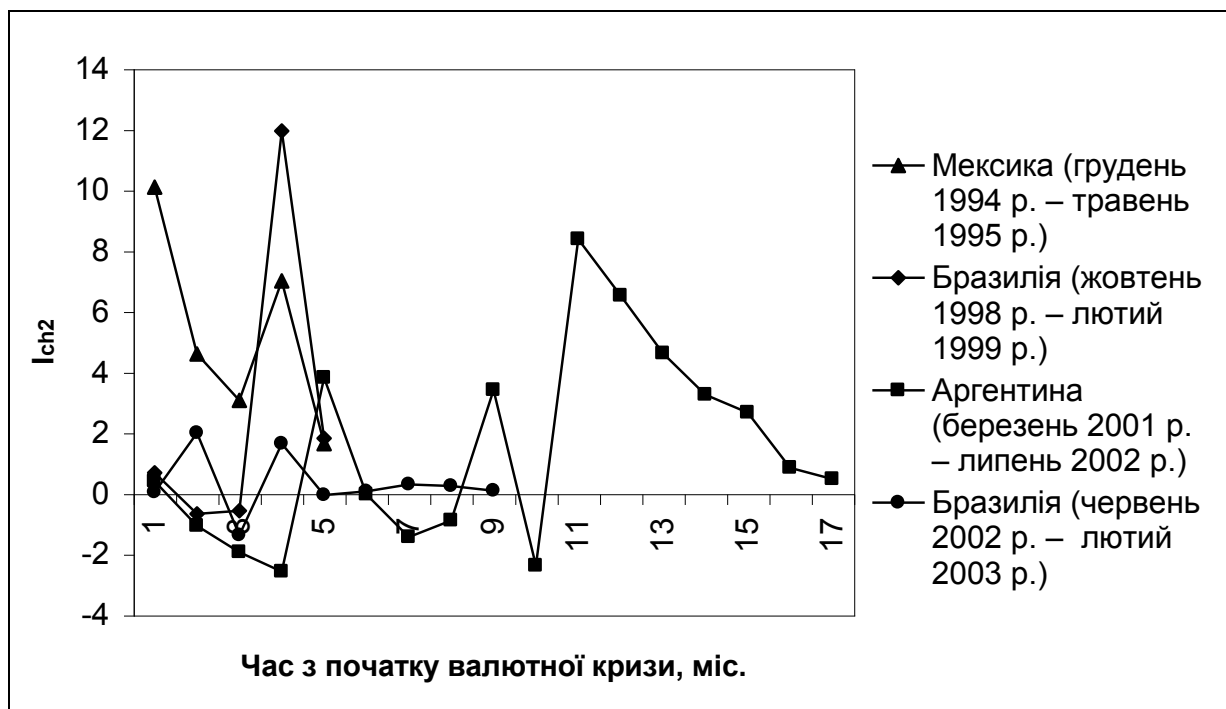


Рис. 3.1. Гострота валютних криз: Латинська Америка

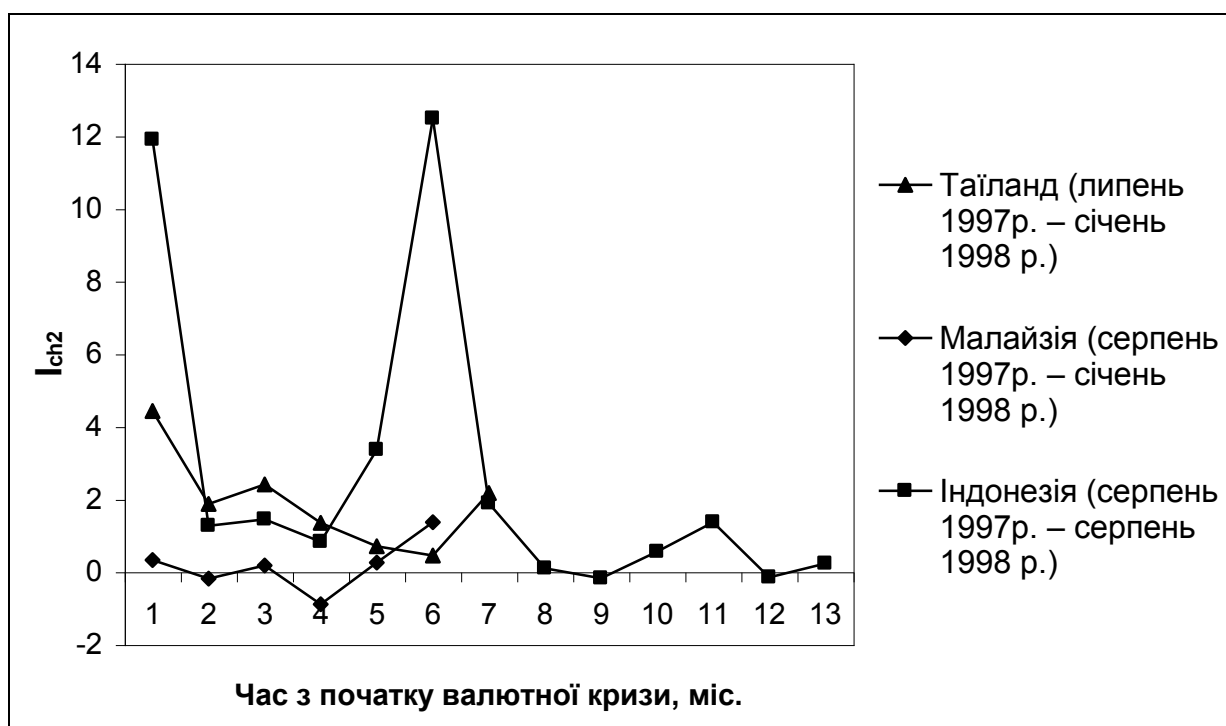


Рис. 3.2. Гострота валютних криз: Східна Азія

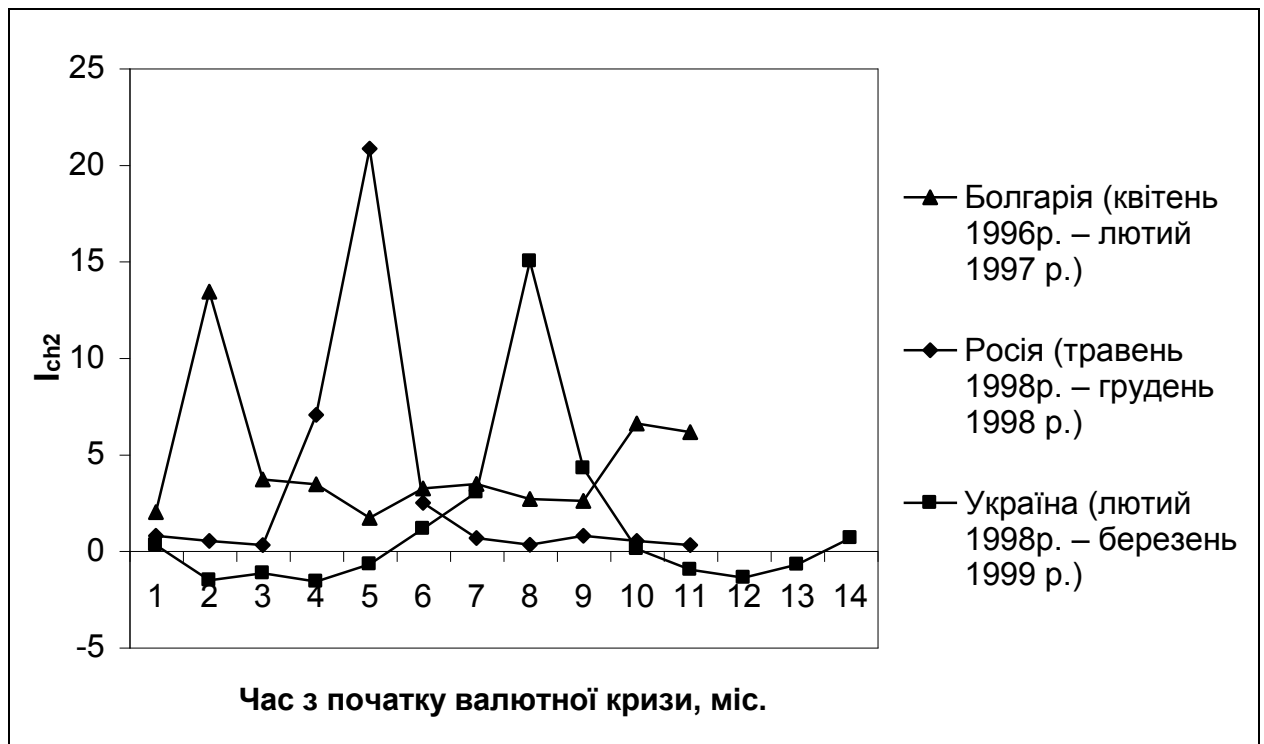


Рис. 3.3. Гострота валютних криз: Східна Європа

За часом відносного захисту курсу національної валюти за допомогою валютних інтервенцій і процентних ставок можна виділити кризи з переважним захистом на початку кризи (перша валютна криза у Бразилії, Аргентині та Російській Федерації), у середині кризи (у Мексиці та Болгарії) та в кінці (друга валютна криза у Бразилії). Детальніше форми прояву цих валютних криз показані в додатку Б у табл. Б.4–Б.6.

Розглянемо специфіку прояву кризи платіжного балансу, яка лежала в основі валютної кризи в кожній країні.

Перша складова платіжного балансу, а саме: рахунок поточних операцій (поточний рахунок), відігравав важливу роль в усіх країнах (див. табл. Б.7 додатка Б). Але його значення варіювались у рік перед валютною кризою або валютним крахом¹ від 1,7 % ВВП в Аргентині до 8,1 % у Таїланді [89]². Хоча вклад дефіциту поточного рахунку в загальний дефіцит платіжного балансу складно оцінити, оскільки його-

¹ У ряді випадків початок валютної кризи і валютного краху як її складової відбулись у різні роки.

² Крім самого значення дефіциту поточного балансу, необхідно мати на увазі здатність його підтримування. Наприклад, на початку 1990-х рр. дефіцит поточного рахунку Мексики становив 7 % ВВП [89], при тому, що підтримуваний дефіцит поточного балансу становив, за висновками С. Едвардза, 2–3 % ВВП [90, с. 14].

го частка істотно змінюється залежно від обраного періоду (перед валютною кризою, на її початку, в середині чи в кінці). Крім того, зміна дефіциту поточного рахунку в напрямі профіциту відбувається вже у процесі корекції валютного курсу під час кризи.

Інформацію про величину дефіциту поточного рахунку з урахуванням його тривалості може дати його кумулятивне значення з початку виникнення¹. За ним більше прослідковуються регіональні відмінності. У Східній Європі цей показник був відносно невеликим (у Російській Федерації навіть не був помітним за річними даними). У Латинській Америці та Східній Азії він був у середньому більшим. Також особливо великим був саме кумулятивний дефіцит поточного рахунку в Східній Азії.

Істотно відрізнялось між країнами співвідношення між складовими дефіциту поточного рахунку. Дефіцит торгового балансу² становив від менше 0 % в Аргентині та Малайзії, де було досягнуто профіциту торгового балансу вже до валютного краху, до понад 100 % дефіциту поточного рахунку в Україні, де дефіцит балансу доходів компенсувався повністю поточними трансфертами [89].

У Латинській Америці кумулятивний дефіцит поточного рахунку був приблизно на половину торгового походження. В інших регіонах існувала значна різниця між країнами. Кумулятивний дефіцит поточного рахунку був переважно торгового походження в Таїланді та Україні. Переважно неторгового походження – в Малайзії, Індонезії та Російській Федерації. В усіх випадках виникнення дефіциту торгового балансу було викликане зростанням імпоротної квоти в передкризові роки, у той час як експортна квота зменшувалась або зростала недостатньо [89].

Вклад дефіциту балансу доходів у дефіцит поточного перед валютною кризою або валютним крахом був також істотним: від 23 % у Таїланді до понад 100 % в Аргентині, Малайзії та Болгарії. В усіх випадках дефіцит балансу доходів був середнім або великим³. Здебільшого це було викликано зростанням процентних платежів за кордон відносно ВВП у передкризові роки. Якщо враховувати також виплати

¹ Хоча цей показник має ваду, оскільки врахування чи неврахування тимчасових періодів профіциту істотно впливає на величину розрахованого кумулятивного дефіциту поточного балансу.

² Тут і далі, якщо не сказано інакше, торговий баланс включає і торгівлю послугами.

³ Тут і далі в розділі для порівняння із середніми використовуються медіани показників для безкризових періодів серед країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою у 1989–2001 рр.

основної суми боргу, то можна говорити, чи створювались передумови для кризи зовнішньої заборгованості напередодні валютної кризи внаслідок посилення боргового тягаря безвідносно раптового відпливу капіталу. У більшості випадків у передкризові роки борговий тягар посилювався, хоча у Східній Азії незначно. У Східній Європі (крім Болгарії) він був невеликим як відносно ВНД, так і експорту. В інших регіонах обслуговування зовнішнього боргу відносно ВНД було вище середнього, високим відносно експорту – в Індонезії і Латинській Америці (особливо в Бразилії та Аргентині) [89].

Як видно з табл. Б.8 додатка Б, інша складова платіжного балансу, сальдо фінансового рахунку, яким головним чином вимірюється рух капіталу, було істотно негативним: від -3,6 % ВВП в основний період відпливу капіталу в Бразилії до -14 % ВВП у Таїланді. Особливо великим відплив капіталу був у Східній Азії. Дефіцит загального платіжного балансу, який становив від 2,7 % у Бразилії (криза 2002–2003 рр.) і до 14 % у Таїланді, частіше виникав до масового відпливу капіталу.

У цих випадках у початковий період дефіцит платіжного балансу формувался за рахунок дефіциту поточного рахунку. Але, з іншого боку, за дефіцит загального платіжного балансу відповідало і сальдо фінансового рахунку, а саме: раптове зменшення його позитивного значення. Тому вклад різних компонентів міжнародного руху капіталу у виникнення валютної кризи ми будемо вимірювати подвійно: за допомогою відношень відпливу капіталу і негативної зміни припливу капіталу порівняно з попередніми кварталами до дефіциту загального платіжного балансу. Значення вкладу негативного сальдо фінансового рахунку істотно відрізняється між країнами: від 16 % дефіциту платіжного балансу в Мексиці та Україні до 123 % у Болгарії. Вклад негативної зміни сальдо фінансового рахунку ще більше відрізняється: від 2 % дефіциту платіжного балансу в Російській Федерації¹ до 303 % у Болгарії.

Прямі іноземні інвестиції переважно здійснювали стабілізуючу роль, особливо в Таїланді [91], Малайзії та Бразилії. Хоча вони мало впливали на загальний платіжний баланс в Індонезії та Східній Європі. Негативним фактором у ряді випадків виявилось зменшення припливу прямих іноземних інвестицій, особливо в Бразилії (криза 2002–2003 рр.) та Аргентині.

¹ У Росії він є більшим в середині розглянутого періоду.

Портфельні інвестиції здійснювали дестабілізуючу роль перед і під час кризи, особливо в Латинській Америці та Індонезії. Відплив портфельних інвестицій був основною складовою відпливу капіталу в Мексиці та Аргентині. Яскравим винятком є Таїланд, де портфельні інвестиції були позитивними і навіть збільшились на початку валютної кризи.

Дестабілізуючим був вплив збільшення закордонних активів за іншими інвестиціями, показника, який характеризує впевненість національних інвесторів. Особливо це стосується Малайзії та Східної Європи, де відплив національного капіталу (переважно з інших секторів) відіграв ключову роль у виникненні чи загостренні валютної кризи. Відплив капіталу за рахунок зменшення зобов'язань перед нерезидентами за іншими інвестиціями впливав негативно на платіжний баланс, особливо в Таїланді. Він також був основною складовою відпливу капіталу в Бразилії та Індонезії. Виняток – стабілізуюча роль збільшення зобов'язань за іншими інвестиціями в Російській Федерації та Україні (хоча лише на початку) і, можливо, у Малайзії.

Помилки і упущення переважно негативно впливали на платіжний баланс: меншою мірою в Латинській Америці та більшою мірою у Східній Європі. Зокрема, у Російській Федерації та Україні помилки і упущення перевищували 40 % дефіциту загального платіжного балансу.

3.2. Зв'язок з іншими видами фінансових криз

У зазначених дев'яти країнах валютна криза була пов'язана з банківською кризою, кризою державних фінансів та / або біржовою кризою. Розглянемо це детальніше.

Практично в усіх випадках перед і під час валютної кризи так чи інакше виникали проблеми в банківському секторі. Як видно з табл. Б.9 додатка Б, існували, зокрема, проблеми з неякісними кредитами. Перед кризою погіршення якості кредитного портфеля банків відбувалось принаймні в Мексиці, Аргентині, Бразилії (криза 1998–1999 рр.) і Таїланді. Під час набігів на банки істотно зменшувалися депозити, особливо в Аргентині, Східній Європі та Індонезії. Істотно зростало кредитування центральним банком комерційних банків. З одного боку, це використовувалося як допомога останнім в умовах фінансової нестабільності, з іншого – стерилізувало зменшення золотовалютних резервів. Це сприяло збільшенню пропозиції національної валюти, а отже, і попиту на іноземну валюту. Зростання кредитування центральним банком комерційних банків особливо в значних обсягах було характерним для Східної Азії та Аргентини.

Про проблеми в банківському секторі свідчили й інші показники. По-перше, це проблема закриття, призупинення діяльності або націоналізації банків – з одного боку, це можна розглядати як наслідок негараздів у банківському секторі, з іншого – як засоби, спрямовані на покращання його функціонування. Хоча в різних країнах ця проблема поставала в різний час. У Бразилії хвиля закриття банків відбулась відносно задовго до виникнення валютної кризи 1998–1999 рр. З липня 1994 р. по грудень 1996 р. було ліквідовано 25 приватних і один державний банк. Ще чотири державні банки підпали під тимчасовий спеціальний режим управління [92]. У Російській Федерації в 1997 р. 27 % банків з 8 % активів мали відізану ліцензію, ще 21 % банків з 5 % активів перебували у критичному фінансовому стані [93]. У Болгарії напередодні валютної кризи – у листопаді 1995 р. – було націоналізовано перший проблемний банк, у лютому 1996 р. – другий. У березні 1996 р. два банки позбавлені ліцензії. У травні два великі банки мали зовнішнє керування, і потім розпочалась процедура банкрутства. 23 вересня 1996 р. Національний банк Болгарії встановив зовнішнє керування ще на дев'яти банках [94, с. 16]. В Індонезії ця проблема постала вже під час валютної кризи. У листопаді 1997 р. були закриті 16 банків [95]. 4 квітня 1998 р. призупинено діяльність чоти-

рьох банків [96].

У Таїланді існувала така особливість: первинно і більшою мірою проблеми виникли в суміжній з банківським сектором сфері – у фінансових компаніях. У березні 1997 р. вперше за 21-річну історію фондової біржі Таїланду уряд припинив торгівлю на біржі по всіх банках і фінансових компаніях. Влада також надала 60 днів для 10 недокапіталізованих фінансових компаній, щоб вони збільшили свій капітал [97]. Після провалу спроби об'єднання найбільшої фінансової компанії в Таїланді Finance One у травні 1997 р. міністр фінансів пішов у відставку. Новий міністр фінансів відмовився рекапіталізувати Finance One за державні кошти, що було розцінено як порушення обіцянок уряду перед іноземними банками й інституційними інвесторами про захищеність їх інвестицій і, відповідно, стимулювало відплив капіталу [98]. Усього між березнем і серпнем 1997 р. уряд припинив діяльність 48 фінансових компаній та інвестиційних банків, що призвело до призупинення 64% ринку і втрати довіри до уряду [97].

По-друге, це обмеження, пов'язані з діяльністю банків під час валютної кризи. Зокрема, в Аргентині у грудні 2001 р. введено заборону знімати з банківських рахунків більше 1000 дол. на місяць (виняток – витрати з кредитних карток) [99]. Для дестимулювання переміщення депозитів по банківській системі впроваджені високі резервні вимоги по нових депозитах. У січні 2002 р. відбулось переведення банківських депозитів у песо за курсом 1,4 песо за долар і кредитів за попереднім курсом 1 песо за долар [100, с. 4]. У Індонезії в січні 1998 р. введено мораторій на корпоративні виплати по боргах [95, с. 90]. У Російській Федерації у вересні 1998 р. вклади домогосподарств були заморожені до середини листопада [101, с. 32–33].

По-третє, це вимушене введення додаткових гарантій. 26 січня 1998 р., щоб зупинити набіги на банки, уряд Індонезії оголосив про гарантію всіх депозитів [95, с. 90].

Всюди, де наявні дані принаймні в частині періодів загострення проблем у банківському секторі, спостерігався відплив іноземного капіталу з банків, про що можна судити з даних про зменшення їх зобов'язань перед нерезидентами за іншими інвестиціями. Особливо у Таїланді, Болгарії та Російській Федерації, де у відповідні квартали відплив капіталу або зменшення припливу капіталу за цією статтею платіжного балансу сягав 5–10 % ВВП за аналогічний період. Найменшою мірою це стосувалось Бразилії (криза 2002–2003 рр.) та України. У Мексиці, Бразилії, Таїланді та Російській Федерації цей

відплив капіталу відбувався включно в квартали перед валютною кризою, у решті країн – лише під час валютної кризи.

Якщо розглядати внесок динаміки руху іноземного капіталу в/з банків у країні у дефіцит загального платіжного балансу перед та під час валютної кризи, то всюди він відігравав дестабілізуючу роль, особливо в Таїланді та Бразилії. У середньому відплив іноземного капіталу з банків становив близько 20 % дефіциту платіжного балансу (негативна зміна припливу іноземного капіталу в банки – 27 %), але ця частка істотно різнилась по країнах.

Як видно з табл. Б.10 додатка Б, у ряді випадків гостро стояли проблеми у сфері державних фінансів. Хронічний дефіцит державного бюджету існував у Східній Європі, Бразилії та Аргентині. Погіршення балансу державного бюджету відбувалось у Мексиці. У Східній Азії (Таїланд, Індонезія) дефіцит державного бюджету виник вже в рік валютної кризи [12; 89; 102; 103]. Дефіцит державного бюджету, з одного боку, сприяв дефіциту поточного рахунку, з іншого – впливав на державний борг. За величиною і динамікою державного боргу відносно ВВП можна виділити такі основні групи країн:

- з великим боргом і зростанням його в передкризові роки: Бразилія, Аргентина, Російська Федерація;

- зі зменшенням боргу в передкризові роки і швидким його зростанням під час валютної кризи: Мексика (хоча він так і залишився на відносно помірному рівні), Україна (перед кризою борг зростав, але був на помірному рівні), Індонезія, Болгарія;

- з помірним боргом і відсутністю істотного зростання державного боргу до і під час валютної кризи (Таїланд, Малайзія).

Але, крім відношення боргу до ВВП, необхідно враховувати вартість обслуговування державного боргу і величину державного бюджету, за рахунок якого і відбувалось погашення державного боргу. За величиною процентних платежів відносно поточних доходів і витрат бюджету держави ми можемо виділити [89; 101, с. 41]:

- країни з високим борговим тягарем і його зростанням (Болгарія, Російська Федерація, Аргентина);

- країни з відносно високим борговим тягарем і його зменшенням (Мексика, Бразилія (криза 1998–1998 рр.);

- країни із середнім борговим тягарем і його зменшенням (Малайзія, Індонезія);

- країни з низьким борговим тягарем (Таїланд, Україна).

Загострення кризи державних фінансів проявлялось у декількох

площинах. По-перше, у різкому зростанні процентних ставок по казначейських векселях. Ця проблема постала перед валютними кризами у країнах Латинської Америки та Східної Європи (в Аргентині та Болгарії значною мірою лише вже підчас валютної кризи).

По-друге, у значних змінах строкової структури і валютної структури (або структури прив'язки) державного боргу. Зокрема, у Мексиці за рахунок випуску короткострокових зобов'язань Сетес, деномінованих у песо, із середини 1992 р. почав зменшуватись середній строк до погашення державних цінних паперів [104]. Уже в 1993 р. обсяги випущених Сетес наблизились до обсягів чистих валютних резервів банку Мексики. Відповідно, це впливало на частку короткострокового боргу у загальному, яка зросла протягом 1992–1994 рр. з 21,9 % до 28,1 %. Після знецінення курсу песо в березні 1994 р. з метою одночасно підтримати курс песо і не допустити зростання процентних ставок була проведена конвертація короткострокових державних зобов'язань, деномінованих у песо. Вони обмінювались на короткострокові облігації Тесобонос, індексовані в доларах (хоча дохід сплачувався в песо). Ця конвертація була аналогом підвищення процентних ставок на 8–11 % [105, с. 10, 13]. У результаті з кінця 1993 по кінець 1994 р. частка Тесобонос у державному боргу перед приватним сектором зросла з 4% до 75% [106]. Кількість Тесобонос, які були розміщені на внутрішньому ринку, з квітня по листопад 1994 р. зросла з 2 до більше 15 млрд дол. [розраховано за: 107]. Лише за рахунок цього у разі падіння валютного курсу до рівня 6,7 песо за долар (рівень, досягнутий у березні 1995 р.) державний борг зріс би на 7 % ВВП [розраховано за: 104]. У серпні обсяги Тесобонос досягли обсягів валютних резервів [105, с. 13]. При цьому більшість випущених Тесобонос були лише на 91 день [65]. Така зміна структури державного боргу мала занепокоїти інвесторів, але була практично не поміченою міжнародною фінансовою пресою до грудня 1994 р., коли це стало важливим фактором паніки на фоні зменшення валютних резервів [105, с. 14].

У Бразилії з вересня 1997 р. почала падати частка номінального боргу: з 1996 р. по кінець 1998 р. він знизився з 60 % до 3,5 %. Частка облігацій, прив'язаних до долара, яка становила у вересні 1995 р. – лютому 1996 р. 7 %, після азійської кризи у кінці 1997 р. зросла до 15 %, а в кінці 1998 р. становила 21 %. Частка облігацій, прив'язаних до короткострокової процентної ставки зростала з листопада по грудень 1997 р. з 20 % до 35 %, з травня по червень 1998 р. з 21 % до

42 %, а до грудня становила 70 % [108, с. 9-11]. У окремі періоди погіршувалася і строкова структура: середній строк до погашення державних облігацій зменшився з лютого по квітень 1998 р. з 22 до 15 місяців, з жовтня по грудень з 20 до 17 місяців [108, с. 47]. Перед другою валютною кризою у Бразилії у 2001 р. відбулася емісія облігацій, прив'язаних до долара, що сприяло стабілізації валютного курсу в грудні [109]. Облігаційний борг федерального уряду в іноземній валюті зріс до 15 % ВВП порівняно з 10% у 2000 р. Але в умовах знецінення реала в півтора раза це б збільшило загальний державний борг до 78 % ВВП [розраховано за: 110; 111].

В Аргентині з 1996 р. по III кв. 2001 р. частка державних облігацій в іноземній валюті зросла з 88 % до 97 %. За умови зменшення курсу песо до 1,4 песо за долар борг за рахунок державних цінних паперів зріс би на 32 % ВВП [розраховано за: 112]. У Російській Федерації на початку 1998 р. 45 % рубльового боргу мав строк не більше 6 місяців [113, с. 8]. У травні 1998 р. рубльова частина боргу складалась лише на 27 % з боргу із строком більше року [114].

По-третє, у припиненні обслуговування державного боргу на національному або місцевому рівні та примусовій реструктуризації боргу. Зокрема, у Бразилії в штаті Мінас-Жераїс у січні 1999 р. оголошено 90-денний односторонній мораторій на погашення заборгованості перед федеральним урядом. Інші штати також почали вимагати перегляду заборгованості перед федеральним урядом (хоча їм було відмовлено) [115]. В Аргентині 23 грудня 2001 р. оголошено дефолт по зовнішньому боргу на суму 132 млрд дол., що становило сьому частину боргу всіх країн, що розвиваються. З урахуванням провінцій ця сума сягнула 155 млрд дол. [99]. У Російській Федерації влітку 1998 р. ряд утворень федерації не могли розплатитись по боргових цінних паперах [116]. 17 серпня призупинені виплати за державними короткостроковими облігаціями й облігаціями федеральної позики зі строком погашення до 1999 р. [101, с. 32] Примусова реструктуризація боргу за державними короткостроковими облігаціями та облігаціями федеральної позики охопила 190 млрд руб. [117, с. 37] В Україні у вересні 1998 р. уряд односторонньо реструктуризував борг за облігаціями внутрішньої державної позики перед банками-резидентами. У жовтні був реструктуризований борг перед нерезидентами. Конверсія охопила 99 % цінних паперів, які підлягали реструктуризації [118]. Реструктуризація була менш суворою для інвесторів, ніж у Російській Феде-

рації [119], але S&P розцінив ці заходи уряду як дефолт, хоча офіційно це не було оголошено [118].

Прослідкувати зв'язок кризи державних фінансів із платіжним балансом можна за допомогою величини зменшення або негативної зміни збільшення зобов'язань по портфельних інвестиціях у боргові цінні папери. Всюди в Латинській Америці та Східній Європі спостерігалася істотна негативна динаміка руху капіталу за цією статтею.

У цілому вплив портфельних інвестицій у боргові цінні папери робив істотний вклад у дефіцит загального платіжного балансу перед і під час валютної кризи у Східній Європі та особливо в Латинській Америці. Зокрема, в Україні в 1998 р. переважна більшість витрат з міжнародних резервів Національного банку йшла на обслуговування зовнішніх платежів уряду [120, с. 139]. У випадку Східної Азії вплив стану державних фінансів був незначний¹.

В усіх випадках з наявними даними перед і під час валютної кризи відбувалася біржова криза: різкий обвал цін на акції (див. табл. Б.11 додатка Б). Біржова криза проявлялась і у скороченні емісії акцій (наприклад, в Україні в I і IV кв. 1998 р. вона зменшилась у 2–3 рази [121, с. 11]). У відповідні квартали в Латинській Америці та Східній Азії одночасно відбувався істотний вплив або зменшення припливу портфельних інвестицій в акції. У Східній Європі, навпаки, цей зв'язок був незначним.

У цілому рух портфельних інвестицій в акції відігравав різну роль у створенні дефіциту загального платіжного балансу в різних країнах: від істотно дестабілізуючої (Малайзія, Індонезія, Бразилія (криза 1998–1999 рр.), Мексика) до істотно стабілізуючої (Таїланд). У Східній Європі вплив портфельних інвестицій в акції, зважаючи на нерозвиненість ринку акцій, виявився досить незначним.

¹ У Східній Азії кризи державних фінансів або не виникало, або відсутні дані, щоб однозначно це визначити.

3.3. Роль факторів торгового балансу

Далі розглянемо детальніше, у чому полягала дія інших факторів. Спочатку зосередимося на факторах, що визначали динаміку торгового балансу і таким чином сприяли виникненню валютної кризи опосередковано – через торговий баланс.

Основний з цих факторів – реальна переоцінка національної валюти (див. табл. Б.12–Б.14 додатка Б). Вона може вимірюватися по-різному, тому ми враховуємо оцінки – вже існуючі в науковій літературі та зроблені нами за двома методами: на основі зростання реального ефективного курсу з часу виникнення дефіциту торгового балансу¹ і на основі відхилення фактичного відношення валютного курсу до коефіцієнта ПКС² від теоретичного відношення, розрахованого на основі лінійної регресії. Значення переоцінки національної валюти для кожної країни істотно відрізняються, але можна визначити такі закономірності. У Латинській Америці, крім випадку Бразилії (криза 2002–2003 рр.), національні валюти були істотно переоціненими, у Східній Азії переоцінка була помірною, у Східній Європі – швидше незначною.

Але у випадку конкретних країн необхідно зробити зауваження щодо складності визначення впливу цього фактора. Наприклад, у Бразилії внаслідок девальвації на початку 1999 р. розраховану переоцінку реалу було практично подолано, але дефіцит торгового балансу не зник, а лише зменшився вдвічі [12]. В Аргентині – навпаки, розрахована переоцінка песо була істотною перед валютною кризою, у той час, коли виник профіцит торгового балансу. Імовірно пояснення полягає у скороченні імпорту внаслідок іншого фактора – рецесії. Також для стимулювання експорту в червні 2001 р. було вирішено встановити преференційний валютний курс для експортерів (крім нафтових компаній) [100, с. 4]. Але необхідно також зазначити, що дефіцит торгового балансу міг утворитися на початковому етапі завдяки зростанню реального курсу песо, а саме в кінці 1991 р., у той час, коли останній зріс на 14% (з 1991 по 1992 р.). Тому, якщо порівнювати 1992–2001 рр. з довшим періодом, то наявним є негативний вплив реальної переоцінки песо на торговий баланс. Хоча всередині цього періоду коефіцієнти кореляції в межах різних проміжків часу дуже від-

¹ Надається перевага цьому методу.

² Коефіцієнт ПКС (коефіцієнт перерахунку відповідно до паритету купівельної спроможності) – співвідношення між валютами, виходячи з їх купівельної спроможності.

різняються між собою і змінюють знак.

У Малайзії коефіцієнт кореляції між індексом середньорічного реального ефективного курсу і торговим балансом був навіть позитивний (72% протягом 1988–1996 рр. за рівня значущості менше 0,01), що, можливо, пояснюється надзвичайно високою імпоротною квотою. В Україні принаймні з 1994 р. по I кв. 1999 р. спостерігався дефіцит торгового балансу, але тимчасовим періодам профіциту відповідали зовсім різні значення середнього індексу реального ефективного курсу: у IV кв. 1994 р. – 79,44; II кв. 1996 р. – 112,29; IV кв. 1998 р. – 128,25. Коефіцієнт кореляції між цими показниками протягом цього періоду практично дорівнював нулю¹. Хоча для меншого періоду (II кв. 1996 р. – I кв. 1999 р.) коефіцієнт кореляції все ж становив -35% за рівня значущості менше 0,1 [розраховано за: 12]. Також втрати експортерів від реальної ревальвації гривні в Україні оцінюються в 1,3 млрд дол., що є співставним із дефіцитом торгового балансу країни [123]. Однозначно можна зазначити в усіх випадках лише про те, що національні валюти країн були переоцінені, якщо виходити з недостатності покриття профіцитом торгового балансу дефіциту балансу доходів.

Важливим джерелом виникнення переоцінки національної валюти був недостатньо гнучкий режим валютного курсу (жорстка прив'язка валютного курсу, валютний коридор, повзуча прив'язка), закріплений юридично або діючий де-факто. У Латинській Америці та Східній Європі це було зумовлено дією планів макроекономічної стабілізації з метою зниження інфляції, яка до того була на високому рівні [106], з одного боку, і притоком іноземних інвестицій – з іншого. В усіх цих випадках мета мінімізації інфляції була досягнута, але поступово. Тому іншим джерелом переоцінки валютного курсу стала інерція інфляції². Перед самою валютною кризою у ряді країн переоцінка валютного курсу частково зменшилася завдяки помірному зниженню курсу національної валюти або дефляції, чи практично відсутній інфляції.

У половині випадків існують докази істотного впливу девальвації валют інших країн і поширення валютної кризи через торгові канали.

¹ На відсутність ознак стабільного зв'язку між зниженням реального обмінного курсу та поліпшенням торгового балансу в Україні вказується в [122, с. 355].

² До цього слід додати зростання реальної зарплати. Хоча роль цього фактора у виникненні валютних криз різними дослідниками оцінюється по-різному. Зокрема, на прикладі Таїланду як аргументи для протилежних точок зору використовується те, що в 1996 р. трудомісткий експорт зменшився більше, ніж ресурсомісткий [124, с. 42], а в I пол. 1997 р. – менше [125].

Оцінені втрати становили 14 % дефіциту торгового балансу в Аргентині після девальвації реалу в 1999 р. [розраховано за: 120; 126, с. 213], 20 % дефіциту торгового балансу в Бразилії від девальвації аргентинського песо в 2002 р. [розраховано за: 110], 17 % дефіциту поточного рахунку в Малайзії від девальвації бата [розраховано за: 12; 126, с. 313, 451], 57 % дефіциту торгового балансу в Україні від девальвації рубля на рівні інфляції [розраховано за: 12; 126, с. 469]. У Болгарії оцінені втрати в 1995 р. від девальвації в Російській Федерації в декілька разів перевищували дефіцит поточного рахунку [розраховано за: 127, с. 140].

Але існують у науковій літературі й ствердження щодо впливу цього фактора, які не підтверджуються. Зокрема, існує думка щодо важливої ролі значної девальвації офіційного курсу юаня в 1994 р. (у випадку Азіатської кризи). Але фактично це була уніфікація офіційного курсу з ринковим плаваючим курсом, так що ефективна девальвація становила лише 7 %. Крім того, у 1994 р. інфляція в Китаї становила 26 % і реальний курс юаня з 1993 р. зростав. З 1994 по 1996 р. темпи зростання експорту з Китаю і Гонконгу та з Азії, що розвивається, як і раніше, коливалися схожим чином [128]. Також вказується на динаміку курсу ієни [129; 130]: з травня 1995 по квітень 1997 р. ієна знецінилась на 53 %, порівняно з доларом [131]. Але дефіцит торгового балансу Таїланду з Японією навіть зменшився з 1995 по 1996 р. [132].

Одним із часто згадуваних факторів дефіциту торгового балансу є лібералізація зовнішньої торгівлі, що за теоретичним припущенням носить зазвичай імпортостимулюючий характер. Значною мірою це відповідає дійсності. Зокрема цьому сприяла політика в межах інтеграційних утворень або СОТ [95, с. 82]. Наприклад, приєднання Мексики до НАФТА, хоча і давало перспективи зростання експорту, але протягом 1994 р. загальний експорт зріс на 16 %, у той час коли, імпорт – на 19 % [розраховано за: 104]. Проте, виходячи зі співвідношення динаміки відношення експортних мит до експорту та імпортних мит до імпорту, в ряді випадків лібералізація мала приблизно нейтральний (Бразилія перед кризою 1998-1999 р., Малайзія) або експортостимулюючий характер (Індонезія, можливо Російська Федерація¹) [розраховано за: 89].

Ми не розглянули вплив нетарифних обмежень та ступеня лібе-

¹ По Росії дані за 1996-1997 рр. – недоступні.

ралізації в країнах – торгових партнерах, які також істотно могли вплинути. Зокрема, у Аргентині, у той час, коли в країні відбулася лібералізація, зберігались обмеження на ринках ЄС і США [133]. Щорічні втрати Аргентини від субсидій для сільського господарства в західних країнах оцінювались у 4 млрд. дол. [134, с. 18], що можна співставити з величиною дефіциту торгового балансу в 1990-і рр. Бразилія постраждала від введення імпортного мита на сталь до 30 % у США на початку 2002 р. [135]. Україна – від введення Російською Федерацією ПДВ на імпорт у 1996 р. [136, с. 18].

Інший важливий фактор – скорочення попиту в країнах-торгових партнерах. Зокрема, на торговий баланс Мексики істотно вплинула рецесія в США 1991 р. (оцінені втрати становили 38 % зростання дефіциту торгового балансу), на торговий баланс Бразилії – рецесія в Аргентині в 1995 р. (12 % зростання дефіциту торгового балансу) і Азії (8 % дефіциту торгового балансу) [розраховано за: 12; 104; 110; 115; 126, с. 144]. Скорочення або різке зменшення темпів зростання світового імпорту в 1996, 1998 та 2001 рр. негативно відобразилося на динаміці експорту Бразилії, Аргентини, Таїланду, Малайзії та Індонезії, хоча також і на імпорті цих країн [12; 89].

В усіх випадках наявні докази істотного негативного впливу на торговий баланс з боку динаміки світових цін на товари, що становили значну частину експорту або імпорту розглянутих країн у передкризові періоди. У першу чергу це стосується цін на нафту. У Таїланді протягом 1988–1996 рр. коефіцієнт кореляції між цінами на нафту і торговим балансом становив -66 % (рівень значущості 0,05) [розраховано за: 128; 132]. У періоди зменшення цін на нафту оцінені втрати нетто-експортерів паливних товарів становили 13 % дефіциту торгового балансу в Мексиці у 1991–1994 рр., 15 % зростання дефіциту торгового балансу в Аргентині у 1997–1998 рр., 48 % негативної зміни торгового балансу в Малайзії у 1993–1994 рр., 85 % зменшення експорту в Російській Федерації у 1998 р. [розраховано за: 12; 89; 104; 112; 137]. У тому числі зниження цін на нафту посилили в 1997–1998 рр. Азіатська криза [138] і надзвичайно тепла зима в Європі [139]. У періоди зростання цін на нафту – у нетто-імпортерів: 11 % збільшення дефіциту торгового балансу у Бразилії в 1995–1996 рр. і 37 % дефіциту торгового балансу в 2000 р., 25 % зростання дефіциту торгового балансу у Таїланді в 1989–1990 рр. і 51 % зростання дефіциту торгового балансу в 1995–1996 рр. [розраховано за: 12; 89]. Істотні втрати від здешевлення інших товарів були в Бразилії

(кава, 16 % дефіциту торгового балансу), Східній Азії (напівпровідники – у Таїланді 8% дефіциту загального торгового балансу), Україні (продукція металургії, 138 % зростання дефіциту торгового балансу за рахунок усіх товарів) [140; 141, с. 63–64; 142, с. 32; 143; 144; розраховано за: 128; 110; 127, с. 428].

Свою роль зіграло і зростання частки споживчих товарів у імпорті в ряді країн Латинської Америки та Східної Азії. Оцінені втрати від такого надмірного споживчого імпорту становили 29 % негативної зміни торгового балансу в Мексиці у 1988–1990 рр., 14 % у Бразилії у 1994–1998 рр., 27 % в Аргентині у 1991–1993 рр., третину в Таїланді у 1994 р. [145; 146, с. 10; розраховано за: 104; 112; 132].

В Україні внаслідок змін у структурі попиту (утворення платоспроможного попиту з боку “нових багатих”) частка споживчих товарів у імпорті з країн дальнього зарубіжжя в 1993 р. (рік виникнення дефіциту торгового балансу) сягнула 54 %. Причинами утворення дефіциту торгового балансу в Україні (як і для частини інших країн з перехідною економікою) також були, зокрема, зменшення контрактної ціни експортних товарів для ухилення від оподаткування, недовикористання в окремі періоди можливостей поліпшення умов імпорту за рахунок диверсифікації джерел постачання сировини та інших ресурсів [147, с. 28, 35, 39], низька конкурентоспроможність продукції обробної промисловості в науково-технічному відношенні внаслідок тривалих строків розробки і освоєння нових товарів [148, с. 102, 105]. Негативним явищем була і бартеризація зовнішньої торгівлі (наприклад, у 1995 р. частка бартерних операцій українських підприємств із російськими партнерами становила 39 %) [149].

3.4. Вплив руху капіталу, зовнішніх зобов'язань та активів

Дефіцитності торгового балансу сприяв і приплив іноземного капіталу: прямо (завдяки створенню попиту на імпортовані товари) і опосередковано (шляхом підтримки завищеного курсу національної валюти). Крім того, приплив капіталу сприяв дефіцитності балансу доходів і збільшував потенціал для раптового відтоку капіталу. Як видно з табл. Б.15–Б.17 додатка Б, річний або переведений на річну основу приплив капіталу був досить високим у передкризові періоди. Особливо відносно ВВП він був високим у Східній Азії (Таїланд, Малайзія) та Мексиці. Лише в Російській Федерації та Україні приплив капіталу був досить помірним. До того ж, у Східній Європі період основного припливу капіталу перед валютною кризою був значно коротшим. За альтернативним виміром (відносно М2 як міри величини внутрішнього фінансового ринку) приплив капіталу був значним в усіх випадках, особливо в Латинській Америці.

Структура кумулятивного припливу капіталу істотно відрізняється між країнами. Валютні кризи відбулися у країнах з дуже різною роллю прямих іноземних інвестицій (відносно припливу капіталу і в покритті дефіциту поточного рахунку): від незначної (Мексика, Таїланд) до високої (Бразилія перед кризою 2002–2003 рр., Аргентина, Малайзія). Значний відносний приплив портфельних інвестицій існував у Латинській Америці (крім Бразилії перед кризою 2002–2003 рр.) і Східній Європі (крім Болгарії). Особливістю Таїланду був істотний приплив капіталу до банків та інших секторів за іншими інвестиціями; Російської Федерації та України – зростання зобов'язань інших секторів за іншими інвестиціями; Болгарії – зменшення активів за іншими інвестиціями [розраховано за: 12].

Як вада припливу капіталу в науковій літературі зазначається спрямування його значною мірою на фінансові спекуляції (наприклад, у Мексиці [150, с. 16] і Аргентині [99]). Ставиться під сумнів і якість прямих іноземних інвестицій (в Аргентині переважно йшли на купівлю підприємств, що приватизуються, або приватних вже існуючих підприємств, а не на створення нових [151]; в Україні – лише чверть йшла у виробничі підприємства [152]).

Ще один негативний момент – контрастування впевненості національних та іноземних інвесторів. Особливо це стосується Російської

Федерації [117, с. 34–35] та України, де на фоні припливу іноземних, хоча і короткострокових інвестицій, залишався значний відплив національного капіталу. Причому це відбувалось у формах, які мінімальною мірою сприяли отриманню доходів з-за кордону: значну частину відпливу капіталу становила своєчасно не отримана експортна виручка і непоставлені імпорتنі товари [137]. У кінці 1997 р. кумулятивний оцінений обсяг втечі з Російської Федерації капіталу, походження якого не пов'язане з мотивами диверсифікації інвестиційних портфелів, становив 125–140 млрд дол. [153], а з України в 1990-і рр. вивезено 40 млрд дол. [154] (інші дані – 20 млрд дол. [155]).

Різними були і одержувачі капіталу в різних країнах і в різний період. У Мексиці основним одержувачем був приватний сектор [105, с. 17]. Чистий приплив капіталу в державний сектор був відносно невеликий, крім 1993 р. [156], коли надходження капіталу в небанківський державний сектор становило 2,4 % ВВП [розраховано за: 104]. В Аргентині половина чистого припливу іноземного капіталу припадала на національний уряд (особливо з 1995 р.), 23 % на нефінансовий приватний сектор (основний приплив припадав на 1992–1994 рр. і 1997 рр.) і 19 % банківський сектор (зокрема, центральний банк 9 %) [розраховано за: 112].

Надходження капіталу відбувалося за різних режимів його регулювання: від ліберального (Аргентина) і відносно ліберального (Мексика, Малайзія) до відносно обмежувального (Бразилія, Російська Федерація, Україна) (див. табл. Б.15–Б.17 додатка Б). Але в усіх випадках у передкризові роки відбувалася лібералізація руху капіталу. В окремих випадках (зокрема, Бразилія, Таїланд, Аргентина), в останні передкризові роки відбувалося посилення регулювання руху капіталу з метою обмеження припливу волатильного капіталу. Частково ця мета була досягнута, що видно зі структури притоку капіталу в цей період [12], але не виправило загальної ситуації внаслідок значного кумулятивного припливу короткострокового капіталу.

Іншим важливим фактором був позитивний процентний диференціал відносно світових процентних ставок, який, зважаючи на поточну динаміку валютного курсу (який мало змінювався), мав заохочувати приплив іноземного капіталу. Хоча не завжди він був позитивним, наприклад, у Бразилії в 2001 р., у ряді років – у Малайзії, а зважаючи на темпи девальвації національної валюти попередніх років – і в інших країнах [141, с. 58; 157; 158, с. 15; розраховано за: 12]. Позитивний процентний диференціал був зумовлений такими факторами.

1. Нестача внутрішніх заощаджень. У передкризові роки відбувалося зниження їх частки у ВВП (у більшості випадків) або недостатнє зростання в умовах швидких темпів зростання інвестицій (особливо Таїланд, Малайзія) [89]. Нестача заощаджень може бути викликана приватним сектором (як у Мексиці [156]) або державою. В Україні в 1993–1997 рр. баланс заощаджень та інвестицій загального уряду був негативним (у 1997 р. -5,6 % ВВП), у той час, як приватного сектора – позитивним (2,3% ВВП)¹ [101, с. 31].

2. Потреба уряду у запозиченнях, внаслідок незбалансованості державного бюджету. При цьому приватний сектор як позичальник мав конкурувати з урядом і сплачувати вищі процентні ставки.

3. Монетарна політика держави, зокрема з метою зменшення інфляції.

4. Низька ефективність національної фінансової і, зокрема, банківської системи і відповідно високий спред між кредитними і депозитними ставками.

5. Динаміка світових процентних ставок [160, с. 130]. Зокрема, відбулось істотне зменшення ЛІБОР по долару в 1990–1993 рр., 2001 р. [12]. У той же час національні процентні ставки в більшості країн, що розвиваються, не так сильно реагують на динаміку світових. Зростання світових процентних ставок, навпаки, могло сприяти зменшенню припливу капіталу перед валютною кризою (у Мексиці, Аргентині, Малайзії, Індонезії, Болгарії в 1994 р., Аргентині в 2000 р.).

З іншого боку, позитивний процентний диференціал включав премію за ризик, яка не сприяла припливу капіталу (особливо зважаючи на збільшення людей пенсійного віку в розвинених країнах, які надають перевагу обережному інвестуванню, що впливає на умови формування інвестиційних портфелів [161, с. 220]). Але якщо в цілому розглядати ефективність іноземних інвестицій, то співвідношення дохідності та ризику фондових ринків країн, що розвиваються, майже вдвічі більше, ніж у розвинених країнах [162, с. 8].

Приплив капіталу тісно був пов'язаний також із економічним зростанням (крім Бразилії перед кризою 2002–2003 рр. і України). Він помітно зростав після істотного зростання темпів приросту ВВП (у Латинській Америці та Східній Азії) або відновлення невеликого, але економічного зростання (у Східній Європі). Причому в Малайзії таке

¹ Хоча заощадження населення були дуже низькими: частка грошових витрат населення, що йшли на збільшення вкладів і придбання цінних паперів, становила 1,4 % у 1995 р. і 4,6 % у 1998 р. [159].

зростання відбувалося за умови негативного процентного диференціала, що пояснюється структурою припливу капіталу (висока частка прямих іноземних інвестицій) [12; 89].

Істотним фактором стала політика уряду в сфері структури власності [163]. У Мексиці на початку 1987 р. кількість підприємств за участі державного сектора вже скоротилася вдвічі. Пізніше було вирішено приватизувати підприємства таких базових галузей, як горнорудна промисловість, чорна металургія, авіатранспорт та зв'язок. Більша частина була продана на аукціонах протягом 1990–1992 рр. Приватизація також сприяла розвитку фондового ринку, обсяг угод на якому зріс протягом 1990–1993 рр. у 3,54 разу [150, с. 8]. До 1992 р. уряд відійшов від усіх секторів, крім нафтової і нафтохімічної промисловості та забезпечення базової інфраструктури [105, с. 17]. До 1994 р. було приватизовано 80 % державних підприємств [164, с. 4]. У Бразилії протягом 1992–1997 рр. доходи (разом з переведеним боргом) від Національної програми приватизації становили 29 млрд. дол. і 10,5 млрд дол. у 2000–2001 рр. [110].

До цього додавалась інформація про зменшення ризику, що сприймається. Наприклад, рейтинг Euromoney для Мексики змінився на краще з 77 до 44 протягом 1988–1994 рр. (у тому числі покращився з березня по вересень 1994 р.). Були схвальними і оцінки економічної політики та перспектив економіки Мексики з боку міжнародних фінансових інституцій і фінансових експертів (вони значною мірою залишалися такими навіть напередодні валютної кризи) [90, с. 4, 8].

У передкризові роки приплив капіталу також не був постійним або постійно зростаючим. Існували періоди тимчасового скорочення або відпливу капіталу, зокрема під час валютних криз у інших країнах. Це характеризує капітал, що надходив до країн-реципієнтів, як волатильний уже в докризовий період. У Бразилії після мексиканської валютної кризи відбувся чистий відтік капіталу по портфельних інвестиціях майже на 3,8 млрд дол. [12]. Приплив капіталу став меншим за дефіцит поточного рахунку, але після пакета допомоги Мексиці від МВФ та США він відновився [165, с. 11]. У IV кв. 1997 р. в умовах кризи в Східній Азії існував відплив портфельних інвестицій (майже 5,7 млрд дол.) [12]. В Аргентині після мексиканської валютної кризи у I кв. 1995 р. спостерігався чистий відплив капіталу. Після бразильської валютної кризи приплив капіталу зменшився в I–III кв. 1999 р. майже вдвічі, порівняно з аналогічним періодом попереднього року [розраховано за: 112]. Надалі нестабільність в Аргентині сприя-

ла зниженню припливу капіталу в Бразилію в 2001 р., внаслідок чого позитивне сальдо фінансового рахунку в II пол. 2001 р. – I пол. 2002 р. було менше аналогічного показника протягом I пол. 2001 р. У Російській Федерації в умовах кризи в Східній Азії у III–IV кв. 1997 р. тимчасово існувало негативне сальдо фінансового рахунку у 3 млрд дол. [12].

Динаміка руху капіталу поряд зі станом поточного рахунку впливала на зовнішні зобов'язання і активи країни. Дані про інвестиційні позиції для більшості країн у передкризові роки – недоступні, тому розглянемо лише зовнішній борг та золотовалютні резерви (див. табл. Б.18 додатка Б). Величина зовнішнього боргу поряд із його строковістю та процентною ставкою впливає на величину його обслуговування. Перед валютною кризою зовнішній борг відносно ВВП можна назвати великим лише в Болгарії (79 %) та Таїланді (62 %), середнім – в Індонезії (57 %) та Аргентині (51 %). В усіх інших випадках він був досить помірним. Крім того, у більшості випадків внаслідок економічного зростання і реальної ревальвації національної валюти в передкризові роки відбувалося зменшення зовнішнього боргу відносно ВВП, хоча він зріс уже безпосередньо перед валютною кризою. Стабільні високі темпи зростання спостерігалися лише в Аргентині, Таїланді та Україні. Проте відносно експорту зовнішній борг був високим в Індонезії (227 %) і Мексиці (214 %), а особливо в Бразилії (326 %) та Аргентині (472 %) [розраховано за: 12; 89].

Частка короткострокового зовнішнього боргу була високою в Східній Азії і Мексиці, хоча величина короткострокового боргу істотно відрізняється залежно від джерела інформації [89; 95, с. 84; 166]. Короткостроковий зовнішній борг відносно ВВП був високим у Мексиці (9–14 %), Аргентині (7–10 %) та Східній Азії: Таїланді (26 %), Малайзії (11–15 %), Індонезії (14–19 %). Відносно експорту – в Латинській Америці: Мексиці (59–94 %), Аргентині (67–92 %), Бразилії (57–91 % перед кризою 1998–1999 рр. і 42 % перед кризою 2002–2003 рр.); Таїланді (67 %), Індонезії (57–75 %) та Російській Федерації (17–41 %) [розраховано за: 12; 89; 166].

Середні процентні ставки по зовнішньому боргу перед валютною кризою в усіх випадках були на високому (Латинська Америка та Російська Федерація) або середньому рівні. У ряді випадків у передкризові роки відбулося зростання процентних ставок по зовнішньому боргу, у тому числі внаслідок зростання світових процентних ставок у 1994 р. [12; 166]. Таким чином, ураховуючи в комплексі всі ці показ-

ники, можна зробити висновок, що динаміка чи поточний стан тих чи інших показників зовнішнього боргу мала несприятливий характер в усіх розглянутих країнах. Меншою мірою це стосувалося Болгарії, що пояснюється реструктуризацією боргу, та Бразилії (перед кризою 2002–2003 рр.) і Малайзії, що пояснюється високою часткою прямих іноземних інвестицій у структурі припливу капіталу перед валютною кризою.

За величиною золотовалютних резервів відносно ВВП можна виділити дві країни з великими золотовалютними резервами: Малайзія (27 %) та Таїланд (21 %) і одну з середніми: Болгарія (12,5 %). Решта країн мали золотовалютні резерви менше середнього (особливо Російська Федерація та Україна), незважаючи на збільшення їх у передкризові роки у більшості випадків. Більш поширено золотовалютні резерви вимірюються відносно імпорту. За цим критерієм менш вразливими мали бути Аргентина (77 %), Бразилія (68 % і 49 %) та Таїланд (46 %). Мексика, Малайзія та Індонезія мали середнє відношення. Найменш забезпеченими золотовалютними резервами були країни Східної Європи, особливо Україна (11 %) [розраховано за: 12; 89; 104].

Але в умовах значних міжнародних потоків капіталу повинні бути використані й інші варіації виміру золотовалютних резервів. За відношенням їх до дефіциту поточного рахунку найменш уразливими були Малайзія (605 %) та Болгарія (550 %); найбільш – Україна (175 %), Бразилія (167 % і 154 %) та Мексика (105 %). Відносно зовнішнього боргу золотовалютні резерви були значними в Малайзії (68 %) та Таїланді (34 %) і невеликими (на рівні 15–17 %) в Аргентині, Бразилії (перед кризою 2002–2003 рр.), Болгарії та Російській Федерації. Відносно короткострокового зовнішнього боргу вони були в усіх випадках менше середнього, крім Малайзії (183–244 %) та Болгарії (160–320 %) [розраховано за: 12; 89; 104; 166; 167].

Крім того, у передкризові місяці відбувалося помітне зменшення золотовалютних резервів у більшості випадків, особливо в Мексиці, Бразилії (перед кризою 1998–1999 рр.), Російській Федерації та Україні. При цьому в Україні коливання золотовалютних резервів часто співпадали з коливаннями цього показника у Російській Федерації.

У цілому сукупна вразливість внаслідок недостатніх золотовалютних резервів була приблизно однаковою для більшості країн. Винятком є Малайзія (з низькою вразливістю) та Російська Федерація і Україна (з високою).

3.5. Значення пропозиції грошей і банківського сектору

Надмірна грошова пропозиція може вплинути безпосередньо, коли приватні агенти конвертуватимуть надлишок коштів у національній валюті в іноземну валюту в умовах очікувань зміни валютного курсу, і опосередковано, стимулюючи інфляцію і попит на імпортовані товари. Висновки про надмірне зростання грошової пропозиції можна зробити, виходячи з поточної і кумулятивної динаміки грошової маси за M1 і M2 у номінальному і реальному вимірі, її порівняння з ВВП, ступенем сприяння інфляції, забезпеченості золотовалютними резервами.

Як видно з табл. Б.19 додатка Б, номінальне зростання грошей (M1) безпосередньо перед валютною кризою було високим в Індонезії та Східній Європі; реальне також, але, крім Болгарії. Номінальне зростання грошей і квазігрошей (M2) безпосередньо перед валютною кризою було високим у Малайзії та Східній Європі (у решті країн Східної Азії воно було все ж середнього рівня); реальне – у Малайзії, Російській Федерації та Україні.

Якщо враховувати кумулятивне зростання цих показників за декілька передкризових років, то оцінки будуть дещо іншими. Номінальне зростання грошей було значним в усіх випадках, крім Бразилії перед кризою 2002–2003 рр. і Таїланду (середній рівень) та Аргентини (низький рівень); реальне – у Мексиці, Бразилії перед кризою 2002–2003 рр., Малайзії та Індонезії. Номінальне зростання грошей і квазігрошей було значним в усіх випадках, крім Бразилії перед кризою 2002–03 рр. (низький рівень) та Аргентини (середній рівень); реальне – у Мексиці, Аргентині та Східній Азії.

За створюваною поточною інфляцією в передкризові роки зростання грошової маси можна вважати надмірним у Східній Європі, Мексиці та Бразилії перед кризою 1998–1999 рр. Необхідно також урахувати ефект відкладеної інфляції, який проявляється, коли надмірне зростання грошової маси не відображається на поточній інфляції в спокійний період, але підвищує майбутню інфляцію в кризовий період. Якщо визначати його на основі перевищення інфляцією зростання грошової маси в кризовий період, то ефект відкладеної інфляції був наявний у Мексиці, Болгарії та Російській Федерації.

Проте значні темпи зростання грошової маси частково поясню-

ються низьким рівнем монетизації на початку, оскільки в більшості випадків перед валютною кризою рівень монетизації за М1 залишався низьким, особливо в Бразилії, Аргентині та Індонезії. Виняток – Болгарія і Російська Федерація (середній рівень) та Малайзія (високий рівень – 29 %). Рівень монетизації за М2 був нижчий середнього в Латинській Америці та особливо в Російській Федерації та Україні, а високим у Східній Азії та Болгарії. Забезпеченість грошей і квазігрошей золотовалютними резервами була середньою (Аргентина, Таїланд, Малайзія, Україна) або низькою (Мексика, Бразилія, Індонезія, Болгарія, Російська Федерація) [89; 168].

Але необхідно також зробити зауваження щодо структури і ролі грошей в економіці. В Аргентині, крім звичайної національної валюти, в обігу були псевдогроші: у грудні 2001 р. в умовах кризи для підтримки споживчого попиту були введені не підкріплені іноземною валютою бони (раніше псевдогроші вже існували в провінціях) [99]. У грудні кількість псевдогрошей в обігу становила 23,2 % обсягів пропозиції песо, а в березні 2002 р. вже 45,6 % [169, с. 30]. З іншого боку, в 1995–2000 р. зростання грошей і квазігрошей в Аргентині відбулося переважно за рахунок іноземної валюти. У Російській Федерації долари використовувалися не тільки для збереження вартості (як у Латинській Америці), їм надавали перевагу й у розрахунках [170, с. 7]. Оцінюється, що росіяни мали 25–40 млрд дол. готівкою [171], а торгівля в доларах була вдвічі більшою за торгівлю в рублях [170, с. 4]. В Україні рівень доларизації (відношення доларових депозитів до усіх банківських депозитів), хоча і зменшився з кінця 1994 р. по кінець 1997 р. з 56 % до 26,5 %, але залишався на значному рівні [172].

Інший аспект – використання поряд з національною валютою неплатежів між господарюючими суб'єктами і трансакцій немонетарного характеру [173]. Внаслідок неплатежів у Російській Федерації із 1994 по 1998 р. зросла кредиторська заборгованість підприємств із 20 % до 70 % ВВП, дебіторська заборгованість – із 20 % до 45 % ВВП [174, с. 2]. В Україні на початку 1997 р. частка простроченої у кредиторській заборгованості підприємств становила 75 % [175], а борг між підприємствами зріс з кінця 1995 р. по кінець 1997 р. з 56,0 % до 109,8 % ВВП [172]. На початку 1998 р. частка бартеру у промисловому виробництві в Російській Федерації становила 46 % [113, с. 7], в Україні в 1997 р. – 51 % усіх промислових продаж [176, с. 2].

Усе це ускладнює оцінки адекватності грошової пропозиції, осо-

бливо в Східній Європі. З одного боку, низький рівень монетарних операцій свідчив про нестачу грошей в економіці, а високий рівень доларизації мав би зменшити попит на іноземну валюту під час валютної кризи. З іншого боку, економіка, що звикла функціонувати з низьким рівнем використання національної валюти або грошей взагалі, може більшою мірою обходитися без національної валюти, а отже, створюватиме менший попит на неї під час валютної кризи.

Крім того, поширеність немонетарних операцій призводить до інших негативних явищ, що не сприяють ефективному функціонуванню економіки: акцент на ролі персональних зв'язків і довіри, патерналізм і необґрунтованість рішень; менша ефективність багатосторонніх обмінних ланцюгів, ніж у монетарній економіці; складність визначення дійсних затрат і продуктивності; ускладнене збирання податків; менша ефективність фіскальної політики, оскільки значна частина податків не збирається у грошах; дестимулювання заощаджень та інвестицій [113, с. 7].

Серед факторів стійкості банківської системи часто називається швидкість зростання кредитування. Передбачається, що надмірне зростання кредитування супроводжується меншим захистом банків від ризиків. Як видно з табл. Б.20–Б.22 додатка А, це явище було наявним у Східній Азії, Мексиці та частково Аргентині (у Таїланді та Малайзії було досягнуто рівня внутрішніх вимог депозитних грошових банків, який більше, ніж втричі перевищував середній рівень). В інших випадках зростання було помірним або відбулося зменшення кредитування банками відносно ВВП.

У свою чергу, швидкому зростанню кредитування сприяла фінансова лібералізація в передкризові роки, яка при цьому часто не супроводжувалася створенням ефективної системи банківського нагляду.

У Мексиці відбулося вивільнення процентних ставок, відмінені вимоги резервування по песових депозитах, банкам дозволено купувати акції підприємств [164, с. 5]. Разом з тим, недостача правил капіталізації приватизованих банків призвела до високоліквідної структури зобов'язань [105, с. 17].

У Таїланді в 1990 р. були скасовані межі процентних ставок по депозитах і в 1992 р. – по кредитах [129], але банківське регулювання і нагляд не могли впоратись із все більш складними фінансовими операціями, дозволеними при фінансовій лібералізації [140]. Негативним явищем виявилась і структурна диференціація лібералізації. Можливість банків позичати за кордоном призвела до зменшення

спреду між максимальними ставками по кредитах і депозитах з червня 1992 р. по червень 1995 р. з 7,25% до 4,1 %. Це вдарило по 91 фінансовій компанії та інвестиційному банку, які не мали прямого доступу до іноземного капіталу. Існували й інші обмеження на діяльність фінансових компаній порівняно з банками. У результаті фінансові компанії мали більш ризикованих позичальників [97].

В Індонезії процес лібералізації в банківській сфері почався в 1983 р. із лібералізації процентної ставки і відміни кредитних стель [95, с. 79]. У жовтні 1988 р. було полегшено відкриття нових філій банків, відкриті можливості для входження на ринок нових приватних вітчизняних, іноземних і змішаних банків. Були скасовані обмеження на позичання на міжбанківському ринку [177]. Державним фірмам дозволено тримати до 50 % коштів у приватних банках [95, с. 79]. Хоча було впроваджено мінімальний норматив достатності капіталу 8 % і поступово збільшено мінімальний розмір капіталу для відкриття банку до 30 млн дол., центральний банк не був спроможний дисциплінувати банки. У 1995 р. половина приватних банків і 40 % державних не відповідали нормативам достатності капіталу, обмежень на кредити або відношення кредитів до депозитів [95, с. 80, 87].

У Болгарії були на початку 1990-х рр. лібералізовані процентні ставки [178], діяла ліберальна політика ліцензування банків [22, с. 29], з 1994 по 1995 р. зменшилася з 51 % до 40 % ринкова частка банків, які відповідали нормативу достатності капіталу в 8 % [179, с. 32].

Проте ознаки банківської кризи під час валютної кризи були наявні й у країнах, де поряд з лібералізацією приймалися істотні запобіжні заходи. Зокрема, в Аргентині на початку 1990-х рр. відбулася лібералізація процентних ставок [178]. Але після валютної кризи у Мексиці, коли банки втратили 17,3% депозитів [розраховано за: 180], були прийняті заходи, спрямовані на підвищення стійкості банківської системи. У результаті, до 1998 р. Аргентина була вже на другому місці після першого поділеного між Сінгапуром і Гонконгом за якістю регуляторного середовища, згідно з рейтингом CAMELOT. Були впроваджені високі вимоги щодо ліквідності, вищі, ніж передбачено Базельським мінімальним стандартом, вимоги щодо достатності капіталу, інновації в системі страхування депозитів, посилені права кредиторів і вдосконалена система ліквідації та реабілітації корпорацій [169, с. 4, 23–24]. У результаті, після валютної кризи у Бразилії в 1998–1999 рр. аргентинські банки змогли зберегти депозити [99] і, не-

зважаючи на рецесію, банківська система залишалася все ще стійкою до кінця 2000 р., була добре капіталізована, сильно забезпечена і високоліквідна [169, с. 5].

У Малайзії ще в кінці 1980-х рр. була здійснена лібералізація процентних ставок, зменшення кредитних обмежень, збільшення конкуренції та ефективності, дерегулювання банківського сектора. У 1989 р. усунені бар'єри між різними типами фінансових інституцій, фінансовим компаніям дозволено брати участь на міжбанківському ринку. В 1991 р. лібералізовані процентні ставки по кредитах. Але, з іншого боку, Малайзія мала одну з найбільш розвинених систем банківського нагляду і регулювання в регіоні. У кінці 1996 р. частка капіталу з урахуванням ризику становила 10,6 % порівняно з нормативом у 8 %. Для уповільнення розширення внутрішнього кредиту центральний банк у жовтні 1995 р. увів обмеження на кредитування купівлі будинків і автомобілів та підвищив процентну ставку. Крім того, здійснювалося регулювання діяльності позичальників: компаніям-резидентам не дозволялося брати позики, деноміновані в іноземній валюті, якщо вони не могли довести надходження в твердій валюті [141, с. 59, 60, 62, 68].

У Бразилії, де всередині країни напередодні та під час валютної кризи банківська система менше постраждала, лібералізація банківської діяльності була відносно меншою [178]. Крім того, були встановлені вимоги щодо мінімального розміру капіталу банків на рівні 6 млн реалів у 1994 р. [181], більш жорсткі вимоги щодо капіталу банків з урахуванням ризику: в 1994 р. – 8 %, у червні 1997 р. – 10 %, у листопаді 1997 р. – 11%. До того ж, у червні 2002 р. відношення чистої вартості капіталу до активів з урахуванням ризику фактично істотно перевищувало норматив і становило 16,1 % [182, с. 11].

Інший аспект ефективності діяльності та вразливості банківської системи – її структура за величиною і формою власності банків. У ряді випадків негативним явищем був високий рівень монополізації банківського сектора, інші крайнощі – велика кількість дрібних банків (хоча вона могла і скорочуватись перед валютною кризою). Причому ці явища можуть існувати одночасно.

У Таїланді п'ять найбільших комерційних банків мали 2/3 банківських активів [129]. Центральний банк мав плани входу на ринок нових, включаючи закордонних, фінансових інституцій задля посилення конкуренції, але ці плани повільно впроваджувалися [157]. У Індонезії, незважаючи на те, що з 1988 по 1994 р. кількість банків збільши-

лася з 108 до 240 і надалі майже не змінилася по 1996 р. [96], половина активів комерційних банків належали семи найбільшим державним банкам [95, с. 79]. У Малайзії побічним ефектом лібералізації стало відкриття великої кількості малих і недокапіталізованих банків, хоча у відповідь на це центральний банк активно стимулював об'єднання банків [141, с. 60].

У Російській Федерації в 1989 р. кількість зареєстрованих комерційних банків становила 225, у 1992 р. – близько 1 500, у 1995 р. – 2 500, хоча до липня 1998 р. кількість діючих банків зменшилася до 1 600 (з початку 1995 р. відкликано близько 1000 ліцензій) [171]. Разом з тим, 3/4 депозитів населення були сконцентровані в Ощадбанку Росії. Монополізм у банківському секторі позначився і на державних фінансах. Серед резидентів на ринку державних короткострокових облігацій домінували великі московські банки. Ощадбанк Росії в певний період володів 40% державних короткострокових облігацій [113, с. 8], і саме він фактично збанкрутував уряд, не подовживши позику у державних облігаціях [183]. В Україні також у 1990-х рр. швидко зростає кількість комерційних банків, що обумовлювало недостатню кадрів із достатньою кваліфікацією [184].

У Бразилії та Аргентині відбувалося покращення структури банківського сектора. Перед першою валютною кризою у Бразилії кількість банківських інституцій зменшилася з 1994 по 1997 р. із 271 до 248 [185]. У 2000 р. проведено десять об'єднань та поглинань серед банків [182, с. 13]. Перед другою валютною кризою у 2001 р. кількість банків зменшилася вже до 190 [109]. В Аргентині протягом 1994–2000 рр. кількість банків зменшилася із 166 до 89 як завдяки об'єднанням і поглинанням, так і завдяки закриттям [169, с. 23].

Позитивним сигналом було і роздержавлення. У Бразилії частка державних банків (крім центрального банку) на кредитному ринку зменшилась із 1993 по 1997 р. із 21,3 % до 5,8 % [92]. Влітку 2001 р. здійснено інший захід, спрямований на оздоровлення державних банків, – їм було передано боргові зобов'язання на суму 12,5 млрд реалів в обмін на зобов'язання меншої ліквідності [109]. В Аргентині в 1994–2000 рр. кількість державних банків завдяки приватизації була зменшена з 32 до 15 [169, с. 23]. Однак не завжди приватизація банків оцінюється однозначно позитивно, зокрема у випадку Мексики, зважаючи на активізацію діяльності приватизованих банків на фоні недостатньої кваліфікації банківських працівників [150, с. 26].

Збільшилась і частка нерезидентів у власності. У Бразилії в

1995 р. дозволена участь нерезидентів у приватизації банківського сектора [182, с. 20]; з 1994 по 1997 р. 22 банківські інституції перейшли у власність нерезидентів і ще 24 мали неосновну участь нерезидентів [185]. Для порівняння, у Російській Федерації іноземні банки не могли купувати російські банки і мали чекати два роки після початку операцій у цій країні, перш ніж отримати ліцензію для роздрібних операцій. Це сприяло тому, що іноземні банки мали лише 4 % капіталу в банківському секторі (максимум дозволено 12%) [170, с. 4–6].

Як виявилось на практиці, істотну небезпеку становила вузьконаправленість кредитування. Але форми її були різні. У Латинській Америці та Східній Європі високою була частка вимог до уряду серед внутрішніх вимог банків і, відповідно, вразливість до кризи державних фінансів [розраховано за: 12]. Одночасно це могло означати недостачу кредитування приватного сектора.

У Бразилії та Аргентині перед валютною кризою частка вимог до уряду у депозитних грошових банках становила близько третини. У Мексиці цей показник був невеликим, хоча значним було значення аналогічного показника в інших банках. У Болгарії та Російській Федерації частка вимог банків до уряду перевищувала 40 %. У 1997 р. 30 % доходів банківського сектора Російської Федерації були отримані від урядових цінних паперів (хоча до 1998 р. ця частка знизилася до 15 %) [113, с. 8]. Падіння цін на російські державні цінні папери, що слугували заставою по кредитах російським банкам з боку іноземних банків, сприяло погіршенню кризи ліквідності в банківському секторі [186]. В Україні частка вимог до уряду була не такою високою, але все ж більшою за середнє значення.

У Східній Азії, навпаки, кредитування уряду було незначним, але істотну частину становили кредити, пов'язані з нерухомістю. Бум на ринку нерухомості часто називається фактором вразливості економіки Таїланду (хоча його характер є дискусійним, адже в 1992–1996 рр. ціни на землю майже не змінилися) [142, с. 27, 38]. У 1992–1996 рр. побудовано вдвічі більше будинків у Бангкоку, ніж було передбачено Національним планом економічного і соціального розвитку (однак 40,4 % будинків, побудованих за цей час, були незайнятими). Безпосередня залежність комерційних банків від ринку нерухомості була низькою (8 % кредитів). Але кредити, пов'язані з нерухомістю, становили 24,4 % кредитів фінансових компаній, до того ж фінансові компанії значною мірою належали банкам. Усього з 1993 р. по середину 1996 р. позики будівничим компаніям від фінансових інституцій

зросли втричі [187]. Але в кінці 1996 р. ціни на нерухомість впали [142, с. 27]. Саме з ринку нерухомості почалася криза кредитної системи. Навесні 1996 р. лопнув Bangkok Bank of Commerce під тягарем непрацюючих кредитів, пов'язаних з нерухомістю, що становили майже половину його активів. У лютому 1997 р. 2 фінансові компанії мали проблеми з ліквідністю через кредити, пов'язані з нерухомістю [97]. Весною 1997 р. у фінансових компаній, що брали активну участь у кредитуванні сектора нерухомості, на “погані борги” припадало 25–50% кредитних портфелів [150, с. 38].

У передкризові роки в Малайзії також спостерігався бум на ринку нерухомості. При рівні інфляції близько 3,5 % за індексом споживчих цін [розраховано за: 12] ціни на нерухомість зросли в 1993 р. на 4,8 %, у 1994 р. – на 8 %, у 1995 р. – на 18,3 %, у 1996 р. – на 12,9 % (а в 1997 р. – лише на 1,9 %) [188]. Відповідно, у кінці 1996 р. 45 % банківських кредитів були пов'язані з ринками нерухомості та акцій [189]. У III кв. 1997 р. були пов'язані з нерухомістю 32 % кредитів комерційних і торгових банків та 23 % позик фінансових компаній [141, с. 59].

В Індонезії в 1992–1995 рр. кредити, пов'язані з нерухомістю, зростали більше ніж на 60 % щорічно і в квітні 1997 р. становили 19,6 % банківських кредитів. Лише вже в липні 1997 р. Банк Індонезії обмежив надання нових кредитів, пов'язаних з нерухомістю. У той же час, ціни і орендна плата на нерухомість впали на 30–80 % з червня по липень 1997 р. [95, с. 88, 90].

Чисті іноземні зобов'язання депозитних грошових банків у більшості випадків були позитивними перед валютною кризою і перебували у межах 6–9 % активів. Найбільшу загрозу вони становили в Таїланді (21 %). У Бразилії перед кризою 2002–2003 рр. і Мексиці, хоча у інших банків чисті іноземні зобов'язання були високими, переважна їх частина носила довгостроковий характер. В Індонезії та Україні, навпаки, чисті іноземні зобов'язання депозитних грошових банків були низькими або відсутніми. У ряді випадків (принаймні Індонезія, Болгарія, Російська Федерація) була непокритою й істотна частина зобов'язань в іноземній валюті.

До інших причин уразливості банківського сектора відносять такі.

1. Неринкові методи відбору позичальників, пріоритет дії персональних зв'язків, зокрема в Таїланді [157]. В Індонезії також державні банки були політично залежними і використовувались як джерело

дешевого кредиту для пов'язаних з урядовцями позичальників [95, с. 80].

2. Недостатність системи страхування депозитів, зокрема в Болгарії. Відраховування коштів на страхування депозитів почалось у кінці 1995 р. У травні 1996 р., коли перші комерційні банки було закрито, ресурси страхового фонду виявилися недостатніми. Внаслідок цього новий закон, прийнятий у тому ж місяці, передбачав відшкодування депозитів за рахунок збільшення внутрішнього державного боргу [22, с. 26].

3. Зосередження на спекулятивній діяльності, зокрема в Російській Федерації [171].

3.6. Причини незбалансованості державних фінансів

У Латинській Америці та Східній Європі, де виникнення валютної кризи пов'язано з кризою державних фінансів, у передкризові роки дефіцит або погіршення балансу державного бюджету викликано було переважно зменшенням доходів (див. табл. Б.23 додатка Б). Витрати державного бюджету відносно ВВП переважно скорочувались (хоча можливо і недостатньою мірою) [89; 103; розраховано за: 12]. Виняток – частково Бразилія (безпосередньо перед кризою 1998-1999 р.) і Аргентина (ближче до валютної кризи). У Бразилії намічені ще у 1997 р. заходи із зниження державних витрат не впроваджувались у життя [115]. Лише вже в вересні 1998 р. уряд оголосив про урізання витрат на 11 млрд дол. [165, с. 45] (усього за рахунок економії витрат і зростання оподаткування в 1998 р. було отримано 18 млрд дол. [115]). Запізнення позначилося на тому, що витрати зросли на 2,3 % ВВП. В Аргентині в 1999 р. відбулося помітне зростання витрат, а в 1995–1996 рр. – зменшення доходів. Усе це в умовах рецесії. Зокрема, у І пол. листопада 2001 р. надходження податків скоротилися, порівняно з 2000 р., на 17 %. До середини грудня надходження до державного бюджету скоротилися у річному вимірі на 25 % [99].

Важливою складовою витрат були процентні платежі. Хоча процентні ставки або дохідність державних цінних паперів зменшувались, із подоланням інфляції зростала неінфляційна їх складова. Наприклад, у Бразилії реальна процентна ставка по казначейських векселях зросла з 23,9 % до 30,8 % з 1996 по 1998 р. [190]. В Україні в 1997 р. дохідність державних облігацій становила 50 % за інфляції у 10 % [191]. Це також мало негативні наслідки для реального сектора економіки, оскільки держава витісняла приватні підприємства з числа одержувачів фінансових ресурсів: у 1997 р. рентабельність у промисловості була лише близько 20 % реальної дохідності за облігаціями внутрішньої державної позики¹ [193].

Але не всюди мало місце хронічне зростання процентних платежів і ефект самонарощування боргового тягаря. У Мексиці та Бразилії (принаймні перед кризою 1998–1999 рр.) процентні платежі відносно ВВП не збільшувалися. Хоча це не захищало від самореалізаційної

¹ Наприклад, ринок облігацій підприємств в Україні у середині 1990-х рр. був практично відсутнім [192].

боргової кризи. Наприклад, у Мексиці державний борг у 1993 р. становив лише чверть ВВП. Але, за розрахунками Х. Коула і Т. Кехоу, зона імовірної самореалізаційної боргової кризи в Мексиці в 1994 р. займала досить великий діапазон: від 10 до 65 % ВВП [65]. Навпаки, в Аргентині, Болгарії та Російській Федерації зростання процентних платежів відповідало на 70–147 % за наявний дефіцит державного бюджету. У Російській Федерації тенденції розвитку ринку державних короткострокових облігацій до валютної кризи були такими, що виплати за державними короткостроковими облігаціями становили б у 2000 р. 70 % федерального бюджету [171].

У Болгарії та Російській Федерації зростання процентних платежів означало скорочення непроцентних виплат, а отже, дестимулювання попиту і економічного зростання. Наявності державного дефіциту в Бразилії (перед кризою 1998–1999 рр.) та Аргентині сприяло зростання витрат на зарплату в державному бюджеті, але все ж не було домінантним чинником (відповідало за 8–9 % дефіциту). Значно більшу роль у Латинській Америці зіграло зростання субсидій та інших поточних трансфертів, особливо в Мексиці (60 % погіршення балансу державного бюджету).

Скорочення доходів державного бюджету відбувалося за рахунок різних джерел. Якщо в Аргентині, Російській Федерації і частково в Болгарії та Україні за рахунок зменшення податкових надходжень, то в Бразилії (перед кризою 1998–1999 рр.) та Мексиці – за рахунок інших доходів [89; розраховано за: 103; 194].

У науковій літературі вказується на роль ухилення від оподаткування. Зокрема, у випадку Аргентини, де розмір неформальної економіки оцінювався в чверть ВВП, піку податкових надходжень до державного бюджету було досягнуто в 1994 р., після цього їх не вдалося збільшити, незважаючи на збільшення податкових ставок, розширення бази оподаткування, зміну податкової структури і заходи, спрямовані на посилення збирання податків. Після 1998 р., коли відбулося зменшення конкурентоспроможності, відбулося і посилення ухилення від податків, робочі місця створювалися переважно в тіньовій економіці [195, с. 19].

Хоча в Аргентині частка неформальної економіки була далеко не найбільшою (нижче середньої). Ця проблема існувала і в інших розглянутих нами країнах (у тому числі в Східній Азії, де державні фінанси були значно в кращому стані перед валютною кризою) [196; 197]. Близько 35 % фірм у Російській Федерації не платили податки, у той

час, як більше 50 % платили нерегулярно [101, с. 40]. За оцінками Інституту економічного аналізу, тіньовий ВВП зріс із 1992 по 1997 р. з 17 % до 25 % [198]. У травні–червні 1997 р. у Російській Федерації 28,9 % продаж не відображались у звітності, в Україні – 41,2 % [199]. Оцінювані втрати від ухиляння від оподаткування та прогалин у законодавстві у 1997 р. в Україні становили 7 млрд грн (дещо більше дефіциту бюджету) [200]. До цього потрібно додати заборгованість з податкових платежів [201]. У 1995–1996 рр. у Російській Федерації приріст заборгованості з податкових платежів становив щорічно 4–6 % ВВП [117, с. 30]. У 1997 р. зростання заборгованості з податкових платежів до розширеного уряду становило 4,3 % офіційного ВВП (з січня по липень 1998 р. у річному вимірі 7,8% ВВП) при нарахованих податках 35,4 % ВВП (35,7 % ВВП) [198]. В Україні заборгованість по податках становила в 1997 р. 5,8 % ВВП (вона була реструктуризована і частково списана) [101, с. 40]. Крім того, частина надходжень до державного бюджету сплачувалася натурою (у 1998 р. вона становила 2,3 % доходів загального уряду) [118, с. 54].

По-різному перед валютною кризою відбулися зміни в податковій політиці. У Бразилії було намагання стимулювати іноземні інвестиції за допомогою зниження податків: у липні 1998 р. відбулося зменшення фінансового податку, а в серпні – зменшення імпортного податку на капітальні товари [165, с. 43], хоча це не допомогло. В Аргентині в січні 2000 р. був прийнятий пакет збільшення податкових ставок: відбулося збільшення податків на доходи заможних, активи, напої, автомобілі та тютюн. У квітні 2001 р. введено податок на фінансові операції, якого було важко уникати. У серпні фінансовий податок, що спочатку становив 0,25 %, а потім 0,4 %, було збільшено до 0,6 % [100, с. 8]. Але ці спроби збільшення податків, на думку К. Шулера, стримували зростання і підірвали ознаки зростання в 2000 р. [202, с. 8].

Скорочення доходів за рахунок лібералізації зовнішньої торгівлі відбулось у Мексиці, Аргентині та Болгарії, але ефект був порівняно невеликий (7–9 % дефіциту або погіршення балансу державного бюджету). Лише в Російській Федерації він був більш помітним (20 %), але на відміну від вищезазначених країн, за рахунок скорочення надходжень від експортного мита, а не імпортного [розраховано за: 89].

У Бразилії перед кризою 1998–1999 рр. ситуацію дещо полегшувала приватизація. У липні 1998 р. успішно приватизовано Телебраз за ціною на 64 % вище первинної, тобто майже за 24 млрд. дол. Зага-

лом доходи від Національної програми приватизації, включаючи переведений борг, у 1998 р. були в декілька разів більші, ніж звичайно, і становили 3,4% ВВП. Перед кризою 2002–03 рр. доходи від приватизації були значно скромнішими (0,5 % ВВП) [розраховано за: 89; 110]. Так само швидко була вичерпана можливість отримання доходів від приватизації і в Аргентині [134, с. 6, 28]. В Україні закономірним наслідком недостатності нагромаджень національного капіталу і невеликого притоку іноземних інвестицій стала корупція приватизації [203]. Найбільшого рівня криміналізації приватизація досягла в Російській Федерації [204].

Ще один фактор дефіциту державного бюджету – його самовідтворення за рахунок неплатежів. У Російській Федерації за січень–липень 1998 р. прострочена заборгованість з платежів по державних замовленнях зросла в 3,4 раза, а заборгованість по зарплаті державним службовцям зросла в 2,7 раза [198]. Дисбаланс державного бюджету призводив до заборгованості по платежах з державного бюджету, що, у свою чергу, сприяло зростанню неплатежів, і зокрема заборгованості по податкових платежах [116]. Так само і в Україні, кумулятивна заборгованість виплат з державного бюджету досягла значної величини – в 1997 р. 6 % ВВП (зросла протягом 2 років у 10 разів) [розраховано за: 118, с. 63].

3.7. Тенденції у реальному секторі економіки і на ринку акцій

Серед факторів реального сектора економіки найголовнішим є приріст реального ВВП. Як видно з табл. Б.24–Б.26 додатка Б, у більшості випадків були наявними недостатні темпи економічного зростання. У Мексиці, Бразилії (перед кризою 1998–1999 рр.) і Таїланді відбулось їх зменшення¹. У Аргентині, Бразилії (перед кризою 2002–2003 рр.) та Україні – падіння ВВП. У Болгарії та Російській Федерації – відбувалося пожвавлення, але темпи приросту ВВП залишалися помірними. Винятком є Малайзія та Індонезія, де зберігалися високі темпи економічного зростання.

У Латинській Америці та Східній Європі негативним фактором була криза в промисловості та зменшення валових інвестицій (останнє – крім Болгарії та України). У країнах Східної Азії уповільнювалось зростання валових інвестицій [89; 104; 132; 205]. Динаміка безробіття істотно відрізнялася: від зростання (Мексика, Бразилія перед кризою 1998–99 рр., Аргентина, Російська Федерація, Україна) до зменшення (Бразилія перед кризою 2002–2003 рр., Таїланд, Індонезія, Болгарія) [89; 109; 134, с. 17].

Недостатність темпів економічного зростання означала зменшення ефективності інвестицій, про що свідчить відношення темпів приросту до частки інвестицій у ВВП. У більшості випадків спостерігалось зменшення цього показника, у Російській Федерації та Україні – низьке значення. Але в Малайзії, Індонезії та Болгарії перед валютною кризою зменшення було незначним.

Крім негативного ефекту уповільнення економічного зростання для притоку інвестицій, у Латинській Америці та Таїланді був присутній позитивний ефект уповільнення зростання або скорочення імпорту. Але імпортоскорочуючий ефект, хоча полегшував ситуацію з поточним рахунком, не компенсував негативного ефекту на рух капіталу.

Ситуація в реальному секторі здійснювала вплив і на політичні події. У Болгарії в березні 1996 р. відбулася зернова криза внаслідок неконтрольованого експорту зерна в умовах невисокої регульованої урядом внутрішньої ціни на зерно [94, с. 18]. В Аргентині вадою еко-

¹ Безпосередньо перед валютною кризою у Мексиці відбулося пожвавлення економічного зростання, але на початку 1994 р. воно було відсутнім, тому під час первинного фінансового стресу інвестори ще перебували під впливом даних про зменшення темпів приросту ВВП.

номічного зростання було посилення розшарування у рівні доходів населення: доходи найменш заможних 40 % населення з 1991 по 1998 р. мало змінилися [розраховано за: 206]. У обох випадках це сприяло невдоволенню урядом у ході розвитку валютної кризи.

У свою чергу, уповільнення зростання або падіння ВВП перед кризою в усіх випадках відбувалося значною мірою завдяки зменшенню частки інвестицій (крім Бразилії, перед кризою 1998–1999 рр.). Причому в Аргентині та Бразилії (перед кризою 1998–1999 рр.) переважно внаслідок скорочення іноземних інвестицій. У Бразилії, Таїланді та Україні – також завдяки зменшенню частки кінцевого споживання домогосподарств; Аргентині та Індонезії – кінцевого споживання уряду; Мексиці та Україні – зростанню частки чистого імпорту [розраховано за: 89; 205].

Крім Мексики, Болгарії та Російської Федерації, всюди погіршення ситуації в реальному секторі ймовірно пов'язано зі зростанням реальних процентних ставок по кредитах [89; розраховано за: 12]. У переважній більшості – також із попереднім значним падінням цін на акції, яке в ряді випадків і сприяло зростанню процентних ставок. Специфічні причини погіршення ситуації в реальному секторі, зазначені у науковій літературі, включають:

- зменшення кредитування внаслідок погіршення якості кредитного портфеля банків (Мексика [105, с. 9]);
- невпевненість щодо прийняття НАФТА (Мексика [105, с. 9]);
- реструктуризацію виробничого сектора (Мексика [105, с. 9]);
- енергетичну кризу (Бразилія перед кризою 2002–2003 рр. [109]) внаслідок нестачі води в водосховищах на ГЕС і недостатніх інвестицій у систему вироблення і передачі електроенергії – її виробництво знизилося на 5,1 % у 2001 р.;
- світову економічну “реcesію” 2001 р., точніше уповільнення зростання ВВП світу (Бразилія перед кризою 2002–2003 рр. [109]);
- економічну кризу в Аргентині (Бразилія перед кризою 2002–2003 рр. [109]);
- надмірне використання обмеження пропозиції грошей замість інституційних реформ для стримування інфляції: ринки грошей, капіталу та робочої сили залишалися відносно жорсткими (Аргентина [207]).
- зростання вартості робочої сили для трудомістких галузей і недостатню підготовку кадрів для високотехнологічних галузей (у Таїланді в 1986-1989 р. кількість учених та інженерно-технічних робіт-

ників була лише 2 на 10 тис. людей, у Малайзії – 4, для порівняння, в Південній Кореї – 22, Японії – 60 [208]);

- надходження прямих іноземних інвестицій у 1998 р. вдвічі менші за рівень, необхідний для компенсації низької частки внутрішніх інвестицій у ВВП (Російська Федерація та Україна [209, с. 81]).

Серед загальних причин різкого падіння цін на акції, яке вплинуло на виникнення валютної кризи, значне місце посідають зовнішні фактори, що в цілому характерно для ринків, які формуються [210] (див. табл. Б. 27 додатка Б):

- падіння цін на акції в інших країнах: США та країнах того ж самого регіону, причому є ознаки асиметричної залежності: значної під час падіння цін на акції в США і низької в інші періоди;

- резонансні валютні кризи (не обов'язково в країні того ж самого регіону);

- зростання світових процентних ставок (переважно для Латинської Америки).

Були і специфічні причини. У Мексиці негативною інформацією виявилось оголошення в листопаді 1994 р. АТТ про входження на ринок цієї країни, оскільки з рекомендованого переліку фірм Уолл-Стріт було виключено ТЕЛМЕКС [90, с. 22–23]. У результаті ціни на акції зменшилися: з початку листопада до грудневої девальвації впали на 10% (у цей же час також зросли світові процентні ставки) [розраховано за: 104]. У Малайзії в березні 1997 р. з метою припинити бульбашку на ринку активів були введені обмеження на кредитування купівлі акцій і кредитування, пов'язане з нерухомістю, але надто пізно: це лише посилювало понижувальні тенденції на фондовій біржі та ринку нерухомості з початку 1997 р. [141, с. 68]. У вересні здійснені заходи щодо купівлі акцій у резидентів з премією щодо існуючих ринкових цін, але інвестори побачили в цьому можливість позбавитись акцій і посилили продаж [189]. У Російській Федерації у травні 1998 р. Дума ухвалила закон про те, що іноземним інвесторам забороняється мати більше 25 % акцій в енергетичних компаніях [186] (саме ці підприємства займали вагомую частку на ринку акцій). У цьому ж місяці ціни на акції зменшилися на 40 % і ще на 21 % – у червні [117, с. 35].

Також високу залежність від іноземних інвесторів і високий ступінь волатильності передбачав невеликий розмір фондового ринку (серед країн Східної Азії в Індонезії [95, с. 80–81], а також в інших регіонах).

3.8. Політичні передумови

Причини валютних криз політичного характеру можна розділити на декілька складових.

По-перше, *наближення виборів*. Як зазначають Г. Кальво і Е. Мендоса, з 1976 р. кризи в Мексиці майже досконало співпадали з виборами президента. Так само сталося і в 1994 р. [106]. Вибори пов'язані з невизначеністю, але наближення виборів мало вплив і на державний бюджет. Діяла більш експансійна фіскальна політика, внаслідок зменшення податків і збільшення соціальних виплат [105, с. 10]. Це також обмежувало стимули для монетарної рестрикції [211, с. 245]. Хоча, за нашими розрахунками, витрати зросли протягом 1993–1994 рр. лише на 0,5 % ВВП [розраховано за: 89]. Зважаючи на вибори в 1998 р. фіскальна політика була більш експансійною і в Бразилії [212, с. 22]. А перед кризою 2002–2003 рр., за опитуваннями, високий рейтинг мав кандидат від опозиційної лівої партії Л. Лула да Сільва. Інвестори побоювалися зміни економічної політики, оскільки він заявляв про необхідність перегляду боргових зобов'язань Бразилії [109]. В Аргентині президент К. Менем орієнтувався на майбутні вибори, маючи бажання залишитися на неконституційний третій термін. Через це економічні реформи достатньою мірою зупинились у 1996 р., оскільки, щоб забезпечити собі підтримку, він не хотів нікого образити [202, с. 8]. В Україні навесні 1998 р. відбулися парламентські вибори. Їх наближення могло сприяти збільшенню державних витрат [118, с. 54].

По-друге, *надзвичайні політичні події*. У Мексиці в січні 1994 р. відбулося повстання селян у провінції Чіапас. У березні вбитий кандидат у президенти від правлячої партії Л. Колосіо, після чого відбувся стрибок валютного курсу, а приватний сектор здійснив набіг на Сетес [106]. Хоча у серпні переміг на виборах у президенти Е. Седильо від правлячої партії, у вересні був вбитий генеральний секретар правлячої партії. У грудні, коли Е. Седильо прийняв повноваження президента, посилився неспокій у Чіапас [105, с. 9]. Індикаторами впливу політичних подій можуть служити спред між Сетес і Тесобонос як індикатор очікуваної девальвації і спред між Тесобонос і казначейськими векселями США як індикатор премії за країновий ризик. Вони зросли після вбивства Л. Колосіо і впали після перемоги Е. Седильо [213].

В Аргентині жорсткі заходи уряду призвели до загальнонаціона-

льних страйків у травні та червні 2000 р. [206]. Важливу роль при цьому відігравали впливові пероністські профспілки, що за часів президентства пероніста К. Менема спокійно реагували на схожі дії уряду. Це могло бути інструментом дострокового припинення повноважень президента за допомогою ескалації кризи і повернення цього посту пероністам. Страйковий рух не припинявся, досягнувши піку в кінці 2001 р. [134, с. 19–20]. У грудні 2001 р. відбулися загальний страйк і погроми після введення обмежень на вилучення депозитів, зниження зарплат і затримки пенсій [100, с. 4]. Не останню роль зіграли і зовнішні надзвичайні події 11 вересня. Це сприяло зниженню імпорту розвинених країн, зниженню цін на сировину, зростанню чутливості до ризику [99]. Зважаючи на більшу взаємозалежність країн і швидкість поширення шоків в умовах фінансової глобалізації, як і в багатьох інших країнах, в Аргентині одразу впали ціни на акції: на 5,2 % [214]. Події 11 вересня також вплинули на можливості та бажання надати допомогу з боку США [134, с. 6].

В Індонезії ескалації валютної кризи сприяли антикитайські погроми в січні – лютому 1998 р. Погроми етнічних китайців призводили до від'їзду їх до інших країн, а вони відігравали важливу роль в економіці [145]: контролювали близько 90 % економіки країни [215]. На початку травня почалися заворушення після підвищення цін на пальне на 71%. У результаті, після виникнення заворушень, акцій протесту і погромів, курс рупії протягом травня–червня впав вдвічі [95, с. 92, 99].

У Болгарії в жовтні–листопаді 1996 р. на двох раундах президентських виборів виграв кандидат від опозиції. У грудні 1996 р. відбулася політична криза, у ході якої уряд Соціалістичної партії пішов у відставку. Відбулася спроба сформувати новий уряд соціалістами, але опозиція і громадськість вимагали дострокових виборів. 4 лютого 1997 р. після місячних страйків і протестів громадськості соціалісти припинили спроби сформувати уряд. 12 лютого призначений тимчасовий уряд і нові вибори [94, с. 21]. Під час політичної кризи різко збільшилися ціни і знизився курс лева, а після її завершення ситуація стабілізувалася.

По-третє, *відставки ключових осіб у державі*, які мали як негативні, так і позитивні наслідки. Надзвичайно інтенсивними виявилися зміни вищих посадових осіб в Аргентині. У жовтні 2000 р. відбулася відставка віце-президента К. Альвареса [169, с. 25]. У березні 2001 р. замість Х. Махінеа міністром економіки призначений Р. Мурфі, який

робив акцент на фінансовій дисципліні. Але вже через два тижні він був замінений на Д. Кавалльо [100, с. 4]. При цьому, на думку С. Ханке, Д. Кавалльо став міністром в умовах кризи і в той же час до нього було недостатньо довіри [202, с. 13]. У квітні президент центрального банку П. Поу замінений на Р. Маккароне [216]. Після грудневого страйку Д. Кавалльо і потім президент Ф. де ла Руа йдуть у відставку. З 20 грудня 2001 р. по 1 січня 2002 р. діяли три тимчасові президенти: Р. Пуерта, А. Саа і Е. Каманьо. Після цього президентом стає Е. Дуальде [100, с. 4], який був відомий зв'язками з багатьма профспілками, які призвели до відставки Ф. де ла Руа [134, с. 20]. За Е. Дуальде було здійснено те, що розглядалось як порушення прав власності: девальвація і впровадження режиму плаваючого валютного курсу, примусова песофікація депозитів, кредитів і контрактів, конфіскація доларових резервів банків, валютні обмеження, нові податки і регулюючі заходи, які були введені нескоординовано і щоденно переглядались. У кінці квітня пішов у відставку міністр економіки Х. Леніков [100, с. 4, 9].

У Таїланді 19 червня 1997 р. пішов у відставку міністр фінансів Вірава – прихильник прив'язки бату, після чого ціни на акції впали на 11% [187]. 3 листопада пішов у відставку прем'єр-міністр Чаваліт, який втратив довіру, і бат зріс до 37 батів за долар. Після затвердження Чуана Лієпаї прем'єр-міністром, який був прем'єром з 1992 по 1995 р. і мав репутацію чистого і надто обережного політика [140], бат подорожчав 10 листопада на 3,6 % [217, с. 14].

У Російській Федерації 23 березня 1998 р. звільнено уряд В. Черномірдіна. 24 квітня Дума ухвалює призначення прем'єр-міністром С. Кірієнко. Можливо невизначеність із новим урядом сприяла спекулятивній атаці в квітні (зменшилися золотовалютні резерви) [218]. 23 серпня Б. Єльцин похитнув довіру інвесторів, звільнивши уряд прем'єр-міністра С. Кірієнко [117, с. 37]. На думку В. Мау, політична нестабільність також сприяла тому, що збираємість податків падала, адже “найбільші зниження в податкових надходженнях відбувалися саме в часи серйозних послаблень політичних позицій виконавчої влади...” [116].

Негативно впливає і сама можливість відставки уряду, відволікаючи від належного виконання його функцій у сфері економіки (зважаючи на попередні часті зміни урядів в Україні [219, с. 106]).

По-четверте, *політичні заяви і чутки*. В Аргентині після заяви Д. Кавалльо про переоцінку песо і необхідність прив'язки до корзини

валют підскочили процентні ставки [202, с. 13]. У Таїланді в вересні 1997 р. бат подешевшав на 4,1% після оголошення прем'єр-міністром Чавалітом ініціативи про обмеження незалежності центрального банку в майбутньому [217, с. 14]. Після звинувачень прем'єр-міністром Малайзії Махатхіром спекулянтів у виникненні кризи 24 липня 1997 р. рінггіт досягнув найнижчого курсу за попередні 38 місяців [220].

У Російській Федерації в травні 1998 р. не було надано аудієнцію з С. Кирієнко заступнику секретаря казначейства Л. Самерсу, а представники МВФ покинули Росію, не досягнувши згоди щодо плану жорстких заходів у 1998 р. Розцінивши ці події, як напруження у відносинах між Російською Федерацією і США, великі інвестори почали продавати російські цінні папери [218]. Також перед валютним крахом Дж. Сорос опублікував статтю з критикою програми МВФ та пропозицією про девальвацію рубля на 20–25 % і встановлення валютної ради в країні [117, с. 36].

По-п'яте, *характер політики співпраці з МВФ* (оскільки він впливає на проведення загальноекономічної політики та включає зовнішньополітичну складову ми відносимо частково її до політичних передумов, хоча звичайно сам по собі рух коштів, що надаються з боку МВФ має більше відношення до руху капіталу та накопичення зовнішніх зобов'язань, аналізованих у підрозділі 3.4). Це стосується таких аспектів.

1. Жорсткості вимог МВФ. Наприклад, у Таїланді 2 грудня 1997 р. оголошено рішення в межах вимог МВФ, що лише двом із 58 призупинених фінансових компаній буде дозволено знов відкритись [140]. В Індонезії в листопаді 1997 р. закрито 16 банків, відповідно до вимог МВФ, що спричинило набіги на банки і втрату 3,9 % депозитів [95, с. 80, 87, 99]. Це стосується і форсованого зниження інфляції в Україні [221, с. 330].

2. Негативної реакції інвесторів у разі відмови слідувати вимогам МВФ. Зокрема, коли в Індонезії 6 січня оголошено експансійний бюджет на 1998-1999 р. всупереч вимогам МВФ, протягом 5 днів рупія втратила половину своєї вартості [95, с. 83, 99].

3. Відмови МВФ надавати чергові транші (Аргентина [99], Індонезія [145], Болгарія [94, с. 7], Україна [222, с. 356]) внаслідок невиконання вимог чи до настання певних подій (вибори, прийняття державного бюджету).

4. Зниження відповідальності уряду і перекладання вини за нега-

разди в економіці на МВФ [219, с. 202].

5. Надмірного покладання урядів на очікувану фінансову допомогу МВФ замість формування внутрішніх фінансових ресурсів [223].

6. Невідповідності декларованих цілей МВФ реальним цілям, пов'язаним із інтересами провідних розвинених країн [224].

7. Уніфікованого характеру рекомендацій урядам різних країн [225].

По-шосте, *особливості політичної системи*. Як вважає А. Мак Інтаєр, висока роздробленість парламенту Таїланду дозволяла лише утворювати коаліційні уряди, не здатні до рішучих дій у разі загрози кризи, оскільки ці рішучі дії можуть нашкодити частині коаліції, і остання буде гальмувати їх прийняття або впровадження. І це не сприяло впевненості інвесторів [226, с. 147].

На думку В. Мау, в Російській Федерації існувала така політична система, що в умовах сильної президентської республіки незалежність уряду від Думи сформувала політично вигідну ситуацію, коли парламент не був відповідальним за результати соціально-економічної політики. В умовах наявності опозиційної більшості Дума часто була зацікавлена вдаватися до дії проти політики уряду. Адже економічна нестабільність є важливим фактором політичної нестабільності, що створює сприятливі умови для виграшу опозиції на виборах [116]. Прикладом поляризації уряду і парламенту є таке. Запропонована в липні 1998 р. програма С. Кірієнко передбачала збільшення збираємості податків поряд з подовженням строковості боргу і конверсією рубльового боргу на доларовий. Але Дума відхилила запропоновані зміни в податковій політиці (розширення бази оподаткування особистих доходів, передача більшої його частини федеральному бюджету, збільшення земельного податку і збалансування пенсійного фонду) [117, с. 36]. Отже, як бачимо, поряд із економічними факторами політичні фактори також можуть здійснити істотний вплив на розвиток кризової ситуації в фінансовій і, зокрема, валютній сфері.

3.9. Безпосередні і опосередковані причини валютних криз

Розглянуті у цьому розділі причини валютних криз можна поділити на безпосередні і опосередковані. Безпосередні причини потрібно шукати у виникненні раптового платіжного дисбалансу. Він, у свою чергу, пов'язаний, з одного боку, з відпливом чи зменшенням припливу капіталу внаслідок падіння довіри іноземних або національних інвесторів (кредиторів) до економічних суб'єктів у країні (банків, держави або компаній). З іншого боку – з неможливістю швидко усунути дефіцит поточного рахунку (у першу чергу за рахунок торгового балансу) при існуючому валютному курсі.

Хоча звичайно поділ причин на безпосередні та опосередковані має відносний характер. Наприклад, банківська криза, криза державних фінансів і біржова криза, з одного боку, безпосередньо взаємопов'язані з відпливом капіталу з відповідних секторів (банківського сектора, ринку державних цінних паперів або ринку акцій компаній), з іншого – сприяють переоцінці ризику при вкладенні в економіку країни у цілому. Тоді в першому випадку ці кризи можна розглядати як безпосередні причини виникнення чи загострення валютної кризи, оскільки вони прямо відображають потоки коштів, які впливають на рівновагу на валютному ринку, а у другому – як опосередковані.

Узагальнена нами кількісна оцінка дії безпосередніх причин валютних криз для кожного випадку відносно їх дії в інших країнах вказана в табл. 3.2. З таблиці видно, що криза платіжного балансу в частині поточного рахунку найбільше була виражена в Таїланді та Мексиці, в частині балансу руху капіталу – у Таїланді та Індонезії. Вплив банківської кризи в межах наявних даних¹ – у Таїланді та Бразилії; кризи державних фінансів – Аргентині та Україні; біржової кризи – в Індонезії.

Опосередковані причини підвищують загальну вразливість до виникнення криз у фінансовій сфері. До них належить широке коло явищ. У цьому розділі ми розглянули причини, пов'язані з дією факторів торгового балансу, припливу капіталу, зовнішніми зобов'язаннями і актами, пропозицією грошей, факторами стійкості ба-

¹ Мається на увазі саме сила безпосереднього впливу відповідної кризи на виникнення і загострення валютної кризи, а не її величина чи опосередкований вплив. Тому оцінки щодо значення інших видів фінансових криз можуть відрізнятися від оцінок інших дослідників.

нківської системи, державних фінансів, реального сектора економіки,
Таблиця 3.2

Безпосередні причини виникнення і загострення валютних криз

Валютна криза: країна (роки)	Відносне значення безпосередніх причин виникнення і загострення валютних криз, бали				
	криза платіжного балансу: поточний рахунок	криза платіжного балансу: баланс руху капіталу	банківська криза	криза державних фінансів	біржова криза
Мексика (1994–1995 рр.)	8	3	0	6	4
Бразилія (1998–1999 рр.)	3	0	7	6	5
Аргентина (2001–2002 рр.)	0	6	1	10	2
Бразилія (2002–2003 рр.)	3	0	5	7	2
Таїланд (1998–1999 рр.)	10	10	10	0	0
Малайзія (1998–1999 рр.)	3	0	–	0	–
Індонезія (1998–1999 рр.)	2	8	0	0	10
Болгарія (1996–1997 рр.)	3	2	4	5	–
РФ (1998 р.)	0	6	0	6	2
Україна (1998–1999 рр.)	1	2	0	8	1

Примітка. Оцінка здійснена автором на основі джерел, вказаних у додатку Б. 10 балів у країні з найбільшим значенням відповідної причини, 0 балів – з найменшим. Враховується відношення відповідних статей платіжного балансу до ВВП або дефіциту загального платіжного балансу.

ринку акцій і окремо політичними факторами.

Узагальнена нами оцінка значення опосередкованих причин на основі кількісно-якісного аналізу подана у табл. 3.3.

Опосередковані причини валютних криз

Валютна криза: країна (роки)	Відносна вразливість, пов'язана з групами факторів, бали									
	торговий баланс	приплив капіталу	зовнішній борг	золотовалютні резерви	пропозиція грошей	стійкість банківської системи	державні фінанси	реальний сектор	ринок акцій	політичні фактори
Мексика (1994–1995 рр.)	10	10	5	7	7	7	2	7	3	7
Бразилія (1998–1999 рр.)	8	7	4	6	5	3	5	9	5	2
Аргентина (2001–2002 рр.)	7	7	10	6	0	1	5	10	7	10
Бразилія (2002–2003 рр.)	4	0	0	6	1	2	1	7	5	2
Таїланд (1998–1999 рр.)	8	9	7	4	4	10	0	5	10	4
Малайзія (1998–1999 рр.)	3	1	1	0	10	5	0	0	3	0
Індонезія (1998–1999 рр.)	4	5	5	5	8	3	0	1	3	6
Болгарія (1996–1997 рр.)	0	2	0	4	10	6	10	2	–	5
РФ (1998 р.)	3	3	3	9	9	4	5	6	8	5
Україна (1998–1999 рр.)	4	2	3	10	6	0	2	7	3	0

Примітка. Оцінка здійснена автором на основі джерел, вказаних у додатку Б. 10 балів у країні з найбільшим значенням відповідної причини, 0 балів – з найменшим. Показано у межах кожної групи факторів зважені середні балів по порівнюваних показниках, розглянутих підрозділах 3.3 – 3.8. Наприклад, у групі факторів торгового балансу враховувалася перш за все реальна переоцінка національної валюти (визначена трьома методами: у науковій літературі, розрахована за коефіцієнтом ПКС та розрахована як зростання реального ефективного курсу з часу утворення дефіциту торгового балансу – останньому показнику надана більша вага). Інші показники включали в межах доступних даних втрати від різких девальвацій країн-торгових партнерів, співвідношення між динамікою надходжень від експортного та імпортного мита, наявність втрат від зменшення світового попиту, від несприятливої динаміки світових цін на товари (переважно на нафту), зростання частки споживчих товарів у імпорті.

Виходячи з даних таблиці, можна приблизно оцінити, що відносно більшу роль у виникненні валютної кризи зіграли фактори торгового балансу в Мексиці, Бразилії (перед кризою 1998–1999 рр.) і Таїланді; приплив капіталу – у Мексиці та Таїланді; зовнішній борг – в Аргентині та Таїланді; недостатні золотовалютні резерви – в Україні та Російській Федерації; пропозиція грошей – у Малайзії і Болгарії; фактори стійкості банківської системи – в Таїланді та Мексиці; фактори державних фінансів – у Болгарії, Аргентині, Бразилії (перед кризою 1998–1999 рр.) і Російській Федерації; реальний сектор економіки – в Аргентині та Бразилії; фактори ринку акцій – у Таїланді, Російській Федерації і Аргентині; політичні фактори – в Аргентині та Мексиці.

Спробуємо оцінити, яким чином вразливість по факторах опосередкованої дії пов'язана з безпосередніми причинами валютної кризи. Фактори торгового балансу вплинули на кризу платіжного балансу в частині поточного рахунку (коефіцієнт кореляції між балами, вказаними в табл. 3.2–3.3, становить 52 %; рівень значущості коефіцієнта кореляції – 0,12). Приплив капіталу – на кризу платіжного балансу в частинах поточного рахунку (55 %; 0,1) і балансу руху капіталу (47 %; 0,17). Зовнішній борг – на кризу платіжного балансу в частині балансу руху капіталу (64 %; 0,05). Золотовалютні резерви – на кризу державних фінансів (67 %; 0,03) і обернено – на банківську кризу (-59 %; 0,07), тобто за відносно більших золотовалютних резервів небезпека йшла від банківського сектора. Пропозиція грошей – обернено на кризу державних фінансів (-50 %; 0,14), а прямого значущого зв'язку немає. Фактори стійкості банківської системи – на кризу платіжного балансу в частині поточного рахунку (83 %; 0,003), банківську кризу (49 %; 0,15) і обернено на кризу державних фінансів (-61 %; 0,06). Фактори державних фінансів – на кризу державних фінансів (49 %; 0,15). Реальний сектор економіки – на кризу державних фінансів (81 %; 0,005) і обернено на біржову кризу (-54 %; 0,17). Фактори ринку акцій – на кризу платіжного балансу в частині балансу руху капіталу (60 %; 0,07), банківську кризу (55 %; 0,10) і, як не дивно, обернено на біржову кризу (57 %; 0,14). Політичні фактори – на кризу платіжного балансу в частині балансу руху капіталу (50 %; 0,14). Хоча рівень значущості та умовний характер бальних оцінок часто не дозволяє зробити однозначні висновки.

Отже, по країнах основні причини валютних криз такі. Відносно більшу безпосередню роль відіграли в Мексиці дефіцит поточного

рахунку, криза державних фінансів, фактори торгового балансу, приплив капіталу, вразливість банківської системи і політичні фактори. У Бразилії – банківська криза, криза державних фінансів, стан реального сектора економіки і фактори торгового балансу для валютної кризи 1998–1999 рр.; реальний сектор для валютної кризи 2002–2003 рр. В Аргентині – вплив капіталу і криза державних фінансів, зовнішній борг, реальний сектор і політичні фактори. У Таїланді – криза платіжного балансу в цілому, банківська криза, вразливість банківської системи і ринку акцій, приплив капіталу. У Малайзії – неадекватна пропозиція грошей і квазігрошей. В Індонезії – вплив капіталу, біржова криза, неадекватна пропозиція грошей і квазігрошей. У Болгарії – неадекватна пропозиція грошей і фактори державних фінансів. У Російській Федерації – вплив капіталу, криза державних фінансів, невеликі золотовалютні резерви, неадекватна пропозиція грошей і квазігрошей, фактори ринку акцій.

В Україні – криза державних фінансів і невеликі золотовалютні резерви. У той же час менше значення, ніж в інших країнах, мала величина загального дефіциту платіжного балансу відносно ВВП, вплив капіталу з банківського сектора та ринку акцій, передкризовий приплив капіталу, фактори вразливості банківської системи та політичні фактори.

Якщо розглянути регіональні особливості, то у Латинській Америці спостерігався значний вплив портфельних інвестицій після попереднього значного їх припливу, низький або відсутній негативний вплив помилок і упущень, значна переоцінка національної валюти, високий зовнішній борг і його обслуговування відносно експорту, висока середня процентна ставка по зовнішньому боргу, значна частка вимог до держави у банків.

У Східній Азії – більший вплив капіталу, менші проблеми в державних фінансах, значне зростання кредиту центрального банку комерційним банкам, значне кумулятивне зростання грошей і квазігрошей, високий рівень монетизації за М2, значна залежність кредитної системи від ринку нерухомості, лише уповільнення економічного зростання.

У Східній Європі – низька стабілізуюча роль прямих іноземних інвестицій під час валютної кризи, значний вплив національного капіталу і негативний вплив помилок і упущень, менший вплив капіталу з ринку акцій, більше зменшення банківських депозитів, менший дефіцит поточного рахунку, низька переоцінка національної ва-

люти, низьке відношення золотовалютних резервів до імпорту, значне номінальне зростання грошової маси, значна частка вимог до держави у банків.

Розглянуті детально у цьому розділі валютні кризи є лише обмеженою вибіркою. Сюди увійшли, перш за все, найбільш резонансні кризи за величиною охоплених ними економік, а також за відносною неочікуваністю. Тому зазначені закономірності можуть мати зміщений характер. Додаткову інформацію може надати дослідження на основі більшої вибірки країн, викладене у наступному розділі.

РОЗДІЛ 4. ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ФАКТОРІВ ВИНИКНЕННЯ ВАЛЮТНИХ КРИЗ ТА ЇХ ВЗАЄМОДІЇ

4.1. Методичні аспекти

У цьому розділі ми опишемо результати емпіричних досліджень факторів валютних криз у науковій літературі, а також викладемо результати нашого дослідження.

Для емпіричного аналізу факторів виникнення валютних криз застосовуються різні методи. Дж. Хокінз і М. Клау поділяє їх на три групи: якісні порівняння на основі графічного аналізу, економетричне моделювання і непараметрична оцінка [227].

При графічному аналізі значення змінних у періоди, наближені до валютної кризи, порівнюються з їх середніми значеннями у спокійні періоди або в країнах, у яких не сталися валютні кризи з урахуванням стандартних відхилень. Цей метод не має недоліку щодо можливості невідповідності даних певним статистичним припущенням.

Економетричне моделювання передбачає використання логіт- та пробіт-моделей або звичайних регресійних моделей. У звичайних регресіях залежною змінною виступає індекс тиску на валютний ринок, тому цей метод має на меті показати, як фактори впливають на гостроту валютної кризи. При цьому, як правило, досліджується, за яких умов країни вразливі до ефекту поширення, якщо в іншій країні вже відбулася валютна криза. Звичайно досліджується один кризовий епізод, але можливо і більше. У логіт- і пробіт-моделях залежною змінною виступає імовірність валютної кризи. При економетричному моделюванні важко визначити вклад індивідуальних змінних, оскільки вони також залежать від інших змінних. Як правило, оцінюється вплив фактора за інших рівних умов, але можливе і визначення впливу на основі взаємодії факторів, зокрема у Дж. Сакса, А. Торнелла і А. Веласко [228]. Дж. Морган також модифікував цей метод, використовуючи для побудови логіт-моделі лише три змінні зі спокійних періодів для кожної країни з метою балансування кількості кризових і спокійних періодів: середнє для спокійних періодів (вилучаються спостереження в місяць кризи, попередній і наступний місяць), середнє плюс і середнє мінус одне стандартне відхилення [34, с. 7].

Непараметрична оцінка за допомогою сигнального методу передбачає виявлення показників, перевищення якими певного порогового

рівня свідчить про можливість валютної кризи протягом певної кількості періодів у майбутньому. При цьому визначаються порогові рівні в персентилях на основі мінімізації помилок двох видів. Помилки першого типу відбуваються, якщо показник не свідчить про небезпеку валютної кризи, але вона відбувається. Помилки другого типу відбуваються, якщо показник свідчить про небезпеку валютної кризи, але вона не відбувається. Інший метод перевірки шуму полягає у визначенні різниці між імовірністю криз залежно від сигналу показника і безумовною імовірністю виникнення валютної кризи. Проблеми, пов'язані з цим методом, стосуються дихотомічності сигналу, вибору методу зважування сигналів, особливо, якщо вони корелюють між собою. Г. Камінські, С. Лізондо і К. Райнхарт використовують зважування на основі мінімізації помилок [229], а А. Берг і К. Патілло – за допомогою пробіт-моделі [230]. Інша модифікація цього методу, яку здійснили К. Осбанд і К. Ван Рекегхем, передбачає пошук безпечних зон значень показників з упевненістю в 99%, що валютна криза не відбудеться [32].

Але існують також інші методи. Одним із них є огляд праць попередників і визначення кількості статистично значущих результатів у різних джерелах щодо конкретних факторів.

Іншим методом є використання бінарного рекурсивного дерева рішень, що найкраще дозволяє оцінити вплив взаємодії факторів. На всіх рівнях у кожній гілці такого дерева всі спостереження діляться навпіл залежно від порогового рівня змінної. Пороговий рівень визначається на основі сигнального методу. Змінна з мінімальними помилками використовується для першого вузла дерева, для другого вузла – змінна з мінімальними помилками серед решти і т. д. Спостереження із значенням ключової змінної для даного вузла менше порогового рівня розташовуються зліва, більше – справа. Після кожного поділу порівнюється покращення результатів з поправкою на кількість гілок. Будь-яка змінна може з'являтися декілька разів у різних гілках із різними пороговими рівнями. Недоліком цього методу є неможливість застосування формальних статистичних тестів. Єдиним критерієм якості залишається імовірність видачі помилок двох типів [231]. Інший недолік – урахування обмеженої кількості факторів.

Зокрема, С. Гош і А. Гош побудували дерево рішень, яке допомагає оцінити імовірність валютної кризи, зважаючи на взаємодію ряду показників. На основі отриманих результатів вони приходять до висновку, що існують такі дві групи ризикових країн [231, с. 18–20].

1. З малою корумпованістю, але з вразливостями банківського і корпоративного сектора (переважно розвинені країни).

2. З високою корумпованістю і великим дефіцитом поточного рахунку, але якщо він і не такий великий, то з переоціненим реальним валютним курсом (переважно країни, що розвиваються). За несприятливого стану поточного рахунку важливим є відношення боргу до акцій у корпорацій, але валютні кризи схильні відбуватись у цій групі країн при значно нижчому його рівні, ніж у розвинених країнах.

Перспективним методом є використання нейронних мереж на основі нечіткої логіки, де пізнавальна здатність нейронних мереж використовується для визначення параметрів системи нечітких співвідношень між імовірністю валютної кризи і факторів. Це також дозволяє урахувати нелінійні зв'язки [232].

Спроба оцінити ефективність різних методів для періодів за межами первинних вибірок була здійснена А. Бергом і К. Патілло. Сигнальний метод Г. Камінскі, С. Лізондо і К. Райнхарт, а особливо його модифікація із додаванням нових факторів і зважуванням на основі пробіт-моделі, виявився значно кращим за пробіт-модель Дж. Френкеля і А. Роуза та звичайну регресійну модель Дж. Сакса, А. Торнелла та А. Веласко, хоча також давав багато неправильних тривожних сигналів. Проте зазначається про можливість покращення останнього методу за допомогою репараметризації або модифікації [230, с. 56]. Нейронні мережі на основі нечіткої логіки можуть забезпечити 80 % рівень ефективності у прогнозуванні валютних криз поза використаною вибіркою, на якій ці мережі побудовані [232]. Але застосування нейронних мереж може і не давати суттєвої переваги [233].

Складність емпіричного аналізу та прогнозування валютних криз, на думку М. Томчинської, пов'язана з тим, що: кризи недостатньо схожі в різних країнах для узагальнення; кожний кризовий епізод демонструє певні унікальні характеристики; деякі умови, які характеризують вразливість, нелегко виміряти кількісно; часто не вистачає даних; з часом фактори валютних криз можуть змінюватися; часто не включаються у вибірки, які розглядаються, країни, у яких не відбувалися валютні кризи протягом досліджуваного періоду, що може вплинути на нерепрезентативність вибірки відносно всіх країн [76, с. 6].

До цього переліку ми можемо додати складність достовірного визначення впливу взаємодії великої кількості факторів. Порівняння ре-

зультатів емпіричних досліджень свідчить також про неоднозначні висновки щодо дії цілого ряду факторів, що частково викликано різницею у використаній методиці. Але виявлені у процесі досліджень закономірності все ж можуть бути корисними для запобігання валютній кризі або мінімізації їх негативних наслідків, хоча вони дають більше інформації про те, де можливе виникнення валютних криз, ніж, коли це станеться.

Для визначення заходів запобігання валютним кризам доцільно з'ясувати не тільки, які фактори впливають на ризик виникнення валютних криз за інших рівних умов, а й умови, від яких залежить дія цих факторів. З цією метою нами на основі широкої вибірки країн проведена оцінка важливості факторів, характеру їх впливу на виникнення валютної кризи з урахуванням взаємодії цих факторів.

Як залежна змінна використовується логічна змінна наявності валютної кризи у відповідному році у відповідній країні. Якщо принаймні в один із місяців відповідного року в країні є валютна криза, то залежній змінній присвоюється значення 1. Якщо в жодному місяці цього року немає валютної кризи, то присвоюється значення 0. Таким чином, значення 1 змінної наявності валютної кризи свідчить про те, що в даному році валютна криза відбувалася, почалась або закінчилась. Якщо принаймні в одному з місяців року дані про наявність валютної кризи відсутні, то вважається, що річні дані за змінною також відсутні. Наявність валютної кризи у відповідному місяці визначається за індексом I_{ch2} (див. підрозділ 1.2). З переліку визначених таким чином періодів валютних криз або їх відсутності здійснено незначні виключення в разі істотних сумнівів автора у достовірності отриманих результатів за допомогою індексу I_{ch2} .

Усього досліджена дія 154 факторів. Оскільки дані за більшістю розглянутих показників доступні лише у річному вимірі, в аналізі використані річні дані. При оцінці впливу на залежну змінну ми беремо лаг у 1 рік. Лаг між значеннями залежної і незалежної змінної передбачає, що визначається короткостроковий вплив (у період до 1 року): чи сприяє значення незалежної змінної з певного діапазону виникненню валютної кризи у наступні 12 місяців. Якщо незалежні змінні передбачають середні значення за рік, то фактично визначається вплив протягом приблизно до 1,5 року.

Для аналізу використано спостереження за період 1990–2003 рр. для змінної наявності валютної кризи (і за період 1989–2002 рр. для незалежних змінних). Цей період обраний для аналізу з таких мірку-

вань.

1. Це період найбільш останніх валютних криз.

2. Обрання більшого періоду пов'язане із можливістю посилення спотворюючого ефекту відсутності даних: із включенням більш ранніх періодів по все більшій кількості країн будуть відсутні дані, особливо по країнах із перехідною економікою. Дані за пізніші роки на момент проведення аналізу теж були недоступні за більшістю показників.

3. Використання меншого періоду зменшить значущість отриманих результатів.

Ураховуються спостереження по 109 країнах п'яти регіонів (див. примітку до додатку А): Центральна та Східна Європа і СНД (далі по тексту Східна Європа); Близький Схід і Північна Африка, включаючи Туреччину (далі по тексту Близький Схід); Латинська Америка, включаючи Ямайку; Східна Азія; Африка, південніше Сахари (далі по тексту Африка).

Критерії відбору країн для аналізу такі.

1. Це країни, що розвиваються, і країни з перехідною економікою, а також деякі розвинені країни, які належать до новітніх ринків. Саме ці країни в останні роки були більш уразливими до виникнення валютних криз порівняно з більшістю розвинених. Включення усіх розвинених країн збільшило б неоднорідність вибірки і дозволило б отримати менш корисні результати для України, економіка якої істотно відрізняється від економіки розвинених країн.

2. Це країни, щодо яких наявні дані для визначення залежної змінної принаймні у частині періоду, який ми розглядаємо.

3. Це великі або середні країни. Виключено країни, що, станом на 2000 р., мали ВВП за валютним курсом менше 1 млрд дол. та населення менше 1 млн осіб або мали населення менше 500 тис. осіб незалежно від ВВП.

4. Це країни із власною валютою. Особливо це стосувалося виключення країн зони франку КФА (замість усіх країн блоку присутня лише 1 країна). Це мало два позитивні наслідки. З одного боку, це зменшило вплив на загальні результати Африки, регіону, що має найбільшу кількість країн і тому міг би значно більше за інші регіони впливати на загальні результати. З іншого – визначення факторів виникнення валютної кризи у зоні колективної валюти створює додаткові труднощі.

Виключено з розгляду спостереження, щодо яких відсутні дані за залежною змінною з лагом у 1 рік, а також щодо яких дані за залежною змінною поточного року відсутні або дорівнюють 1. Тобто виключаються роки, в яких наявна або може бути наявною валютна криза у країні у поточному році, оскільки в цьому періоді значення незалежних змінних імовірно будуть у діапазоні, що сприяє виникненню валютної кризи: за інерцією або внаслідок вже існуючої кризи. Але загострені суперечності вже вирішуються під час існуючої валютної кризи і потрібен час для того, щоб валютна криза виникла знову. Значення 1 залежної змінної наступного року може свідчити лише про продовження існуючої валютної кризи, а не виникнення нової. Все це може сприяти спотворенню результатів відносно тих, які необхідно отримати, щоб знати значення змінних, які можуть сприяти переходу країни зі спокійного стану до стану валютної кризи. Таким чином, залишається 989 спостережень, з них у 143 значення залежної змінної в наступному році дорівнює 1.

Початково розглянуто 308 незалежних змінних (див. додаток В). У додатку В вказуються такі характеристики показників:

- чи є показник незалежною змінною, що використовується в аналізі, або лише використаний для розрахунку незалежних змінних;
- одиниці виміру, використані при розрахунках (перевага надається одиницям виміру, використаним у джерелах даних, і якщо відносний показник розрахований нами, то часткам одиниці);
- коротке позначення показника (перша літера та цифра свідчать про приналежність до групи та підгрупи показників);
- джерело або формула розрахунку;
- кодове позначення показників у джерелі;
- примітки – додаткові дані про характер показника (наприклад, на кінець періоду чи в середньому за рік, якщо це відомо), спосіб обчислення (наприклад, внаслідок нестачі даних значення показників, що мало змінюються, за певний рік можуть використовуватися для визначення значень за інші роки; або за умови доцільності використовуються плинні середні для заповнення відсутніх даних).

З метою зменшення мультиколінеарності кількість незалежних змінних скорочена. У ході факторного і кореляційного аналізу сильнокорелюючі між собою незалежні змінні об'єднані в групи. Одна із цих змінних (сурогатна змінна) у кожній групі у подальшому використовується як фактор і значною мірою відображає всі інші змінні у групі.

Спочатку проведено факторний аналіз незалежних змінних (аналіз головних компонент) з обертанням факторної структури для кращого розподілу незалежних змінних між факторами, з якими вони сильніше корелюють. Але більша частина з визначених факторів корелюють з прив'язаними до них незалежними змінними недостатньо сильно. При застосуванні нових синтетичних змінних, які є лінійною комбінацією декількох раніше існуючих змінних, виникають проблеми з визначенням назви і сутності фактора. А якщо застосовувати одну із змінних як сурогатну, що відображає фактор, то ці сурогатні змінні можуть сильно корелювати між собою.

Тому факторний аналіз було використано лише як допоміжний засіб у такий спосіб. На першому кроці здійснюємо процедуру факторного аналізу без обертання факторної структури. Обирається перший фактор, який відповідає за більшу частину варіації змінних. Визначається змінна з найбільшим факторним навантаженням щодо цього фактора. Розраховуються парні коефіцієнти кореляції з цією змінною з попарним вилученням відсутніх даних (використано звичайний коефіцієнт кореляції Пірсона та ранговий коефіцієнт кореляції Спірмена). Якщо один із коефіцієнтів кореляції більше 65%, вважаємо, що змінні – сильнокорелюючі. Таким чином, утворюється група сильнокорелюючих змінних. Аналогічно визначаємо сильнокорелюючі змінні до всіх змінних цієї групи.

Серед змінних розширеної таким чином групи обираємо одну змінну за такими критеріями, які враховуються комплексно:

- більша кількість спостережень із наявними даними по змінній;
- більший коефіцієнт кореляції змінної із залежною змінною наступного року;
- більший коефіцієнт кореляції квадрату відхилення змінної від середньої із залежною змінною наступного року (для врахування можливих нелінійних зв'язків);
- більше факторне навантаження щодо даного фактора;
- більша кількість сильнокорелюючих з нею змінних.

Обрана змінна використовуватиметься як сурогатна змінна і замінюватиме далі сильнокорелюючі з нею змінні. Знову повторюємо перший крок, але для решти змінних (без сурогатної і сильнокорелюючих з нею). Ці кроки проводяться багато разів, доки всі незалежні змінні не будуть розподілені по групах.

У результаті як фактори розглядаються 154 незалежні змінні. Одержані фактори не є ортогональними (некорелюючими), але ефект

мультиколінеарності істотно зменшено. У додатку Д наведений перелік усіх 154 отриманих груп змінних, вказується назва кожного фактора (у ній ми намагаємося найбільше передати сутність фактора), позначення сурогатної змінної, решта сильнокорелюючих з нею змінних у групі.

Кожний фактор отримує назву, у якій ми намагаємося найбільше передати його сутність. Далі по кожній сурогатній змінній проводиться групування. Для більшості змінних використовуватимемо три групи: найменші значення (І група), середні значення (ІІ група), найбільші значення (ІІІ група). Також для кожної змінної створюється додаткова група для позначення спостережень із відсутніми даними (для змінної регіон – група решти країн).

Під час групування по кожній сурогатній змінній межі між групами визначаються на основі двох критеріїв: а) так, щоб кількість значень у кожній групі не сильно відрізнялась; б) щоб найкраще характеризувати якісні відмінності (наприклад, І група – лише від’ємні значення, якщо їх меншість, решта груп – додатні). Для деяких змінних можливо або доцільно було створити лише дві групи (І та ІІІ). Значення змінної “регіон” поділені на 5 груп (Східна Європа – І група, Близький Схід – ІІ група, Латинська Америка – ІІІ група, Східна Азія – ІV група, Африка – V група). Діапазони значень у групах по кожному фактору вказані також у додатку Д.

Наступним кроком проводиться аналіз часток (пропорцій). За допомогою кросс-табуляції отримуються дані за кожною групою значень незалежних змінних: кількість спостережень і частка спостережень, коли залежна змінна наступного року має значення 1.

Спочатку розглядається, який вплив здійснює групуюча змінна по стовпчиках у рядку з усіма спостереженнями (далі фактор впливу). Якщо значуще відрізняються частки в І та ІІІ групах, або лише в одній з них, вплив відповідного фактора постійно прямий або обернений і цілком можливо, що лінійний. Якщо значуще відрізняється частка у ІІ групі, то, імовірно, вплив фактора нелінійний та існують найбільш або найменш оптимальні значення незалежної змінної всередині діапазону значень у ІІ групі.

Для визначення значущості різниці між частками у групах використовується хі-квадрат тест. Оскільки груп за фактором впливу може бути більше двох, то здійснюється декілька порівнянь: кожної групи з рештою груп – для виявлення, в якій саме групі за фактором

впливу цей вплив відрізняється. Статистика хі-квадрат тесту розраховується за формулою:

$$\chi^2 = \sum \frac{(f_o - f_e)^2}{f_e}, \quad (4.1)$$

де f_o – частоти, що спостерігаються, в комірках таблиці 2×2 (із групуванням спостережень за фактором впливу по горизонталі та за залежною змінною по вертикалі); кожна з них дорівнює частці спостережень із залежною змінною = 1 або 0 у відповідній групі за фактором впливу, помноженій на кількість спостережень у відповідній групі за фактором впливу;

f_e – очікувані частоти, якщо припустити, що вплив фактора відсутній; кожна з них дорівнює частці спостережень із залежною змінною = 1 або 0 у всіх групах за фактором впливу, помноженій на кількість спостережень у відповідній групі за фактором впливу.

Різниця вважається значущою, якщо тест показує рівень значущості менше 0,05. Додаткові застереження робляться у випадку невеликої кількості спостережень у порівнюваних групах (менше 20).

Потім порівнюються пропорції у групах з наявними даними з урахуванням дії решти незалежних змінних, тобто після групування по рядках кожного разу за іншою змінною (далі фактором умов). Це дозволяє побачити, як залежить частка спостережень, що передують валютній кризі (або імовірність виникнення валютної кризи, розрахована пост-фактум), від розглянутого фактора впливу залежно від того, яке значення приймає фактор умови.

Значущість відмінності впливу у групах за факторами умов від впливу за інших рівних умов перевіряється за допомогою модифікованого хі-квадрат тесту для різниці часток у n групах за фактором впливу одночасно. Перевіряється, чи відрізняється вплив у кожній групі окремо за кожним фактором умов від впливу без урахування факторів умов. Статистика цього тесту розраховується таким чином:

$$\chi^2 = \sum \frac{(f_o - f_e)^2}{f_e}, \quad (4.2)$$

де f_o – частоти, що спостерігаються, в комірках таблиці $2 \times n$ (з групуванням спостережень за фактором впливу по горизонталі і за

залежною змінною по вертикалі, при цьому в цій таблиці відображені лише спостереження у відповідній групі за фактором умов); але при цьому для їх розрахунку частки спостережень із залежною змінною = 1 у групах за фактором впливу замінюються на ці ж частки спостережень із залежною змінною = 1 у групах за фактором впливу, що помножені на частку спостережень із залежною змінною = 1 в усіх спостереженнях і поділені на частку спостережень із залежною змінною = 1 у відповідній групі за фактором умов; частка спостережень із залежною змінною = 0 у кожній групі за фактором впливу обчислюється як одиниця мінус частка спостережень із залежною змінною = 1 у відповідній групі за фактором впливу;

f_e – очікувані частоти, якщо припустити, що вплив фактора не відрізняється; кожна з них дорівнює частці спостережень із залежною змінною = 1 або 0 у відповідних групах за фактором впливу (але по всіх групах за фактором умов), помноженій на кількість спостережень у відповідній групі за фактором впливу.

При цьому не враховуємо спостереження, щодо яких немає даних по незалежній змінній. Так само відмінність впливу вважається значущою, якщо тест показує рівень значущості менше 0,05.

Результати кросс-табуляції і хі-квадрат тесту для кожної незалежної змінної (по всіх спостереженнях і групах спостережень, де вплив незалежної змінної значуще відрізняється) вказані у додатку Е. Він містить розраховані імовірності (у частках одиниці) виникнення валютної кризи залежно від того, яке значення приймає фактор впливу, який вказаний у назві кожної таблиці (групи спостережень за фактором впливу по стовпчиках). У другому рядку вказані імовірності незалежно від умов, а далі – залежно від того, яке значення приймає фактор умов (вказане скорочення фактора умов та група спостережень за цим фактором умов, у якій вплив фактора впливу значуще відрізняється від закономірності за інших рівних умов). Міститься інформація також про достовірність одержаних результатів: їх статистичну значущість та кількість спостережень у відповідних групах.

Проведений нами аналіз факторів валютних криз має такі переваги:

- охоплено значну кількість потенційних факторів (у інших дослідженнях аналізується вплив у декілька разів меншої кількості показників);
- гетерогенний характер дослідження (аналізується вплив факторів як за інших рівних умов, так і в конкретних умовах, характерних

для країни, груп країн або світу в цілому);

- методика дослідження надає можливість з'ясувати нелінійні зв'язки;

- одні й ті самі загальні фактори, подані в кількох варіаціях (абсолютне значення показника, його зміна, приріст, трендові значення, відхилення від теоретичних або середніх значень, співвідношення з іншими показниками, поточні і кумулятивні показники, застосування даних з різних джерел, якщо вони істотно відрізняються).

Але отримані нами результати потребують обережної інтерпретації (яку ускладнює також у багатьох випадках неясний механізм взаємодії факторів) через можливість існування таких спотворюючих ефектів.

1. Випадковості (з урахуванням рівня значущості).

2. Порогового рівня. Нами використовується рівень значущості 0,05 для виділення значущих результатів. Водночас існує багато випадків, коли досягається трохи більший за 0,05 рівень значущості, але з міркувань дотримання єдиної методики ми не відносимо ці результати до значущих. Також цілком можливо, що межі між групами при групуванні за різними показниками обрані неоптимально.

3. Мультиколінеарності. Кореляція між незалежними змінними не сильна, але існує.

4. Різної кількості спостережень. Показники з меншою кількістю спостережень мають менше шансів проявити значущу різницю між групами.

5. Відсутності даних, коли оцінки наявності впливу чи відмінності впливу були б іншими, якщо б ми мали інформацію про відсутні дані. Особливо це може стосуватися країн Східної Європи, адже в першій половині 1990-х рр. фактично у половини країн відсутні дані за всіма показниками, а саме: по країнах СНД, де існувала найбільша економічна нестабільність.

6. Лише умовної відповідності іншим припущенням для статистичного аналізу. Наприклад, тест про різницю між частками може дати зміщений результат за умови малої кількості спостережень і близької до нуля частки.

7. Зворотної дії, коли певне бажане значення показника, що мало змінюється в часі, є насправді наслідком відсутності або рідкості валютної кризи у країні в довгостроковому періоді.

8. Надзвичайного заходу. Цей ефект присутній, коли заходи держави, виражені в певних значеннях показника, насправді мають анти-

кризовий вплив, але внаслідок їх великої політичної чи економічної вартості застосовуються лише за умови безпосередньої загрози кризи, і тому проведений нами аналіз характеризує ці заходи як ті, що сприяють виникненню валютної кризи.

9. Іншого лагу впливу. Більшого, коли показник здійснює переважно більш довгостроковий вплив, і коротшого, коли лаг впливу становить лише декілька днів, тижнів чи місяців. Наприклад, негативний вплив середньої, а не великої кількості валютних криз у інших країнах, який спричиняє ефект поширення, може пояснюватися тим, що у разі великої кількості валютних криз по країнах у регіоні вони поширюються на слабкіші країни дуже швидко і ці країни випадають з аналізу в цьому ж році, як ті, що вже мають валютну кризу.

10. Великого періоду виміру показника. Ми беремо річні дані, при цьому можуть залишитися непоміченими тимчасові великі флуктуації значень показника протягом значно меншого періоду часу.

11. Низької чи високої бази порівняння для відносних показників. Це частково компенсовано застосуванням різних варіацій виміру ряду показників, але на етапі виключення сильнокорелюючих між собою незалежних змінних ця перевага була частково втрачена.

12. Компенсуючої дії сукупності інших факторів. Наприклад, у Східній Європі, за результатами аналізу, більше обслуговування зовнішнього боргу здійснює позитивний вплив. Але на початковому етапі трансформації зовнішній борг був значно меншим (хоча і швидко зростав) і відповідно менше мав обслуговуватися, водночас значення інших показників економіки в цілому були в дуже несприятливому діапазоні. Із завершенням основного періоду трансформації зовнішній борг вже був більшим і відповідно його обслуговування, але значення інших показників перейшли до сприятливого діапазону.

13. Недосконалого виміру значень показників. Це може бути пов'язане з неточними значеннями в джерелах, застосуванням нами інших показників як наближення замість необхідного нам показника, недосконалістю бальних оцінок, відсутністю даних по частині показників, якщо вони застосовуються для підрахунку сумарного показника.

14. Завищеної кількості спостережень для показників глобальної дії, значення яких однакові для всіх країн у певний період часу. Протягом періоду в 12 років ми маємо лише обмежену кількість варіантів значень таких показників, як економічне зростання у світі, зростання цін на акції в США тощо. Їх видимий вплив може бути спотворений

ефектом поширення, недосконалими оцінками кореляції між факторами глобальної дії. Особливо цей ефект проявляється у разі виявленого взаємовпливу двох таких факторів.

15. Структурних змін. Внаслідок структурних змін у майбутньому частина виявлених закономірностей може зникнути або виникнуть нові закономірності.

Але необхідно зазначити, що ці спотворюючі ефекти в більшості притаманні й іншим дослідженням.

Тепер перейдемо до викладення емпіричних досліджень інших науковців і отриманих нами результатів. Але перед цим потенційні фактори необхідно систематизувати. У науковій літературі застосовуються такі класифікації:

- Дж. Френкель і А. Роуз поділяють фактори на іноземні (фактично показники розвинених країн), зовнішні, внутрішні макроекономічні показники і структуру боргу [28, с. 2];

- Х. Едісон – на показники поточного балансу, показники капітального балансу, показники реального сектора, фінансові показники, глобальні показники [42, с. 7–8];

- Н. Йовановська – на макроекономічні та монетарні показники, показники, пов'язані з платіжним балансом, монетарні та кредитні показники [234];

- С. Гош і А. Гош – на структурні (дієвість законодавства, права акціонерів, права кредиторів і показники заборгованості корпорацій) та макроекономічні показники [231, с. 11–12];

- Ч. Малдер, Р. Переллі та М. Роча – на показники корпоративних балансів, композитні показники корпоративного і банківського сектора, макроекономічні балансові та інституційні показники, законодавчі показники [235, с. 5–7];

- Г. Камінські, С. Лізондо і К. Райнхарт: зовнішній сектор (капітальний рахунок, параметри боргу, поточний рахунок, міжнародні змінні), фінансовий сектор (фінансова лібералізація, інші фінансові змінні), реальний сектор, державні фінанси, інституційні й структурні змінні, політичні змінні [229, с. 10–12].

Ми використаємо для зручності поділ факторів на такі групи і підгрупи:

- валютний курс і ціни (номінальний валютний курс, реальний валютний курс, внутрішні ціни, світові ціни);

- зовнішня торгівля (баланс поточного рахунку, торговий баланс, експорт, імпорт, структура зовнішньої торгівлі, регулювання зовнішньої торгівлі);

- неторгові показники платіжного балансу (допомога і поточні трансфери, баланс доходів і обслуговування зовнішнього боргу, агреговані показники платіжного балансу, прямі іноземні інвестиції, портфельні інвестиції, інші інвестиції, потоки капіталу за джерелом походження, регулювання руху капіталу);

- зовнішні активи і зобов'язання (золотовалютні резерви і зобов'язання монетарної влади, зовнішній борг, структура зовнішнього боргу, короткостроковий зовнішній борг, активи і зобов'язання іноземних банків);

- гроші та процентні ставки (гроші та квазіліквідні зобов'язання, процентні ставки);

- банківський сектор (активи комерційних банків, пасиви комерційних банків, активи фінансової системи, регулювання банківської діяльності, банківські кризи);

- державний сектор (баланс державного бюджету, витрати, доходи, ставки податків, державний борг);

- реальний сектор економіки і ринок акцій (ВВП, споживання, заощадження та інвестиції, виробництво в секторах економіки, ринок акцій, розподіл доходів і показники праці, неформальна економіка);

- політичні фактори (політична система, кризові явища політичного характеру);

- інші фактори (економічна свобода, належність до регіону, валютні кризи).

Така класифікація умовна, оскільки деякі показники можна віднести одночасно до декількох груп факторів. Наприклад, баланс поточного рахунку можна віднести і до неторгових показників платіжного балансу (ми виходили з міркувань тіснішого зв'язку: поточний рахунок значною мірою визначається торговим балансом).

Ми розглядаємо як внутрішні показники країн, так і ряд міжнародних факторів, оскільки країни, що розвиваються, і частково країни з перехідною економікою достатньо вразливі до коливань економічних показників інших країн. Пояснюється це тим, що [236, с. 20-21]:

1. Значна кількість країн, що розвиваються, мають високу експортну квоту і недиференційовану структуру експорту, внаслідок чого платіжний баланс є дуже вразливим до коливань світових цін і попиту на товари, які експортують ці країни.

2. Часто такі країни не мають добре розвинених внутрішніх фінансових ринків, що надає менших можливостей для уряду ефективно залучати кошти з внутрішніх джерел за наявності дефіциту державного бюджету.

3. Країни, що розвиваються, часто вимушені отримувати іноземні позики не в національній, а іноземній валюті.

4. Багато країн, що розвиваються, накопичили великий борг в іноземній валюті, обслуговування якого вимагає профіциту торгового балансу, або додаткового притоку капіталу.

5. Міжнародний ринок активів країн, що розвиваються, не є достатньо ефективним.

Статистика свідчить, що відношення зовнішньоторгового обороту до ВВП у 1994 році в країнах, що розвиваються, становило 54 % у той час, коли в розвинених країнах – лише 37 % [236, с. 19], а під час кризи чистий вплив іноземного приватного капіталу з основних країн-одержувачів Латинської Америки і Південно-Східної Азії становив 15–20 % їх ВВП [237].

4.2. Валютний курс і ціни

У науковій літературі найголовнішим фактором валютних криз визнається переоцінка реального валютного курсу, одностороннього або багатостороннього. В огляді Дж. Хокінса і М. Клау емпіричних досліджень інших вчених кількість праць, у яких використання реального валютного курсу дає статистично значущі результати, становить 39 (перше місце серед розглянутих факторів) [227, с. 3–5].

Порівняно з нормальним докризовим рівнем, реальний валютний курс напередодні валютної кризи переоцінений більше, ніж на 20 % [76, с. 23]. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо стверджують, що за два роки перед валютною кризою реальний валютний курс у країнах, що розвиваються, на 0,4 стандартні відхилення більше, ніж у спокійний період, а в розвинених країнах – на 0,6 стандартні відхилення. Проте у процентному вимірі переоцінка реального валютного курсу в країнах, що розвиваються, більша. Але цей фактор виявився не таким значущим для резервних криз і валютних криз, пов'язаних з банківськими кризами [25, с. 15]. Для того, щоб бути впевненим, що країна перебуває в безпечній зоні (тобто в ній не відбудеться валютна криза з імовірністю не менше 99 %), реальний валютний курс протягом попередніх чотирьох років має знизитись більше, ніж на 75 % у країнах, що розвиваються, і на 33 % у розвинених країнах [32].

Розглядаючи дію цього фактора в регіональному розрізі, С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семьюел вказують на важливість цього фактора в Латинській Америці, але не в Азії чи решті країн [45, с. 32]¹. Проте Х. Едісон вказує на важливість впливу реального валютного курсу як у Латинській Америці, так і в Азії [42, с. 56]². Е. Нітітанпрапас і Т. Уїллет ураховують можливість взаємодії факторів і приходять до висновку, що переоцінений реальний валютний курс за умови дефіциту поточного рахунку сприяє виникненню валютної кризи, але наявність великих золотовалютних резервів здатна захистити національну валюту від знецінення [238, с. 15]. Проте Д. Сальваторе, навпаки, не розглядає реальний валютний курс як фактор, оскільки він, на його думку, не додає інформацію, порівняно з поточним рахунком [239].

М. Клейн і Н. Маріон вказують на вплив, принаймні в Латинській Америці, тривалості прив'язки валютного курсу – протягом року після встановлення прив'язки має більше шансів бути зміненою, ніж піс-

¹ Використовується пробіт-регресія, розглянутий період: 1981–1999 рр.

² Застосовується сигнальний метод, розглянутий період: 1970–1995 рр.

ля проходження більшого періоду часу, що пояснюється меншою довірою до неї [240, с. 18]. Але інші фактори, пов'язані з регулюванням валютного курсу, мало впливають на виникнення валютних криз: наявність множинного валютного курсу, валютний контроль [229, с. 22–23, 32], режим валютного курсу [241, с. 21]. Хоча Т. Пелтонен показує, що менш гнучкі режими валютного курсу протидіють виникненню валютної кризи [233].

Інфляція в огляді Дж. Хокінса і М. Клау є значущим фактором у 14 працях (сьоме місце) [227, с. 3–5]. Валютним кризам у цілому передує більша інфляція, ніж у спокійні періоди. Особливо це характерне для розвинених країн, якщо перевищення вимірюється у стандартних відхиленнях, але, якщо перевищення вимірюється у процентах, то у країнах, що розвиваються, воно більше. Проте таке перевищення меншою мірою характерне для валютних криз, пов'язаних із банківськими кризами, а інфляція навіть менша перед гострими кризами [25, с. 37]. М. Кумар, У. Мурті та У. Перраудін замість континуального показника інфляції використовують логічну змінну наявності високої інфляції (у річному вимірі – більше 100 %) [36, с. 12]. Вони вказують на незначущість впливу цієї змінної в період 1985–1990 рр., але такий вплив стає значущим при вилученні періоду 1990–1994 рр.

Щодо світових цін, то Х. Едісон зазначає про підвищений ризик валютної кризи за умови зростання цін на нафту, у тому числі в Азії, але не в Латинській Америці [42, с. 47, 56]. За висновками М. Кумара, У. Мурті та У. Перраудіна, ціни на непаливні товари не здійснювали істотного впливу протягом розглянутого ними періоду 1985–1999 рр., але стають значущими при вилученні періоду 1990–1994 рр. [36, с. 12].

Результати нашого дослідження показують (див. додаток Е), що значне *номінальне знецінення національної валюти* (більше 7%) за інших рівних умов впливає негативно (підвищує імовірність виникнення валютної кризи на 6 п.п.). Тобто менш стійкі валюти більш вразливі. Залежно від умов існують різні варіації цього впливу, причому можливий різного роду нелінійний зв'язок, відсутній або протилежний вплив. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі (рівень значущості для різниці у впливі менше 0,01) є:

- сильніший такий самий вплив, ніж за інших рівних умов (значне номінальне знецінення підвищує імовірність валютної кризи на 14 п.п.), спостерігається на Близькому Сході;
- позитивний вплив незначного знецінення – при значних золотовалютних резервах або високій дієвості законодавства (остання негативно

корелює з бар'єрами для імпорту, тобто знецінення національної валюти компенсує негативні ефекти від ліберального режиму для імпорту);

- негативний вплив подорожчання національної валюти – при середньому імпорті зброї, значних надходженнях від туризму, зростанні процентних ставок, зменшенні процентних платежів по державному боргу, швидкому зростанні кінцевого споживання (менш достовірно зазначене відхилення спостерігається також при високих процентних ставках).

Подорожчання долара відносно СДР більше 3% впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший такий самий вплив – при невеликому обслуговуванні зовнішнього боргу відносно надходжень, значних валових потоках приватного капіталу;

- позитивний вплив стійкого курсу долара – при високій дієвості законодавства;

- позитивний вплив стійкого курсу долара і негативний здешевлення – при низькій частці імпорту продукції обробної промисловості (менш достовірно – при середньому імпорті зброї, значних надходженнях від туризму, високих процентних ставках, зростанні процентних ставок, зменшенні процентних платежів по державному боргу, швидкому зростанні кінцевого споживання).

Кореляційний аналіз за меншою вибіркою показує, що негативний вплив (з лагом у 1 рік) подорожчання долара проти євро або корзини євро практично зник у 1990-х рр., але існував негативний вплив прискорення подорожчання долара проти ієни (особливо для Східної Азії). Для Латинської Америки негативний вплив здійснювало подорожчання долара проти фунта стерлінгів [242]. Пов'язаний вплив цих курсів із динамікою імпорту розвинених країн [243].

Більша позитивна *різниця між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку* (показник завищеності офіційного валютного курсу) впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив невеликої позитивної різниці – при значному державному бюджеті, зростанні доходів державного бюджету;

- відсутній, якщо не протилежний вплив – при профіциті державного бюджету;

- позитивний вплив значної різниці – при низькій частці депозитів до запитання у всіх депозитах (менш достовірно – при значному зростанні цін на пшеницю).

Повільне зменшення різниці між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку здійснює позитивний, але статистично не-

значущий вплив. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив повільного зменшення при невеликому відхиленні валютного курсу на чорному ринку від офіційного, середньому зростанні кількості грошей та інфляції.

Реальна переоцінка національної валюти за ПКС (відхилення валютного курсу від розрахованого на основі ПКС з поправкою на рівень розвитку країни) не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив значної недооцінки – при значному фінансовому секторі, значних витратах на оборону, високому рівні економічного розвитку;

- негативний вплив будь-якої недооцінки – при зростанні надходжень від туризму, негативних інших інвестиціях в банки;

- негативний вплив значної недооцінки і позитивний вплив невеликої недооцінки – при великому державному бюджеті;

- позитивний вплив більшої недооцінки – при зростанні чистих надходжень прямих іноземних інвестицій, значних золотовалютних резервах відносно короткострокового зовнішнього боргу.

Значне зростання реального ефективного валютного курсу (більше 4%) впливає негативно, помірне зростання – позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший такий самий вплив – при середньому рівні економічного розвитку;

- негативний вплив значного зростання – при середньому імпорті зброї, значних надходженнях від туризму.

Також існує негативний вплив зменшення реального ефективного валютного курсу при відносному зменшенні резервних грошей, тобто намагання підтримання конкурентоспроможності виробників за рахунок занадто жорсткого обмеження пропозиції грошей задля приборкання інфляції може мати негативні наслідки.

Нульова *реальна переоцінка національної валюти за торговим балансом* (зростання реального ефективного курсу з часу виникнення дефіциту торгового балансу) здійснює позитивний, але незначущий вплив. Є ознаки того, що за окремих умов вплив додатної переоцінки може бути як позитивним (при низьких процентних ставках або швидкому зростанні кінцевого споживання) так і негативним (у Латинській Америці і при невеликій вазі державних підприємств в економіці).

Нульова *реальна переоцінка національної валюти за поточним рахунком* також здійснює позитивний, але незначущий вплив. Вплив

додатної переоцінки може бути негативним при значних надходженнях інших інвестицій (а отже, фінансуванні дефіциту поточного рахунку переважно не за рахунок прямих інвестицій) і позитивним (при невеликому надходженні портфельних інвестицій або швидкому економічному зростанні).

Покращення умов торгівлі не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив їх погіршення при погіршенні балансу державного бюджету, значних витратах на зарплату в державному бюджеті.

Незначне регулювання цін здійснює позитивний, але незначущий вплив. За окремих умов може стати доцільним зовсім різний ступінь такого регулювання.

Значне зростання цін на пшеницю (а цей показник істотно корелює з динамікою цін на продукцію рослинництва взагалі) здійснює позитивний, але незначущий вплив. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив зменшення – при значному позитивному процентному диференціалі;
- позитивний вплив мінімального зростання і негативний зменшення – при зростанні процентного диференціала;
- позитивний вплив мінімального зростання – при подорожчанні національної валюти, значній частці експорту продукції обробної промисловості, мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму;
- позитивний вплив мінімального зростання і негативний значного зростання – при швидкому економічному зростанні, значній торгівлі акціями;
- негативний вплив значного зростання – у Східній Азії, значній частці приватного у зовнішньому боргу, значному відносному зростанні кількості грошей і квазігрошей (можливо наявний спотворюючий ефект, викликаний ефектом поширення).

Цікавим є те, що вплив динаміки цін на пшеницю істотно не залежить від того, чи є країна нетто-експортером чи нетто-імпортером продуктів харчування.

Кореляційний аналіз за меншою вибіркою показує, що у той же час інфляція в розвинених країнах не здійснює значущого впливу на валютні крахи в країнах, що розвиваються. Негативний вплив зменшення інфляції в розвинених країнах існував у 1970-і – I пол. 1980-х рр., але далі став несуттєвим [242]. Вплив цього показника був пов'язаний, зокрема, із динамікою імпорту розвинених країн [243].

4.3. Зовнішня торгівля

У огляді Дж. Хокінса і М. Клау стан поточного рахунку платіжного балансу як значущий фактор зустрічається в 19 працях (п'яте місце), експорт – у 13 (восьме місце), а умови торгівлі – у 9 (дванадцяте місце) [227, с. 3–5]. Серед інших показників цієї групи як фактори валютних криз виділяють торговий баланс [229, с. 32] і відношення експорту до імпорту [34, с. 27] (С. Камін також розглядає вплив зміни експортних цін, але не знаходить підтвердження його значущості, хоча розглянуто більш ранній період: 1953–1983 рр. [229, с. 25, 32]).

Погіршення цих показників стосовно зменшення надходження іноземної валюти пов'язується із більшою імовірністю валютної кризи. Зокрема, за півтора роки до валютної кризи зростання експорту більше ніж на 20% є меншим за його зростання у спокійний період [76, с. 23]. Проте Г. Камінські та К. Райнхарт стверджують, що валютним кризам передують менші темпи зростання як експорту, так й імпорту, пов'язуючи це зі зменшенням економічної активності [5, с. 10]. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо показують, що особливо дефіцит поточного рахунку передуює валютним кризам, пов'язаним із проблемами банківського сектора, і валютним кризам із повільним відновленням. Експорт, умови торгівлі та торговий баланс значущі лише незадовго перед валютною кризою, але умови торгівлі значущі протягом довшого періоду перед валютними кризами у країнах, що розвиваються, і перед валютними кризами, пов'язаними з проблемами банківського сектора [25, с. 15, 20]. Дж. Френкель і Е. Кавалльо також приходять до висновку, що більша відкритість економіки (за обсягами зовнішньої торгівлі) пов'язана з меншою імовірністю раптового припинення припливу капіталу і валютних крахів [244, с. 18].

У регіональному розрізі Х. Едісон зазначає, що як для Латинської Америки, так і для Азії важлива динаміка експорту [42, с. 56]. С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семьюел – умови торгівлі. Але при цьому в Латинській Америці важливим також є баланс поточного рахунку, а в Азії – зростання експорту [45, с. 32]. М. Клейн і Н. Маріон розглянули вплив торгової концентрації (відношення торгівлі з країною прив'язки – США до торгівлі з іншими країнами) в Латинській Америці та прийшли до висновку, що збільшення цього показника в період після падіння Бреттон-Вудської системи до 1991 р. значуще збільшує імовірність девальвації [240, с. 16].

Безпечній зоні у країнах, що розвиваються, відповідає ситуація, коли трирічне зростання умов торгівлі більше 55 % (у розвинених країнах більше 49 %), зростання експорту більше 443 % (249 %), профіцит поточного рахунку більше 17 % ВВП (3 %) [32].

Результати нашого дослідження показують, що профіцит *балансу поточного рахунку* здійснює позитивний, але незначущий вплив. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив профіциту при стійкому кредиті банкам від монетарної влади, зменшенні процентних платежів по державному боргу.

Середній *кумулятивний дефіцит балансу поточного рахунку* здійснює негативний, але незначущий вплив. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив значного дефіциту – при чистому продовольчому імпорті;
- позитивний вплив мінімального дефіциту – при профіциті балансу доходів.

Більший *зовнішньоторговий оборот* впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший такий самий вплив – при чистому продовольчому імпорті, малій кількості валютних криз у регіоні;
- негативний вплив невеликого і позитивний середнього – при зростанні процентного диференціала;
- позитивний вплив великого і негативний вплив середнього – при негативному кумулятивному сальдо фінансового рахунку мінус прямі іноземні інвестиції.

Швидше *зростання експорту* впливає позитивно. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив лише значного зростання при мінімальних надходженнях інших інвестицій.

Зростання імпорту здійснює позитивний, але незначущий вплив. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив невеликого зростання і негативний вплив зменшення – при швидкому зростанні кінцевого споживання, низькій нерівності у доходах населення;
- позитивний вплив невеликого зростання – при значних золотовалютних резервах;
- негативний вплив значного зростання і позитивний вплив невеликого зростання – при чистому продовольчому імпорті, низькій частці високотехнологічного експорту;

- негативний вплив невеликого зростання – при середній частці високотехнологічного експорту, середній частці експорту продукції обробної промисловості.

Кореляційний аналіз за меншою вибіркою також вказує на наявність негативного впливу меншого приросту імпорту в розвинені країни Європи і Японію [243].

Середній *імпорт зброї* (від 0,1 до 0,5 % ВВП) впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив значного імпорту зброї – при великому зовнішньоторговому обороті, значних надходженнях від туризму, значному фінансовому секторі, високому рівні економічного розвитку – останній показник у більшості випадків також передбачає невеликий зовнішній державний борг, низький рівень корупції тощо (країна може імпортувати більше зброї за сприятливих економічних показників);

- відсутній значущий вплив (можливо позитивний вплив значного імпорту зброї) – при подорожчанні національної валюти, профіциті балансу доходів, значних золотовалютних резервах, мінімальних процентних платежах по державному боргу;

- негативний вплив більшого імпорту зброї – при середній частці вимог банків до державних підприємств.

Середня або значна *частка страхування і фінансових послуг у експорті* здійснює позитивний, але незначущий вплив. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив значної частки при значній торгівлі акціями.

Чистий продовольчий імпорт впливає позитивно. Залежність від експорту продукції харчування пов'язана з більшими ризиками, ніж залежність від імпорту продукції харчування. Але є ознаки позитивного впливу і чистого продовольчого експорту – при низькій процентній ставці по зовнішньому боргу.

Частка високотехнологічного експорту не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив низької частки – при значному зростанні імпорту, невеликій кількості грошей і квазігрошей відносно золотовалютних резервів;

- позитивний вплив середньої і негативний низької частки – при швидкому економічному зростанні;

- позитивний вплив середньої частки – при значних золотовалютних резервах.

Частка експорту продукції обробної промисловості не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив низької частки – при зменшенні частки вимог банків до загального уряду, значній частці інвестицій у ВВП;
- негативний вплив середньої частки – при малій неформальній економіці;
- негативний вплив значної частки – при значних витратах на оборону (можливо тому, що більша частка палива у експорті надає кращі можливості для фінансування витрат на оборону).

Частка імпорту продукції обробної промисловості не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив більшої частки – при середній частці вимог банків до загального уряду;
- негативний вплив середньої частки – при середній дієвості законодавства.

Середня частка експорту руди і металів (від 1 до 4 % експорту) впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив середньої частки і негативний вплив низької – при покращанні балансу державного бюджету;
- негативний вплив низької частки – при значній частці інвестицій у ВВП;
- негативний вплив середньої частки – при погіршенні балансу державного бюджету.

Більші надходження від туризму впливають позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший такий самий вплив – при зменшенні частки вимог банків до загального уряду;
- відсутній вплив – при середньому імпорті зброї, високому рівні економічної свободи, високій дієвості законодавства.

Коливання надходжень від туризму більше $\pm 0,1\%$ ВВП, як не дивно, впливають позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив стійких надходжень і позитивний вплив їх зменшення – при низькій нерівності у доходах населення;
- позитивний вплив зменшення надходжень – при великій кількості валютних криз у країні – основному кредиторі або в її зоні;
- позитивний вплив зростання надходжень – на Близькому Сході;
- відсутній вплив – при високій дієвості законодавства.

Низькі, але ненульові, *експортні мита* здійснюють позитивний, хоча і незначущий вплив (цей показник сильно корелює із зростанням цін на акції). Є ознаки того, що при стійкій частці вимог банків до державних підприємств позитивно впливає більший рівень експортного мита. За деяких інших умов можливі відхилення у впливі від загальної закономірності, але менші.

Низький *тарифний протекціонізм* (різниця між надходженнями від імпортного мита відносно імпорту та надходженнями від експортного мита відносно експорту менше 4 %) впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив лише значного протекціонізму – при нульовій втечі капіталу;

- негативний вплив середнього протекціонізму (тобто кращими є дві альтернативи: або дуже низький або дуже високий рівень тарифного захисту національних виробників) – при профіциті поточного рахунку, значній частці неподаткових надходжень державного бюджету (останній показник сильно корелює з величиною чистого експорту енергоносіїв).

Зростання тарифного протекціонізму (зростання вищезазначеної різниці на 2 % і більше) впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив зменшення – при значних надходженнях від туризму;

- відсутній значущий вплив – при значному фінансовому секторі.

4.4. Рух капіталу

Баланс руху капіталів у огляді Дж. Хокінса і М. Клау є значущим у чотирьох працях (сімнадцяте місце) [227, с. 3–5]. Оцінки дії цього фактора суперечливі. С. Едвардз не виявляє значущого впливу суми потоків короткострокового капіталу та помилок і упущень (хоча розглянутий період охоплює 1962–1982 рр.) [229, с. 23, 32]. Дж. Сакс, А. Торнелл і А. Веласко зазначають, що надмірний приплив іноземного капіталу не додає ризику порівняно із завищеним реальним валютним курсом, надмірним зростанням кредиту приватному сектору і недостатніми валютними резервами, а частка короткострокового у припливі капіталу значуща лише для країн з недостатніми резервами, надмірним зростанням кредиту приватному сектору і недостатніми валютними резервами [228, с. 16–17].

М. Кумар, У. Мурті та У. Перраудін вказують на роль портфельних інвестицій, але незначущість впливу відхилення прямих іноземних інвестицій від тренда [36, с. 11–12]. Проте Дж. Френкель і А. Роуз, за результатами графічного аналізу, виявляють обернену залежність виникнення валютної кризи від частки прямих іноземних інвестицій у потоках капіталу [28, с. 14]. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо відзначають істотно більше відношення припливу короткострокового іноземного капіталу до ВВП відносно спокійних періодів, який потім різко міняє напрям, у випадку валютних криз, пов'язаних з проблемами банківського сектора, та гострих валютних криз, але не відзначають такої чіткої закономірності щодо інших видів валютних криз [25, с. 20].

Безпечній зоні у країнах, що розвиваються, відповідає ситуація, коли чисті портфельні інвестиції становлять понад 31 % ВВП (у розвинених країнах більше 11 %), зростання чистих портфельних інвестицій – понад 32 % ВВП (9 %), прямі інвестиції – більше 5,6 % ВВП (6,8 %) [32].

Мало впливає на виникнення валютних криз лібералізація капітального рахунку [36, с. 12]. З іншого боку, є докази того, що менші обмеження на рух капіталу сприяють меншій імовірності виникнення валютних криз [245, с. 18].

Результати нашого дослідження показують, що профіцит *балансу доходів*, який значною мірою залежить від попереднього припливу і відпливу капіталу, здійснює позитивний, але незначущий вплив. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є вже значущий негативний

вплив більшого дефіциту балансу доходів при профіциті поточного рахунку.

Обслуговування зовнішнього боргу відносно ВНД не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив середнього обслуговування – при значній частці експорту продукції обробної промисловості;
- негативний вплив значного обслуговування – при середній нерівності у доходах населення.

Значне обслуговування зовнішнього боргу відносно надходжень (а саме державного і гарантованого державою боргу відносно експорту більше 17 %) впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив середнього обслуговування – при зростанні безробіття;
- відсутній значущий (можливо протилежний) вплив – при зменшенні процентного диференціала.

Від’ємне сальдо фінансового рахунку мінус прямі інвестиції (тобто відсутність накопиченого припливу волатильного капіталу) здійснює позитивний, але незначущий вплив. Є ознаки того, що існує схожий, але вже значущий вплив при середньому зростанні кількості грошей та інфляції, середній реальній процентній ставці або великому зовнішньоторговому обороті; позитивний вплив від’ємного і негативний вплив невеликого додатного сальдо – при невеликих надходженнях портфельних інвестицій; позитивний вплив значного додатного сальдо – при малій кількості валютних криз у регіоні (тобто приплив волатильного капіталу корисний, доки немає загрози поширення кризи з інших країн).

Мінімальні чисті надходження прямих інвестицій (до 0,9% ВВП) як і приватного капіталу в цілому (ці показники сильно корелюють) впливають негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив лише значних надходжень – при значному фінансовому секторі;
- позитивний вплив середніх надходжень – при середній неформальній економіці;
- негативний вплив середніх надходжень – при зменшенні тарифного протекціонізму;
- негативний вплив значних надходжень і позитивний вплив середніх – при невеликих додатних інших інвестиціях у країну в банки;

- негативний вплив значних надходжень – при середньому регулюванні цін, низькій торгівлі акціями;

- відсутній вплив – при мінімальних процентних платежах по державному боргу, високій дієвості законодавства.

Існує також позитивний вплив мінімальних надходжень при низьких податках на дохід фізичних осіб.

Зростання чистих надходжень прямих інвестицій як і приватного капіталу в цілому не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив стійких надходжень при зменшенні реального ефективного курсу або низькій нерівності у доходах населення.

Відплив *портфельних інвестицій* впливає позитивно, але незначуще. Але є ознаки того, що існує негативний вплив більших або значних надходжень портфельних інвестицій при зменшенні надходжень інвестицій і витрат державного бюджету, низьких експортних митах, мініальному спреді по процентних ставках, уповільненні економічного зростання; позитивний вплив невеликих надходжень – при переоцінці національної валюти за поточним рахунком або банківській кризі.

Зростання надходжень портфельних інвестицій у країну не здійснює значущого впливу. Але є ознаки того, що існує позитивний вплив їх зростання – при зростанні надходжень від туризму, зменшенні золотовалютних резервів, середніх витратах на оборону; негативний вплив зростання надходжень – при значному зростанні золотовалютних резервів.

Інші інвестиції (показник, що сильно корелює з припливом капіталу в цілому) не здійснюють значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив мінімальних надходжень інших інвестицій – при низькому тарифному протекціонізмі, високому рівні економічного розвитку;

- позитивний вплив мінімальних надходжень і негативний вплив значних надходжень – при значному зростанні експорту;

- позитивний вплив відпливу – при значному фінансовому секторі, негативному зовнішньому фінансуванні дефіциту державного бюджету,

- негативний вплив значних надходжень – при повільному зростанні виробництва сільськогосподарських культур.

Зменшення надходжень інвестицій більше ніж на 1 % ВВП (цей показник сильно корелює із зменшенням витрат державного бюджету) впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив стійких надходжень – при високому рівні економічної свободи;
- негативний вплив стійких надходжень і позитивний вплив зростання – при значній частці високотехнологічного експорту, низьких процентних ставках (процентні ставки сильно корелюють з інфляцією);
- відсутній значущий вплив (можливо позитивний вплив зростання надходжень) – при значному позитивному процентному диференціалі.

Практично нульові *інші інвестиції в країну в монетарну владу* впливають позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив від'ємних – при значній частці вимог банків до загального уряду;
- позитивний вплив нульових і негативний вплив додатних – при стійкій частці вимог банків до загального уряду.

Інші інвестиції в країну в загальний уряд не здійснюють значущого впливу. Але за окремих умов наявний достатньо різний значущий вплив.

Значні додатні *інші інвестиції в країну в банки* впливають позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив невеликих додатних і позитивний вплив від'ємних – при переоцінці національної валюти за ПКС;
- негативний вплив невеликих додатних – при значних чистих надходженнях прямих інвестицій;
- негативний вплив від'ємних – при низькій нерівності у доходах населення.

Інші інвестиції в країну в інші сектори не здійснюють значущого впливу. Але є ознаки того, що існує позитивний вплив невеликих додатних таких інвестицій – при профіциті поточного рахунку або зменшенні частки вимог банків до державних підприємств; негативний вплив невеликих додатних – при значній частці експорту руди і металів, нульовій втечі капіталу, значному зростанні економічної свободи.

Пряма *втеча капіталу* з країни впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив прямої втечі капіталу – при значній частці імпорту продукції обробної промисловості;
- позитивний вплив нульової втечі капіталу і негативний прямої – при великому зовнішньоторговельному обороті;
- негативний вплив нульової втечі капіталу – при значному тарифному протекціонізмі;
- позитивний вплив прямої втечі капіталу – при значній частці вимог банків до загального уряду.

Інші інвестиції інших секторів не здійснюють значущого впливу. Але наявний негативний вплив значного зменшення чистих іноземних активів інших секторів – при мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму; негативний вплив мінімального зменшення зазначених активів – при високих податках на дохід фізичних осіб.

Пільгова допомога від МВФ не здійснює значущого впливу. Але за окремих умов наявний різний вплив надходжень, виплати по пільговій допомозі від МВФ або їх відсутності. Наприклад, програють країни з низьким рівнем розвитку, що не мають справу з такою допомогою.

Більші *валові потоки приватного капіталу* впливають позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив невеликих потоків – при стійкому курсі долара, покращанні балансу державного бюджету, зростанні витрат на зарплату в державному бюджеті;
- позитивний вплив невеликих потоків – при середніх чистих надходженнях прямих інвестицій.

Останній фактор є одним з показників досягнутого рівня фінансової глобалізації. Оскільки тривають особливо жваві суперечки з приводу позитивного чи негативного впливу фінансової глобалізації на фінансову стабільність, розглянемо дію цього фактора детальніше.

Так, відношення валових міжнародних потоків приватного капіталу до ВВП з 1970 по 2000 р. зросло в світі з 4 до 29 %, але також тимчасово зменшувалось, особливо в 1975, 1982–1983 та 1994 рр. [17]. Розглянемо на основі кореляційного аналізу за більш широкою вибіркою країн характер і значущість (рівень значущості менше 0,05) впливу цього показника і його зростання на кризовість (визначення кризовості за двома методами див. у підрозділі 1.3) з лагом 0-5 років за період 1970–2003 рр.

У світі в цілому потоки капіталу здійснювали позитивний антикризовий вплив (значущі негативні коефіцієнти кореляції з лагом за різними методами 0–5 або 3–5 років), а їхнє зростання – теж позитивний (0 років лише за одним з методів). У країнах з високим доходом – позитивний (1 та 4–5 або 4–5 років), зростання – позитивний (1 рік за одним методом). У країнах з середнім і низьким доходом – позитивний (0–5 років), зростання – незначущий. У країнах з високим середнім доходом – незначущий негативний, зростання – незначущий. У країнах з низьким середнім доходом – позитивний (0–3 або 0–5 років), зростання – позитивний (2 років). У країнах з низьким доходом – позитивний (0–5 років), зростання – незначущий.

У Східній Азії і Океанії – незначущий негативний, зростання – позитивний (2 або 3 і 5 років) або негативний (4 роки). У Латинській Америці і Карибських островах – незначущий позитивний, зростання – незначущий. На Близькому Сході і в Північній Африці – позитивний (1–3 або 2–4 років), зростання – незначущий позитивний. У Південній Азії – незначущий позитивний, зростання – негативний (4 роки). В Африці південніше Сахари – позитивний (0–5 років), зростання – незначущий.

Якщо розглядати відносний рівень і динаміку фінансової глобалізації окремих груп країн (порівняно із світовим рівнем), результати будуть такими. У країнах з високим доходом відносно більші потоки капіталу впливають позитивно (1 рік), відносно більше їх зростання – теж позитивно (2 роки лише за одним методом). У країнах із середнім і низьким доходом – негативно (3–5 або 4–5 років). У країнах з високим середнім доходом – негативно (0–5 або 0–2 і 4–5 років). У країнах з низьким середнім доходом – позитивно (1–2 роки), зростання – позитивно (5 років лише за одним методом). У країнах з низьким доходом – позитивно (4–5 або 5 років). У Східній Азії і Океанії – негативно (3–4 роки). У Латинській Америці і Карибських островах – негативно (0–4 або 0–2 і 5 років). На Близькому Сході, в Північній Африці і Південній Азії – незначуще негативно. В Африці південніше Сахари – позитивно (5 або 1 і 5 років).

Для аналізу впливу середніх значень незалежної змінної, обчислимо коефіцієнт кореляції між кризовістю і квадратом відхилення потоків чи їх зростання від середньої. Якщо середню незалежної змінної розглядати окремо для кожної групи країн, то значущі результати будуть такими. В усіх країнах середні значення потоків капіталу здійснюють негативний вплив (0–2 або 0–3 років). У країнах з середнім і

низьким доходом – негативний (0–3 або 1–3 роки). У країнах з високим середнім доходом – позитивний (5 років лише за одним методом). У країнах з низьким доходом – негативний (1–3 роки лише за одним методом), зростання потоків – негативний (1–2 або 2 і 5 років). У Східній Азії і Океанії зростання – позитивний (5 або 4–5 років). Якщо середню незалежної змінної брати для всіх країн однакову (10,7 % ВВП для потоків капіталу і 1,05 для їх зростання), то значущі результати по групах країн відрізняються. Вплив середніх значень потоків капіталу є значуще позитивним з різними лагами (але переважно майже з усіма розглянутими) у країнах з доходом нижче середнього, а по регіонах – в Африці та на Близькому Сході. З лагом 5 років вплив негативний у країнах з високим середнім доходом. Щодо впливу середніх темпів зростання потоків капіталу, то його характер такий самий як і при різних середніх по групах країн, а різниця полягає лише у лагах впливу.

Таким чином, питання негативного чи позитивного впливу фінансової глобалізації за критерієм ризику виникнення валютних криз залишається дискусійним. З одного боку, порівняно з повоєнним періодом сучасний період глобалізації призвів до зростання частоти валютних криз, але з середини 1980-х рр. при продовженні процесу фінансової глобалізації спостерігався обернений ефект. В середині сучасного періоду глобалізації валові міжнародні потоки приватного капіталу здійснюють швидше позитивний антикризовий вплив. Але просування країн з високим середнім доходом, Східної Азії та Латинської Америки швидше за інших у напрямі залучення до фінансової глобалізації негативно відобразилося на стабільності валютних ринків цих країн. Країни з високим доходом та доходом нижче середнього навпаки внаслідок відносно більшого руху капіталу вигравали у стабільності. Існують аргументи на користь наявності певного середнього рівня фінансової глобалізації, яка максимізує або мінімізує рівень валютної стабільності. Але застосування різної методології дає суперечливі результати щодо характеру впливу цього середнього рівня.

4.5. Зовнішні активи і зобов'язання

Валютні резерви є одним з найважливіших факторів валютних криз в огляді Дж. Хокінса і М. Клау (значущий фактор у 34 працях – друге місце) [227, с. 3–5]. Використовується як динаміка цього показника [5, с. 37], так і його співвідношення з іншими показниками: валютні резерви до імпорту [28], валютні резерви до ВВП, іноземні активи центрального банку до грошової бази, чисті іноземні активи до M1 [229, с. 22–23], M2 до валютних резервів [228].

У середньому за 12 місяців до валютної кризи валютні резерви зменшуються більше ніж на 20 %, нижче нормального рівня. Відношення M2 до валютних резервів особливо зростає перед гострими валютними кризами, кризами з повільним відновленням, валютними крахами і резервними кризами. Проте значне зменшення валютних резервів не спостерігається перед валютними крахами і валютними кризами, пов'язаними з банківськими кризами [25, с. 18]. Безпечній зоні у країнах, що розвиваються, відповідає ситуація, коли валютні резерви до M2 більше 85 % (у розвинених країнах більше 54 %), зміна валютних резервів до M2 – понад 41 % (33 %), валютні резерви до імпорту товарів і послуг – більше 18,5 місяців (11 місяців), зміна валютних резервів до імпорту – понад 10,4 місяців (6,7 місяців), валютні резерви до короткострокового боргу – більше 343 %, зміна валютних резервів до короткострокового боргу – понад 140 % [32].

Зовнішній борг в огляді Дж. Хокінса і М. Клау зустрічається в шести працях (чотирнадцяте – п'ятнадцяте місце), а борг іноземним комерційним банкам – у п'яти (шістнадцяте місце) [227, 3–5]. Дж. Френкель і А. Роуз на основі графічного аналізу приходять до висновку, що країни, які потерпають від валютних криз, схильні мати відносно спокійних періодів більше відношення зовнішнього боргу до ВВП, великі частки боргу, позиченого комерційними банками, боргу з плаваючою процентною ставкою, короткострокового боргу і невеликі частки пільгового боргу, боргу міжнародним банкам розвитку і державного боргу, а також зменшення відношення кумулятивних прямих іноземних інвестицій до зовнішнього боргу. Але пробіт-регресія підтверджує значущість не всіх показників, а більша частка державного боргу вже збільшує імовірність валютної кризи [28]. Поясненням останньої закономірності, крім витіснення приватного боргу, може бути сприяння більшого боргу, гарантованого державою, посиленню проблеми морального ризику [234]. Х. Едісон вказує на

роль зміни та рівня відношення короткострокового боргу до валютних резервів [42, с. 47] (М. Бус'єр зазначає, що цей фактор впливає в більш короткостроковому періоді, ніж інші [246]), а С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семюел – на відхилення відношення зовнішнього боргу до експорту від довгострокової середньої, хоча вплив останнього фактора незначний у Латинській Америці та Азії [45, с. 32].

Безпечній зоні у країнах, що розвиваються, відповідає ситуація, коли витрати на обслуговування зовнішнього боргу відносно експорту становлять менше 6,72 %, зовнішній борг до експорту – менше 40 %, офіційний зовнішній державний борг до загального зовнішнього державного боргу – понад 87 % [32].

Але парадоксальним є висновок А. Дрехера, Б. Херца і В. Карба про те, що ймовірність валютної кризи є більшою за умови невеликого обслуговування зовнішнього боргу відносно експорту. Їх пояснення полягає у тому, що валютна і боргова кризи в середньо- і довгостроковому періоді можуть бути альтернативними засобами фінансування державного бюджету: за умови значних витрат на обслуговування уряд може надати перевагу фінансуванню за допомогою дефолту порівняно з інфляційними і девальваційними методами [247, с. 18, 20, 25].

Результати нашого дослідження показують, що помірне *зменшення зовнішнього боргу* (центрального банку, яке сильно корелює із зменшенням загального зовнішнього боргу) здійснює позитивний, але незначущий вплив. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив зростання боргу – при середньому зовнішньому і державному боргу;
- позитивний вплив значного зменшення боргу – при значній частці страхування і фінансових послуг у експорті, зростанні безробіття;
- позитивний вплив невеликого зменшення боргу – при значному зростанні експорту;
- позитивний вплив невеликого зменшення і негативний вплив значного зменшення – при покращанні балансу державного бюджету;
- негативний вплив більшого зменшення боргу – при зростанні державного боргу.

Чисті золотовалютні резерви менше 10 % імпорту і доходів, сплачених за рік, впливають негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив невеликих і негативний значних резервів – при зростанні витрат на зарплату в державному бюджеті;

- позитивний вплив більших резервів – при середньому зростанні світового виробництва і попиту.

Значне зростання золотовалютних резервів впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив більшого зростання – при стійкому балансі державного бюджету;

- негативний вплив мінімального зростання – при високому рівні економічного розвитку.

Більші золотовалютні резерви (у наступному році, розраховані на основі тренда) впливають позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший такий самий вплив – при низьких процентних ставках;

- негативний вплив лише невеликих резервів – при значному зростанні економічної свободи (лібералізація економіки має бути забезпеченою достатнім обсягом золотовалютних резервів);

- позитивний вплив лише значних резервів – при середньому зростанні світового виробництва і попиту;

- позитивний вплив середніх резервів – при мінімальних процентних платежах по державному боргу (у цьому разі великі резерви можуть бути зайвими);

- відсутній значущий вплив – при відпливі портфельних інвестицій, стабільному русі портфельних інвестицій у країну, зменшенні процентних платежів по державному боргу.

Значні золотовалютні резерви відносно короткострокового боргу (понад 400 %) впливають позитивно. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив лише невеликих резервів (менше 150 %) при значному зростанні економічної свободи.

Великий зовнішній борг, понад 70 % ВВП (який сильно корелює із державним боргом), впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив невеликого боргу (менше 40 %) при невеликому зростанні запасів. Цікавим є те, що важливість негативного впливу зовнішнього боргу зростає при певних ознаках політичної нестабільності та в країнах з нерозвиненим ринком акцій. Але позитивний вплив зовнішнього боргу проявляється, коли зовнішні джерела фінансування потрібні для розвитку країн з низьким науково-технічним потенціалом (виходячи з кількості вчених та інженерів).

Середня частка зовнішнього боргу в доларах (від 50 до 73 %), як не дивно, впливає негативно. Але, наприклад, висока частка є оптимальною при значних витратах на оборону, а низька – при зростанні чистих надходжень прямих інвестицій.

Висока частка приватного боргу (негарантованого державою) у зовнішньому боргу впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив нульової частки – при значному фінансовому секторі;

- негативний вплив значної частки – при низьких, але ненульових експортних митах.

Значний короткостроковий зовнішній борг (понад 37 % експорту і надходжень доходів) впливає негативно. Але за умови середнього зростання кількості грошей та інфляції існує позитивний вплив лише невеликого короткострокового зовнішнього боргу (менше 20 % експорту і надходжень доходів).

4.6. Гроші та процентні ставки

Пропозиція грошей є значущим фактором в огляді Дж. Хокінса і М. Клау у 20 працях (четверте місце), реальні процентні ставки – у 10 працях (десяте – одинадцяте місце) [227, с. 3–5].

Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо відзначають більше зростання номінальних $M1$ і $M2$ перед валютною кризою, ніж у спокійні періоди. Реальні $M1$ і $M2$ характеризуються спочатку прискоренням зростання, а потім уповільненням перед валютною кризою. Проте зростання номінальних $M1$ і $M2$ перед кризою не перевищувало рівня у спокійні періоди у випадку гострих валютних криз і валютних криз із швидким відновленням [25, с. 16]. Г. Камінські, С. Лізондо і К. Райнхарт як фактори розглядають інші показники пропозиції грошей – надмірний баланс $M1$, тобто перевищення у процентах $M1$ над оціненим попитом як функції від реального ВВП, внутрішньої інфляції і часового тренда, і грошовий мультиплікатор (за $M2$) [229, с. 37].

Як правило, валютним кризам передують підвищення процентних ставок, що може відображати нещодавню фінансову лібералізацію або сувору монетарну політику у відповідь на перегрів економіки або тиск на валютний курс [76, с. 22]. Іншим поясненням може бути ефект несприятливого вибору, коли кредит під більшу процентну ставку можуть взяти швидше позичальники для більш ризикових проєктів, а також погіршення фінансового стану позичальників. Проте, як показують оцінки Дж. Азіза, Ф. Карамаззи і Р. Сальгадо, хоча реальні процентні ставки зростають перед валютною кризою, здебільшого вони менші, ніж у спокійні періоди, що свідчить про експансійну монетарну політику. Така особливість перш за все характерна для країн, що розвиваються. Але перед валютними кризами, пов'язаними з проблемами банківського сектора, реальні процентні ставки в цілому більші, ніж у спокійні періоди [25, с. 44].

Г. Камінські, С. Лізондо і К. Райнхарт, навпаки, зазначають, що використання цього показника для передбачення валютних криз дає лише мінімальну перевагу, а процентний диференціал і відношення номінальних кредитних до депозитних процентних ставок не надають корисної інформації [229, с. 37]. Теоретичним підґрунтям для використання останнього показника (значущість його впливу все ж підтверджують результати нашого аналізу) є те, що більший розрив між кредитними і депозитними процентними ставками може свідчити як про нерозвиненість фінансової системи, так і про більшу премію за

ризик [234]. У регіональному розрізі Х. Едісон зазначає, що як реальні процентні ставки, так і процентний диференціал є значущим фактором в Азії, але в Латинській Америці їх використання дає лише мінімальну перевагу [42, с. 56].

Істотний вплив на виникнення валютних криз здійснюють процентні ставки в розвинених країнах. Дж. Френкель і А. Роуз для цього розглядають зважене середнє процентних ставок у США, Німеччині, Японії, Франції, Великобританії і Швейцарії, де вага залежать від частки боргу у відповідній валюті [28]. За висновками Дж. Азіза, Ф. Карамаззи і Р. Сальгадо, світові процентні ставки зростають особливо перед валютними кризами у розвинених країнах, валютними крахами, валютними кризами з повільним відновленням і, як не дивно, м'якими валютними кризами [25, с. 19]. Проте М. Сасін, розглядаючи вплив середньої процентних ставок у США та Німеччині, вказує на їх більшу величину перед валютними кризами у країнах, що розвиваються, але меншу величину перед валютними кризами у розвинених країнах¹ [241, с. 21]. Х. Едісон та С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семюел розглядають вплив процентних ставок у США. С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семюел вказують на вплив цього фактора в Латинській Америці та Азії, але не в решті країн [45, с. 32], а Х. Едісон – на незначущість такого впливу в Латинській Америці [42, с. 56].

Також М. Кумар, У. Мурті та У. Перраудін вказують на незначущість впливу індикатора глобальної ліквідності, розрахованого на основі реальних процентних ставок і надлишкового МЗ у країнах ОЕСР [36, с. 12].

Результати нашого дослідження показують, що нульове *відносне* (до ВВП) *зростання резервних грошей* здійснює позитивний, але незначущий вплив. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив зростання цього відношення при мінімальному зменшенні державного боргу (менш достовірно також при високих податках і низькій частці зовнішнього у державному боргу). Зменшення є оптимальним при значному зростанні економічної свободи.

Значний *рівень монетизації* впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив меншого рівня – при високій дієвості законодавства;

¹ Необхідно зазначити, що Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо розглядають період 1975-1997 рр., а М. Сасін – 1990-1999 рр.

- негативний вплив низького рівня – при малій кількості валютних криз у регіоні.

Відносне (до ВВП) зростання кількості грошей не здійснює впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив зростання цього відношення – при високому рівні економічного розвитку;
- негативний вплив зменшення – при малій неформальній економіці.

Велика кількість грошей і квазігрошей відносно золотовалютних резервів впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив значної кількості – при низькій частці імпорту продукції обробної промисловості, високій дієвості законодавства;
- позитивний вплив невеликої кількості – при значному зростанні економічної свободи;
- позитивний вплив середньої кількості – при середніх капітальних витратах державного бюджету.

Значне зростання кількості грошей (за М2 понад 22 %) та інфляція (ці показники сильно корелюють) впливають негативно. Значущого протилежного впливу не спостерігається. Але є ознаки того, що саме середнє зростання кількості грошей (на 12 – 22 %) є оптимальним при малій кількості валютних криз у регіоні або зростанні доходів державного бюджету.

Значне відносне (до ВВП) зростання кількості грошей і квазігрошей (або кредитування) впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив значного зростання – при значному зростанні цін на пшеницю;
- позитивний вплив мінімального зростання і негативний вплив значного – при фактично однопартійній системі;
- негативний вплив мінімального зростання – при зменшенні обороту торгівлі акціями;
- негативний вплив зменшення і позитивний вплив мінімального зростання – при низьких процентних ставках.

Більші (номінальні) процентні ставки впливають негативно (цей показник також сильно корелює з інфляцією). Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив лише високих процентних ставок (облікова ставка більше 15 %) при значних чистих надходженнях прямих інвестицій або малій кількості валютних криз у регіоні.

Практично нульове *зростання облікової ставки* впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив незмінної ставки при мінімальних банківських резервах. Цікавим є також те, що у разі банківської кризи доцільно залишати облікову ставку незмінною, а у випадку профіциту поточного балансу підвищувати її.

Невелике *зменшення процентних ставок* (по кредитах на 0–1,5%) впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив невеликого зменшення і негативний вплив зростання – при подорожчанні національної валюти;
- позитивний вплив більшого зменшення – при профіциті державного бюджету (тобто експансійна грошово-кредитна політика можлива за умов рестрикційної фіскальної політики);
- негативний вплив значного зменшення – при значній частці неоподаткованих надходжень до державного бюджету (це переважно у країнах нетто-експортерів палива), низьких податках на дохід фізичних осіб;
- відсутній вплив – при низьких процентних ставках, значних витратах на оборону.

Реальна процентна ставка не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив високої ставки – при невеликих надходженнях портфельних інвестицій,
- позитивний вплив середньої ставки – при чистому продовольчому імпорті, низьких номінальних процентних ставках.

Мінімальний *спред по процентних ставках* (менше 5%) впливає позитивно (цей показник сильно корелює з зростанням цін на акції, цін на товари у виробників, рядом процентних ставок, дивідендним доходом, зростанням заробітної плати, державним боргом відносно доходів бюджету). Наявні ознаки того, що за окремих умов доцільним є і великий спред або вплив цього фактора відсутній.

Більша *процентна ставка по зовнішньому боргу* впливає негативно. Наявні ознаки того, що висока ставка є другим кращим варіантом після низької при середніх валових потоках приватного капіталу.

Зменшення процентної ставки по зовнішньому боргу здійснює позитивний, але незначущий вплив. Значущих відхилень від цього впливу нами не виявлено (зокрема, зважаючи на відносно меншу кількість спостережень з наявними даними по цьому фактору).

Низька *світова процентна ставка* (ЛІБОР по долару на 3 місяці до 5%) впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив середньої і позитивний вплив низької ставки – при мінімальних процентних платежах по державному боргу;
- негативний вплив середньої ставки – у Східній Азії (хоча, цілком можливо, присутній спотворюючий ефект поширення), значному позитивному процентному диференціалі.

Також є ознаки того, що висока світова процентна ставка стає більш доцільною, ніж низька при невеликому обслуговуванні зовнішнього боргу відносно надходжень, низькому безробітті.

Кореляційний аналіз за меншою вибіркою показує, що негативний вплив більших процентних ставок та дохідності облігацій розвинених країн або їх збільшення існував у 1970-х – I пол. 1980-х рр., але в 1990-х рр. перетворився на незначущий позитивний (у Латинській Америці існує значущий позитивний вплив зростання цих показників) [242].

Значний позитивний *процентний диференціал* (з поправкою на динаміку валютного курсу) здійснює позитивний, але незначущий вплив. Але за різних умов можливі різні оптимальні значення цього показника.

Зростання процентного диференціала також здійснює позитивний, але незначущий вплив. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив зменшення процентного диференціала – при значних надходженнях від туризму, мінімальних банківських резервах, значному фінансовому секторі.

4.7. Банківський сектор

Кредит є значущим фактором в огляді Дж. Хокінса і М. Клау у 18 працях (шосте місце) [227, с. 3–5]. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо відзначають більше зростання внутрішнього кредиту перед валютними кризами, ніж у спокійні періоди. Проте зростання внутрішнього кредиту перед кризою не перевищує рівня у спокійні періоди у випадку гострих валютних криз і валютних криз із швидким відновленням [25, с. 16].

С. Едвардз вказує на значущий вплив відношення внутрішнього кредиту державному сектору до всього кредиту, зростання кредиту, зростання кредиту державного сектора і зростання відношення кредиту державному сектору до ВВП [229, с. 32]. Проте Дж. Сакс, А. Торнелл і А. Веласко зазначають, що значне зростання відношення кредиту приватному сектору до ВВП здатне спровокувати валютну кризу лише за відсутності великих валютних резервів [228]. М. Сасін зазначає, що у країнах, що розвиваються, сприяє виникненню валютної кризи більша активність небанківських інститутів, виражена як частка депозитів, яка в них перебуває. Він припускає, що такі фінансові посередники за відсутності достатнього банківського контролю сприяють більшому моральному ризику. Але в розвинених країнах спостерігається прямо протилежний вплив [241, с. 21].

Безпечній зоні відповідає ситуація, коли внутрішній кредит приватному сектору в країнах, що розвиваються, становить менше 2 % ВВП (у розвинених країнах – менше 13 % ВВП), а зменшення цього показника – на більше ніж 6 % ВВП (5 %) [32].

У регіональному розрізі Х. Едісон вказує на вплив відношення кредиту до ВВП і слабкий вплив депозитів комерційних банків по всіх країнах і в Латинській Америці зокрема, але не в Азії [42, с. 56]. Проте С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семюел вказують на значущість впливу відношення зростання внутрішнього банківського кредитування до ВВП лише в Латинській Америці, але при цьому чим більший цей показник, тим менше імовірність валютної кризи. Можливим поясненням цього є те, що зростання банківських кредитів може уповільнюватися за умови уповільнення зростання виробництва, або недосконалість застосованого методу [45, с. 32].

Результати нашого дослідження показують, що значні *банківські резерви* (понад 20 % депозитів) впливають негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив мінімальних банківських резервів – при невеликих чистих золотовалютних резервах;
- відсутній вплив – при низькій нерівності у доходах населення.

Також є ознаки того, що існує негативний вплив мінімальних банківських резервів при значній частці зовнішнього боргу у державному боргу, середній частці державних інвестицій у валових інвестиціях, зменшенні цін акцій у доларах, високій підтримці президента на виборах.

Зменшення банківських резервів здійснює негативний, але незначущий вплив. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив незмінних резервів – при зростанні державного боргу;
- негативний вплив зростання резервів – при повільному зростанні світового виробництва і попиту, значному зростанні економічної свободи.

Зростання внутрішніх вимог банків не здійснює ніякого впливу. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив мінімального зростання цих вимог при значному зростанні експорту або значних надходженнях від туризму.

Значна частка вимог банків до загального уряду впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив мінімальної частки – при низькому тарифному протекціонізмі, профіциті державного бюджету;
- позитивний вплив значної частки – при прямій втечі капіталу.

Зростання частки вимог банків до загального уряду (більше ніж на 1 % від всіх внутрішніх вимог) впливає негативно. Цей показник сильно корелює із зростанням банківських депозитів. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є сильніший такий самий вплив при значних надходженнях від туризму. Але є ознаки того, що існує позитивний вплив зростання цієї частки – при значній частці зовнішнього боргу у державному боргу і негативний вплив зменшення вимог банків до загального уряду – при зростанні обороту торгівлі акціями.

Середня частка вимог банків до державних підприємств (від 2,5 до 9 % вимог до всіх підприємств) впливає позитивно. Цей показник може характеризувати роль державних підприємств в економіці. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив низької частки – при мінімальному зростанні кількості грошей та інфляції, значних капітальних витратах державного бюджету;

- відсутній значущий вплив – при зростанні доходів державного бюджету.

Зростання частки вимог банків до державних підприємств (більше ніж на 0,1 % вимог до всіх підприємств) впливає негативно. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив зменшення цієї частки (можливо внаслідок приватизації) – при малій неформальній економіці. Є ознаки того, що існує також негативний вплив зменшення частки при високому безробітті, зростанні безробіття, стійких надходженнях від туризму. А загалом помітна частка державних підприємств чи її зростання можуть бути позитивним явищем швидше лише за умов зваженої фіскальної, грошово-кредитної політики, нерозвиненої тіньової економіки, невирішеної проблеми безробіття.

Значний фінансовий сектор (банківські депозити більше 38 % ВВП, але цей показник сильно корелює і з обсягами кредиту та ринкової капіталізації) впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив більшого фінансового сектора – при необмеженому строку служби голови уряду;
- негативний вплив середнього фінансового сектора – при середньому зростанні кількості грошей та інфляції;
- негативний вплив значного фінансового сектора – при зменшенні процентного диференціала;
- відсутній значущий вплив – при середньому імпорті зброї, середній частці високотехнологічного експорту.

Значна частка депозитів до запитання у всіх депозитах (більше 33 %, що характеризує низьку довіру до банків) впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший негативний вплив більшої частки – при зменшенні частки вимог банків до загального уряду, середніх капітальних витратах державного бюджету, відсутності революцій;
- негативний вплив середньої частки – при значних надходженнях від туризму, зменшенні безробіття.

Зростання частки депозитів до запитання в банках не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив більшого зростання – при низькій частці високотехнологічного експорту;
- негативний вплив стійкої – при зростанні процентного диференціала;

- негативний вплив зменшення – при малій неформальній економіці.

Зростання кредиту банкам від монетарної влади впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив зростання і позитивний вплив стійкого кредиту в Східній Європі або при низькій нерівності у доходах населення.

Значні додатні *вимоги банківської системи до держави* (більше 10 % ВВП) впливають негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший такий самий вплив – при середньому зростанні світового виробництва і попиту;

- негативний вплив невеликих додатних вимог – при середньому регулюванні цін;

- негативний вплив від’ємних вимог – при мінімальному зростанні економічної свободи (менш достовірно також при нульових інших інвестиціях у країну в монетарну владу, зменшенні процентної ставки по зовнішньому боргу, мінімальних процентних платежах по державному боргу);

- відсутній значущий вплив (можливо, негативний вплив від’ємних вимог) – при значних надходженнях від туризму, значних чистих золотовалютних резервах, стійкому економічному зростанні.

Зростання активів фінансової системи не здійснює значущого впливу (цей показник корелює із відношенням короткострокового зовнішнього боргу відносно ВВП у наступному році, розрахованим на основі тренда). Але за окремих умов стає доцільним зменшення порівняно із зростанням цих активів (при значному кумулятивному дефіциті поточного рахунку, негативних інших інвестиціях у країну в загальний уряд, стійкій частці вимог банків до загального уряду, мінімальному спреді по процентних ставках, низькій частці депозитів до запитання у всіх депозитах).

Наявність системи страхування депозитів не здійснює значущого впливу. Але за деяких умов вона впливає лише негативно. Тим самим захист від банківської кризи може бути пов’язаним з підвищенням ризику виникнення валютної кризи.

Банківська криза впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив банківської кризи – при малій кількості валютних криз у регіоні (менш достовірно і за ряду інших умов);

- позитивний вплив банківської кризи – при значній частці інвестицій у ВВП (це єдина умова, за якої наявний такий, незвичний, характер впливу). Можливо, це можна пояснити, що в таких умовах центральний банк, не надаючи кредити банкам, сприяє виникненню банківської кризи, але стримує зростання пропозиції національної валюти, уникаючи валютної кризи. Але більш імовірним поясненням може бути те, що в країнах з високою часткою інвестицій у ВВП поширення кризи з банківської сфери на валютну відбувається швидше: валютна криза відбувається в тому ж році, що і банківська. А отже спостереження по такій країні в цьому році випадає з нашого аналізу.

4.8. Державні фінанси

Центральним фактором у групі показників державних фінансів є баланс державного бюджету. В огляді Дж. Хокінса і М. Клау він розглядається як значущий фактор у 10 працях (десяте – одинадцяте місце) [227, с. 3–5]. Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо вказують на те, що перед валютною кризою дефіцит державного бюджету в цілому більший ніж у спокійні періоди [25, с. 20]. Вплив цього показника, за висновками М. Сасіна, має велике значення для країн, що розвиваються, і значно менше для розвинених країн [241, с. 21]. Водночас, розглядаючи країни, що розвиваються, С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семюел зазначають, що вплив дефіциту державного бюджету є значущим для всіх країн, але не в Латинській Америці та не в Азії [45, с. 32]. Безпечній зоні у країнах, що розвиваються, відповідає ситуація, коли профіцит державного бюджету більше 5 % ВВП (у розвинених країнах більше 1 %), а його зміна – понад 10 % ВВП (10 %) [32]. Проте, як стверджує О. Сула, вплив цього показника на імовірність раптового припинення припливу капіталу суперечливий [248].

Іншим фактором цієї групи є зміна відношення споживання уряду до ВВП, але Дж. Сакс, А. Торнелл і А. Веласко зазначають, що він значущий лише для країн з низькими валютними резервами та завищеним реальним валютним курсом або надмірним зростанням кредиту приватному сектору [228]. Теоретично вплив цього показника можна пояснити тим, що його збільшення принаймні частково має супроводжуватися зростанням імпорту, що сприятиме зменшенню валютних резервів або збільшенню зовнішнього боргу [234]. У короткостроковому періоді також підвищують імовірність виникнення валютної кризи боргові кризи [247, с. 25].

Результати нашого дослідження показують, що *зростання балансу державного бюджету* (у бік профіциту) впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив більшого зростання при середній частці експорту руди і металів або низькій світовій процентній ставці. Цікавим є те, що зменшення балансу державного бюджету може стати оптимальним при погіршенні умов торгівлі або необмеженому строку служби голови уряду.

Значний дефіцит державного бюджету впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негатив-

ний вплив профіциту державного бюджету при мінімальному зростанні економічної свободи. Але загальна закономірність стає значущою при впливі портфельних інвестицій, значних витратах на оборону (дефіцит за рахунок значних непродуктивних витрат), значному зменшенні процентних ставок (поєднання експансійної грошово-кредитної і експансійної фіскальної політики), середній частці вимог банків до державних підприємств.

Від'ємне зовнішнє фінансування дефіциту державного бюджету впливає позитивно, але незначуще. Цей вплив стає значущим при впливі інших інвестицій, значних витратах на оборону, відсутності політичних вбивств. Але протилежний вплив спостерігається при мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму, низькій торгівлі акціями, середньому рівні економічної свободи, зменшенні процентного диференціала.

Значний державний бюджет впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- значущий позитивний вплив значного бюджету – при невеликій недооцінці національної валюти за ПКС;
- негативний вплив середнього бюджету – при значних витратах на оборону.

Капітальні витрати державного бюджету (відносно всіх витрат) не здійснюють значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив середніх капітальних витрат – при середній кількості грошей і квазігрошей відносно золотовалютних резервів;
- негативний вплив значних капітальних витрат – при мінімальних процентних платежах по державному боргу.

Витрати на зарплату в державному бюджеті (відносно всіх витрат) не здійснюють значущого впливу. Але за різних умов доцільними можуть бути невеликі, середні або значні витрати на зарплату. Наприклад, останнє характерне при низькій частці імпорту продукції обробної промисловості, значному фінансовому секторі, високому рівні економічного розвитку.

Зменшення витрат на зарплату в державному бюджеті (зменшення їх частки більше ніж на 0,7 % від усіх витрат) впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив зростання цих витрат і негативний вплив стійких – при чистому продовольчому імпорті;
- негативний вплив їх зростання – при значних чистих золотова-

лютних резервах.

Невеликі *витрати на оборону* (менше 1,7 % ВВП), як не дивно, впливають негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив лише значних витрат на оборону – при високому рівні економічного розвитку, низькій частці споживання;
- позитивний вплив середніх витрат на оборону – при значній недооцінці національної валюти за ПКС;
- відсутній значущий вплив (можливо позитивний вплив невеликих та середніх витрат на оборону) – при низькій нерівності у доходах населення, парламентській формі правління.

Є також ознаки, що існує негативний вплив значних витрат на оборону – при виплатах за пільговою допомогою МВФ, послабленні збройних конфліктів.

Зростання процентних платежів по державному боргу (зростання їх частки більше ніж на 0,7 % від усіх витрат) впливає негативно. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив зменшення процентних платежів при мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму (менш достовірно також при профіциті поточного рахунку, значній частці імпорту продукції обробної промисловості, значному зростанні внутрішніх вимог банків).

Більші процентні платежі по державному боргу впливають негативно. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є відсутній значущий вплив при значних золотовалютних резервах відносно короткострокового зовнішнього боргу.

Зростання доходів державного бюджету впливає позитивно, але незначуще. Цей вплив стає значущим при середньому зростанні кількості грошей та інфляції. Крім того, можливі за різних умов оптимальність мінімального зростання цих доходів або оптимальність крайніх варіантів (зменшення чи зростання доходів).

Більша частка неподаткових надходжень державного бюджету впливає позитивно, але незначуще (цей показник сильно корелює з чистим експортом паливних товарів). Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив низької частки – при середніх капітальних витратах державного бюджету;
- позитивний вплив середньої частки – при повільному зростанні світового виробництва і попиту (цей показник сильно корелював у розглянутому періоді із динамікою цін на нафту);

- позитивний вплив низької частки – при середніх чистих надходженнях прямих інвестицій та приватного капіталу;

- негативний вплив значної частки – при середньому тарифному протекціонізмі, відпливу інших інвестицій.

Низькі *податки на прибуток корпорацій* (максимальна маржинальна ставка менше 28 %) впливають позитивно. Відхилень у впливі, внаслідок обмеженої кількості спостережень за цим показником не виявлено.

Низькі *податки на дохід фізичних осіб* впливають позитивно, але незначуще. Але за окремих умов значущим стає позитивний вплив або низьких або високих податків. Наприклад, при нестачі надходжень прямих інвестицій податки мають бути низькими або середніми, а при значних надходженнях прямих інвестицій чи значному відносному зростанні кількості грошей і квазігрошей – високими.

Зростання державного боргу не здійснює значущого впливу. Поясненням може бути те, що це явище, крім навантаження на державний бюджет, може використовуватися як засіб стримування зростання грошової маси або відображати формування валютних резервів. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є негативний вплив мінімального зменшення державного боргу при низькій частці споживання. Прикладом інших відхилень є негативний вплив зростання державного боргу за умов зростання чистих надходжень прямих інвестицій або невеликих інших інвестиціях в банки.

Більша *частка зовнішнього боргу у державному боргу* впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив високої частки при середній частці експорту продукції обробної промисловості. Тому, можливо, зовнішні запозичення для держави є більш доцільними за умов достатньо диверсифікованого експорту.

4.9. Реальний сектор економіки і ринок акцій

Виробництво в огляді Дж. Хокінса і М. Клау є значущим фактором у 23 працях (третє місце) [227, с. 3–5]. У цілому валютним кризам передують менші темпи зростання ВВП, а безпечній зоні відповідає ситуація, коли зростання реального ВВП більше 14 % (у розвинених країнах – понад 13 %) [32]. Але здебільшого розглядається не власне ВВП, а його нестача – відхилення від середньої попередніх років (хоча С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семюел не відзначають значущий вплив цього показника [45, с. 32]) або від лінійного тренда. М. Сасін розглядає останній показник, взятий у квадраті, мотивуючи це тим, що як депресія, так і надмірний економічний бум можуть бути потенційно небезпечним для інвестора, який вкладає кошти в даній валюті [241, с. 21].

Розглядаючи структуру ВВП, Дж. Сакс, А. Торнелл і А. Веласко зазначають, що відношення інвестицій або заощаджень до ВВП не додають корисної інформації порівняно з реальним ефективним курсом, зростанням кредиту приватному сектору і валютними резервами [228]. Щодо індексу промислового виробництва, валютним кризам передують така сама поведінка цього показника, як і ВВП, а безпечній зоні відповідає ситуація, коли зростання промислового виробництва в країнах, що розвиваються, понад 46 % (у розвинених країнах більше 23 %) [32]. У регіональному розрізі Х. Едісон вказує на те, що промислове виробництво є значущим фактором як у Латинській Америці, так і в Азії [42, с. 56].

Х. Едісон вказує на вплив менших темпів зростання виробництва у США та країнах Великої Сімки і, зокрема, на валютні кризи у Латинській Америці. Скорочення виробництва в розвинених країнах означає скорочення експорту з інших країн [42, с. 47, 56]. Проте С. Камін, Дж. Шиндлер і Ш. Семюел, навпаки, вказують на незначний вплив зростання виробництва в розвинених країнах на валютні кризи у Латинській Америці та більший його вплив в Азії та решті країн [45, с. 32].

В огляді Дж. Хокінса і М. Клау ціни на акції розглядаються як значущий фактор у 11 працях (дев'яте місце) [227, с. 3–5]. За оцінками Дж. Азіза, Ф. Карамаззи і Р. Сальгадо, зростання цін на акції у реальному вимірі або в іноземній валюті перед валютними кризами менше ніж у спокійні періоди, особливо перед валютними кризами, пов'язаними з банківськими кризами. Але ці результати не настільки

значущі, оскільки відхилення в цілому незначне і ціни на акції можуть демонструвати різну динаміку залежно від часу до валютної кризи [25, с. 17]. Не знаходить підтвердження вплив динаміки цін на акції у А. Пістеллі [249, с.13]. У регіональному розрізі Х. Едісон вказує на значущість впливу цін на акції як у Латинській Америці, так і в Азії [42, с. 56].

Дані щодо впливу рівня безробіття суперечливі. Якщо Дж. Азіз, Ф. Карамазза і Р. Сальгадо зазначають, що валютним кризам передують більше безробіття, ніж у спокійні періоди [25, с. 37], то М. Сасін вказує на незначний вплив цього показника [241, с. 21].

Результати нашого дослідження показують, що невелика *частка у світовому ВВП* (до 0,02 %), яка характеризує малу величину економіки країни, впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив невеликої і позитивний вплив середньої частки – при мінімальних банківських резервах;

- негативний вплив великої частки – при чистому продовольчому імпорті, низькій частці імпорту продукції обробної промисловості, значних позитивних інших інвестиціях у країну в банки, високому рівні економічного розвитку (менш достовірно і при середній частці високотехнологічного експорту, зменшенні або мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму, мінімальних надходженнях інших інвестицій, зростанні процентного диференціала, зменшенні процентних платежів по державному боргу, малій чисельності вчених та інженерів, високій поляризації уряду і парламенту, середній кількості валютних криз у країні – основному торговому партнері або в її зоні);

- відсутній значущий (можливо протилежний до загальної закономірності) вплив – при невеликому зростанні імпорту.

Значне *прискорення економічного зростання* впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив стійкого економічного зростання на Близькому Сході.

Значне *зростання світового виробництва і попиту* (зростання ВВП більше 3,1 %) впливає негативно (можливо внаслідок сильної позитивної кореляції із світовими процентними ставками і цінами на нафту в 1990-і рр.). Найбільш достовірним відхиленням у впливі є сильніший такий самий вплив у Східній Азії, при значних золотовалютних резервах, мінімальних процентних платежах по державному боргу, високій дієвості законодавства.

Кореляційний аналіз за меншою вибіркою показує, що позитивний вплив більшого економічного зростання в Західній Європі істотно зменшився в 1990-х рр. [242]. Вплив цього показника був пов'язаний, зокрема, із динамікою імпорту в західноєвропейських країнах [243]. Вплив динаміки ВВП США і Японії був майже відсутнім, крім негативного впливу прискорення економічного зростання в Японії. Проявляється також прямий зв'язок між збільшенням приросту ВВП США і імовірністю виникнення валютних криз у Латинській Америці в наступному році і цей зв'язок має тенденцію до посилення [242].

Більший *рівень економічного розвитку* (вимірюється за відхиленням від середнього доходу на душу населення у світі) впливає позитивно. Цей фактор сильно корелює з такими показниками: позитивно – з рядом показників економічної свободи (відсутність корупції, імпортних бар'єрів, краще регулювання бізнесу), негативно – із залежністю від зовнішньої допомоги, рядом показників зовнішнього і державного боргу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив лише низького рівня розвитку – при значних витратах на оборону, необмеженому строку служби голови уряду;
- негативний вплив низького і позитивний вплив середнього рівня розвитку – при високому рівні монетизації;
- відсутній вплив – при значній частці страхування і фінансових послуг у експорті, мінімальних надходженнях інших інвестицій.

Швидке *економічне зростання* (на душу населення понад 4 %) впливає позитивно, повільне (від 1 до 4 %) – негативно. Цікаво, що рецесія або стагнація є другим кращим варіантом. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- позитивний вплив рецесії або стагнації і негативний вплив повільного економічного зростання – при чистому продовольчому імпорті, низькій частці споживання;
- відсутній значущий вплив (можливо негативний вплив швидкого економічного зростання) – при низькій частці високотехнологічного експорту.

Середнє *економічне зростання в країнах-торгових партнерах* впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив рецесії або стагнації – при профіциті балансу доходів (оскільки тоді, імовірно, країна має значні закордонні активи у торгових партнерів і починає їх втрачати), необмеженому строку

служби голови уряду;

- негативний вплив швидкого зростання – при нульовому відносному зростанні резервних грошей, високій поляризації уряду і парламенту.

Швидке зростання кінцевого споживання впливає позитивно, але незначуще. Але за окремих умов можливий зовсім різний вплив.

Низька частка споживання (до 79 % ВВП) впливає позитивно (цей показник також сильно корелює з залежністю від зовнішньої допомоги, дефіцитом торгового балансу, нестачею заощаджень). Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив більшої частки – при зростанні державного боргу;

- позитивний вплив низької і негативний вплив середньої частки – при значних витратах на оборону;

- негативний вплив середньої частки – при середній частці експорту руди і металів, значному фінансовому секторі;

- позитивний вплив значної частки – при зменшенні процентних платежів по державному боргу (менш достовірно – при малій чисельності вчених та інженерів, нульовому чистому продовольчому імпорту, низькій дієвості законодавства);

- позитивний вплив значної частки – при середніх податках на дохід фізичних осіб (менш достовірно – при середній частці державних інвестицій);

- відсутній вплив – при низькій частці імпорту продукції обробної промисловості, мінімальних процентних платежах по державному боргу, високій поляризації уряду і парламенту.

Зростання внутрішніх заощаджень не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив зменшення заощаджень – у Східній Європі;

- позитивний вплив зменшення і негативний вплив стійких заощаджень – при зменшенні надходжень від туризму;

- позитивний вплив зменшення заощаджень – при значному фінансовому секторі, високому рівні економічної свободи;

- негативний вплив зростання заощаджень – при середніх надходженнях від туризму.

Зростання інвестицій не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив зменшення – при профіциті балансу доходів, зменшенні надходжень інвестицій і витрат державного бюджету;

- негативний вплив швидкого зростання – при від’ємному кумулятивному сальдо фінансового рахунку мінус прями інвестиції.

Низька *частка інвестицій* (в основні фонди до 18 % ВВП) впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший такий самий вплив – при мінімальному спреді по процентних ставках;

- позитивний вплив значної і негативний вплив середньої частки – при зростанні процентного диференціала, стійкому безробітті;

- негативний вплив середньої частки – при значних позитивних інших інвестиціях у країну в банки;

- відсутній значущий вплив (можливо позитивний від низької частки) – при низькій частці депозитів до запитання у всіх депозитах.

Зростання запасів не здійснює значущого впливу. Але за різних умов можливий зовсім різний вплив. Наприклад, існує позитивний вплив значного зростання запасів при стійких надходженнях інвестицій і негативний вплив при їх зменшенні.

Середня частка державних інвестицій (у валових інвестиціях) впливає позитивно, але незначуще. Є ознаки того, що такий вплив стає значущим при невеликому дефіциті державного бюджету. Негативний вплив більшої чи значної частки існує при середніх капітальних витратах державного бюджету або відсутності політичних вбивств. У той же час при обмежених збройних конфліктах загрозовою може бути низька частка.

Більше зростання виробництва сільськогосподарських культур впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив швидкого зростання – при зменшенні надходжень портфельних інвестиціях у країну;

- негативний вплив повільного зростання – при значних надходженнях інших інвестицій.

Зростання врожайності не здійснює значущого впливу. Але за різних умов можливий зовсім різний вплив. Наприклад, існує позитивний вплив стійкої врожайності при лівому уряді, позитивний вплив її зростання – при позитивних інших інвестиціях у країну в загальний уряд тощо.

Зростання цін акцій у доларах (понад 13 %) впливає негативно, що свідчить про ефект фінансової бульбашки. Є ознаки того, що при нульовій втечі капіталу позитивним явищем є лише стійкі ціни на акції. Відсутній значущий вплив (можливо негативний від їх зменшен-

ня) існує при невеликих банківських резервах або невеликій неформальній економіці.

Значне *зростання цін акцій у США* впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив швидкого зростання таких цін – у Східній Азії (можливо наявний спотворюючий ефект внаслідок поширення), при подорожчанні національної валюти, зростанні процентного диференціала;

- негативний вплив більшого зростання цін акцій у США – при мінімальних процентних платежах по державному боргу;

- негативний вплив зменшення або стійких цін та позитивний вплив їх повільного зростання – при середньому зростанні кількості грошей та інфляції.

Кореляційний аналіз за меншою вибіркою показує, що в Латинській Америці в 1990-х рр. негативний вплив здійснювало зростання або прискорення зростання фондових індексів у Західній Європі і, можливо, зменшення зростання фондових індексів у США [248].

Високе *відношення цін акцій до доходів* впливає негативно, але незначуще. Ніяких відхилень від такого впливу за окремих умов не знайдено, зокрема, завдяки обмеженій кількості спостережень за цим фактором.

Обсяги *торгівлі акціями* не здійснюють значущого впливу. Але за різних умов можливий зовсім різний вплив. Наприклад, є ознаки того, що існує позитивний вплив невеликих обсягів торгівлі акціями при високій поляризації уряду і парламенту і їх негативний вплив – у середній економіці або при великій кількості валютних криз у регіоні.

Зменшення обороту торгівлі акціями впливає позитивно, але незначуще. Є ознаки того, що існує негативний вплив зростання обороту – при зменшенні частки вимог банків до загального уряду; позитивний вплив зменшення обороту – при значному кумулятивному дефіциті поточного рахунку, позитивний вплив зменшення і негативний вплив стійкого обороту – при невеликому дефіциті державного бюджету.

Висока *нерівність у доходах населення* (коефіцієнт GINI понад 45 %) впливає негативно. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є позитивний вплив низької нерівності при середній частці високотехнологічного експорту.

Безробіття не здійснює ніякого впливу. Але є ознаки значущого впливу за окремих умов. Наприклад, позитивний вплив низького і не-

гативний вплив середнього безробіття може бути при високій реальній процентній ставці.

Зростання безробіття впливає позитивно, але незначуще. Проте, наприклад, може бути позитивний вплив стійкого безробіття у міжвиборчий період.

Середнє регулювання ринку праці впливає позитивно, але незначуще. Відхилень у впливі, зокрема внаслідок обмеженої кількості спостережень, не виявлено.

Велика чисельність вчених та інженерів впливає позитивно, але незначуще. Але негативний вплив малої кількості може бути, наприклад, за відсутності банківської кризи.

Мінімальне зростання чисельності вчених та інженерів впливає позитивно, але незначуще. Відхилень у впливі, зважаючи на обмежену кількість спостережень, не виявлено.

Більший розмір неформальної економіки впливає негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив лише великої частки неформальної економіки – при профіциті балансу доходів;
- негативний вплив великої і позитивний вплив середньої частки – при зростанні надходжень від туризму, невеликому зменшенні процентних ставок;
- позитивний вплив середньої частки – при зменшенні процентного диференціала;
- відсутній значущий вплив (можливо позитивний від середньої частки) – при низькому рівні монетизації.

4.10. Політичні фактори

Поряд з економічними, важливими можуть бути і політичні фактори, які є значущими в огляді Дж. Хокінса і М. Клау в шести працях (чотирнадцяте – п'ятнадцяте місце) [227, с. 3–5]. М. Клейн і Н. Маріон зазначають, що як законна, так і незаконна передача влади, принаймні в Латинській Америці, збільшує імовірність девальвації, але незаконна – особливо [240, с. 18]. Існують докази на користь меншої імовірності валютної кризи після виборів, оскільки тоді уряди більш схильні проводити стабілізаційні заходи, а також за умови військового голови уряду [247, с. 18].

Результати нашого дослідження показують, що *наявний кінцевий термін служби голови уряду* впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив цієї умови – при значному фінансовому секторі, значному державному бюджеті, значній частці неподаткових надходжень державного бюджету (а отже, імовірно, у країнах нетто-експортерів палива), високому рівні економічного розвитку;

- позитивний вплив цієї умови – при невеликому фінансовому секторі, низькому рівні економічного розвитку.

Таким чином, більш демократичний лад є більш придатним, як не дивно, для країн із низьким рівнем розвитку. Але імовірно пояснення цього полягає саме у зв'язку з експортом енергоносіїв: нетто-експортери палива з більш авторитарним типом політичної системи, які зазвичай більш економічно розвинені, матимуть більш стабільну валюту.

Передвиборчий період впливає позитивно, але незначуще. Подібний вплив стає значущим, наприклад, при великому зовнішньоторговому обороті. Проте післявиборчий період є більш стабільним при великій кількості валютних криз у країні – основному торговому партнері або в її зоні.

Низька підтримка президента на виборах впливає негативно, але незначуще. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив середньої підтримки – при середньому зростанні кількості грошей та інфляції;

- позитивний вплив низької підтримки і негативний вплив середньої – при невеликих позитивних вимогах банківської системи до держави.

Сила парламенту не здійснює значущого впливу. Проте є ознаки

того, що парламентська або президентсько-парламентська форма правління може стати неоптимальною на Близькому Сході, при нульовій переоцінці національної валюти за поточним рахунком, негативних інших інвестиціях у країну в банки, значних витратах на оборону, значній частці експорту руди і металів.

Висока *поляризація уряду і парламенту* впливає позитивно, але незначуще. Найбільш достовірним відхиленням у впливі є вже значущий такий самий вплив при зростанні витрат на зарплату в державному бюджеті.

Виборність і роздробленість парламенту не здійснює значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив більшої – при значному фінансовому секторі;
- позитивний вплив низької і негативний вплив середньої – при значних витратах на оборону.

Як лівий, так і правий *тип правлячої партії* впливають позитивно порівняно з центристським, але не значуще. Щодо *зміни правлячої партії*, прихід більш лівих сил впливає негативно, але незначуще.

Зловживання на виборах та значні страйки не здійснюють значущого впливу. *Політичні вбивства* впливають негативно, особливо в країнах з невеликим зовнішнім боргом. *Великі урядові кризи* теж здійснюють негативний вплив. *Заворушення* впливають негативно, але незначуще.

Партизанський рух впливає негативно, особливо при великій кількості криз у країні – основному кредиторі або її зоні. *Революції* – теж негативно, але є ознаки того, що при великому зовнішньому боргу їх вплив є зовсім протилежним.

Більша *сила збройних конфліктів* впливає негативно. Але, наприклад, їх вплив стає незначущим при невеликому зовнішньоторговому обороті або невеликому зменшенні процентних ставок. *Посилення збройних конфліктів* теж здійснює негативний вплив.

4.11. Інші фактори

Останні дослідження вказують на значущість середніх показників із звітності корпорацій. Зокрема, Ч. Малдер, Р. Переллі та М. Роча вказують на сприяння виникненню валютних криз більших значень таких показників: фінансового левериджу, добутку фінансового левериджу і частки корпоративного сектора в банківському кредитуванні, відношення короткострокового боргу до робочого капіталу. Вони також виявляють вплив добутку відношення поточних активів (крім запасів) до поточних зобов'язань і відношення приватного кредиту до ВВП на гостроту валютної кризи, але вказують на незначущість впливу прибутковості та коефіцієнта покриття у корпорацій [235, с. 10, 15]. М. Кумар і А. Персауд зазначають, що валютним кризам сприяє зменшення глобальної схильності до ризику після тривалого перебування на високому рівні [250, с. 22]. Щодо впливу особливостей правової системи, С. Гош і А. Гош зазначають, що валютні кризи схильні відбуватись у країнах з менш дієвим законодавством (маються на увазі такі параметри, як корупція, права власників, бухгалтерські стандарти), меншими правами кредиторів і по деяких позиціях меншими правами акціонерів. Але оскільки такі фактори повільно змінюються у часі, вони більшою мірою вказують на те, де відбудеться валютна криза, ніж коли це станеться [231, с. 14–15]. М. Сасін також розглядає особливий фактор – наявність множинної рівноваги, але приходить до висновку, що він має швидше теоретичне значення, а на емпіричному рівні його вплив перекриває дія інших факторів [241, с. 22].

Ефект поширення в огляді в огляді Дж. Хокінса і М. Клау зустрічається в восьми працях (тринадцяте місце) [227, с. 3–5]. Дж. Морган розглядає зважене середнє кількості валютних криз у відповідному валютному блоці (долара чи дойчмарки) протягом шести місяців, де останнім кризам надається більша вага [34, с. 7]. М. Кумар, У. Мурті та У. Перраудін замість цього використовують дві логічні змінні – наявність валютних криз в інших країнах регіону протягом попередніх трьох місяців та аналогічну змінну стосовно країн, щодо яких коефіцієнт кореляції зростання експорту понад 75 % [36, с. 11–12]. Т. Пелтонен вказує, що валютна криза в інших країнах регіону на 15 % підвищує імовірність валютної кризи [233, с. 17]. П. Влаар відзначає вплив середнього знецінення національної валюти сусідніх країн з лагом в один місяць [34]. М. Сасін вказує на важливу роль чу-

тливості до ефекту поширення по торгових каналах, особливо для країн, що розвиваються, і чутливості до поширення валютної кризи внаслідок інформаційних переливів і стадної поведінки лише для країн, що розвиваються [241, с. 21]. К. Ван Рекегхем і Б. Ведер знаходять докази дії поширення через канал спільного кредитора і меншої ролі торгових каналів, особливо в Азії [251, с. 13]. Але на малозначущість схожості макроекономічних показників певної країни з кризовими країнами вказують Р. Глік та А. Роуз [252].

Результати нашого дослідження показують, що високий рівень *економічної свободи* впливає позитивно (цей показник сильно корелює також з такими її складовими, як якість кредитного регулювання та регулювання бізнесу, відсутність прихованих імпортних бар'єрів, обмежень на рух капіталів, свободою громадян мати банківські рахунки в іноземній валюті всередині країни і за кордоном). Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив лише низького рівня економічної свободи – на Близькому Сході;
- позитивний вплив низького рівня – при значних надходженнях від туризму;
- відсутній вплив – при невеликому обслуговуванні зовнішнього боргу відносно надходжень, мінімальному спреді по процентних ставках.

Є ознаки також того, що негативний вплив високого рівня існує при зменшенні процентного диференціала.

Значне *зростання економічної свободи* впливає позитивно, але незначуще. Але в окремих умовах оптимальним може бути мінімальне або значне зростання економічної свободи: при мінімальному зростанні внутрішніх вимог банків, низькій нерівності у доходах населення, високій поляризації уряду і парламенту, невеликому зростанні імпорту тощо.

Більша *дієвість законодавства* впливає позитивно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив лише низької дієвості – при значних золотовалютних резервах, зростанні частки вимог банків до загального уряду, низькій частці споживання;
- негативний вплив середньої дієвості – при стійкому економічному зростанні;
- відсутній вплив – при високому рівні монетизації.

Щодо впливу *регіону*, то існує позитивний вплив знаходження

країни у Східній Європі та на Близькому Сході та негативний в Африці. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- при малій кількості валютних криз у регіоні негативний вплив існує у Латинській Америці та Африці, а в Східній Європі та Східній Азії імовірність валютної кризи істотно менша. Тобто в останніх двох регіонах валютні кризи охоплюють країни переважно внаслідок ефекту регіонального їх поширення;

- при значному зростанні цін на пшеницю імовірність кризи низька на Близькому Сході і велика у Східній Азії (але тут можливий спотворюючий ефект поширення).

Є й інші відхилення. Наприклад, при зменшенні надходжень від туризму найбільше страждає Латинська Америка; при покращанні балансу державного бюджету менш ризиковими є всі регіони, крім Африки; при зменшенні внутрішніх заощаджень більш вразливими є Африка і Східна Європа тощо.

Останні чотири фактори, вказані нижче, пов'язані із дією ефекту поширення.

Мала кількість *валютних криз у регіоні* (до 60 % від середньої кількості у регіоні в розглянутий період) впливає позитивно, середня (60–110 %) – негативно. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- сильніший такий самий вплив – при великому зовнішньоторговому обороті (що свідчить про дію поширення криз через торгові зв'язки, які часто є тіснішими з країнами того самого регіону);

- негативний вплив середньої кількості – при значному фінансовому секторі, мінімальних процентних платежах по державному боргу, високій дієвості законодавства;

- негативний вплив малої кількості – при, як не дивно, банківській кризі.

Валютні кризи в країні – основному кредиторі або її зоні не здійснюють значущого впливу. Найбільш достовірними відхиленнями у впливі є:

- негативний вплив середньої їх кількості та позитивний вплив великої – при значному державному бюджеті;

- негативний вплив малої кількості – при значному зростанні цін на пшеницю, зменшенні процентних платежів по державному боргу.

Отже, у цілому ми не знаходимо доказів на користь дії ефекту поширення через канал спільного кредитора. За ряду умов можливий навіть обернений ефект поширення. Але є ознаки того, що цей ефект

може діяти при середніх надходженнях від туризму, значних позитивних інвестиціях у країну в інші сектори, погіршенні балансу державного бюджету і, меншою мірою, при середньому рівні економічного розвитку або значному державному бюджеті.

Більше доказів на користь поширення по торгових каналах, оскільки середня кількість *валютних криз у країні – основному торговому партнері або її зоні* (від 15 до 105 % від середньої кількості у зоні) впливає негативно. Сильніший такий самий вплив наявний при зростанні процентного диференціала або значних витратах на оборону. Обернений ефект поширення можливий при середніх процентних ставках або зростанні витрат на зарплату в державному бюджеті.

Більша кількість *валютних криз у світі* впливає негативно, але незначуще. Але більш вразливими до поширення валютної кризи з інших країн світу є країни з низькою часткою імпорту продукції обробної промисловості, зростанням процентного диференціала або зменшенням економічної свободи. Обернений ефект поширення можливий, наприклад у Східній Азії, при зростанні витрат на зарплату в державному бюджеті, значній частці інвестицій, негативному зовнішньому фінансуванні дефіциту державного бюджету, профіциті балансу доходів, мінімальних процентних платежах по державному боргу. Поясненням може бути те, що за великої кількості криз у світі капітал надходить до відносно найменш вразливих країн, знижуючи їх проблеми із платіжним балансом, а у більш стабільні періоди більш диверсифіковано розподіляється по країнах.

Розглянемо також детальніше проблему, в яких країнах валютні кризи несуть більшу загрозу щодо її поширення [253]. Можемо зробити два припущення. Перше стосується того, що оскільки країни одного регіону в цілому знаходяться в більш тісних економічних зв'язках між собою, ніж з країнами інших регіонів (крім найбільших розвинених країн) і їх економічні системи можуть сприйматися як схожі, то поширення валютних криз має відбуватись більшою мірою в межах одного регіону. Друге припущення передбачає, що країни з більшою економікою (за валовим внутрішнім продуктом) або які є більш вагомими в міжнародних економічних зв'язках (міжнародній торгівлі та міжнародному русі капіталу) в середньому сильніше пов'язані з кожною конкретною країною, а отже, валютна криза в такій великій країні має більшою мірою сприяти валютним кризам в інших країнах.

Для перевірки цих припущень ми розглянули спостереження по 70 країнах, інших ніж розвинуті, протягом 1989–2002 рр. Для дату-

вання валютних криз було використано індекс I_{ch1} .

Визначимо імовірне поширення (валютної кризи) як ситуацію, коли в той самий місяць або в наступні шість місяців після виникнення валютної кризи в країні А у країні Б виникає або загострюється валютна криза. При цьому загострення кризи ми визначаємо як перевищення індексом I_{ch1} у t -й місяць свого значення в місяць $t-1$ при умові, що в t -му місяці I_{ch1} більше одиниці. Імовірність, що валютні кризи у країні А викликають валютні кризи у країні Б, розраховується на основі відношення кількості випадків імовірного поширення валютної кризи в країну Б з країни А до загальної кількості валютних криз у країні А. При цьому віднімається безумовна імовірність співпадіння у часі валютних криз у країнах А і Б та враховується, що по деяких країнах відсутні статистичні дані в певні періоди часу. Звичайно, цей метод має недоліки, оскільки внаслідок невеликої кількості спостережень по кожній конкретній країні немає повної гарантії, що валютні кризи не співпали у часі випадково.

Ми також враховуємо, що оскільки валютній кризі в країні Б передують валютні кризи в декількох країнах, то поширення кризи може відбуватись не обов'язково з країни А. Тому ми розглядаємо два випадки. Перший (використовується, якщо не вказане інше) передбачає урахування оберненої величини середньої кількості країн з валютними кризами, які передували валютним кризам у країні Б. Таким чином припускається, що за інших рівних умов поширення валютної кризи на країну Б може відбуватись рівною мірою як з країни А, так і з інших країн у стані валютної кризи за півроку до валютних криз у країні Б. Хоча основним недоліком такого методу є залежність від кількості країн у виборці. Другий передбачає, що ця обернена величина не використовується, а отже, припускається, що поширення валютної кризи відбувається лише з країни А.

У середньому будь-яка країна з розглянутої вибірки підвищує імовірність виникнення валютної кризи в іншій країні на 0,36 % (6,0 % у другому випадку). Найбільшою мірою імовірність валютної кризи в країнах світу підвищують валютні кризи в Центральній та Східній Європі – на 0,68 % (8,0 %). Це можна пояснити тим, що більшість валютних криз у цьому регіоні відбулись у 1990 та 1997 роках, які є одними з найнестабільніших років у розглянутому періоді. Далі йдуть Близький Схід – 0,57 % (8,8 %); Східна Азія – 0,47 % (4,7 %); Латинська Америка – 0,28 % (5,8 %); СНД – 0,16 % (5,6 %) та Південна Азія – 0,06 % (2,2 %). Як бачимо, при розрахунках за дру-

тим методом на перше місце виходить Близький Схід, а Східна Азія і Латинська Америка міняються місцями. Найбільш чутливими в середньому до ефекту поширення валютної кризи з іншої країни розглянутої вибірки виявились країни СНД. Імовірність валютної кризи в цьому регіоні підвищується на 1,3% (21 %). Далі йдуть Східна Азія – 0,58 % (6,0 %); Центральна та Східна Європа – 0,24 % (3,7 %); Латинська Америка – 0,22 % (5,9 %); Південна Азія – 0,22 % (4,5 %) і Близький Схід – 0,11 % (1,8 %). При розрахунках за другим методом третє місце посідає Латинська Америка, а четверте – Південна Азія.

Найбільшою мірою ефект поширення носить регіональних характер у країнах СНД – середня імовірність поширення валютної кризи на країну цього ж регіону в 9 разів більша ніж середня імовірність поширення в усій виборці. Меншою мірою – це також характерно для Східної Азії (у 5 разів) та Східної Європи (в 2 рази). Не є відносно замкненим регіонально ефект поширення з країн Латинської Америки (0,7), Південної Азії (0) та Близького Сходу (0). Але при розрахунках за другим методом відносно регіонально замкненим стає ефект поширення з країн Латинської Америки (в 1,3 разу), а в Центральній та Східній Європі імовірність поширення в середині регіону і в усій виборці практично однакова. Країни усіх регіонів, крім Південної Азії та Близького Сходу, більшою мірою чутливі до валютних криз у середині регіону, ніж у середній країні всієї вибірки – в 1,1 – 5 разів (хоча при розрахунку за першим методом країни Латинської Америки в 1,1 разу менш чутливі).

Для визначення впливу величини економіки ми розглядаємо як незалежні змінні показники валового внутрішнього продукту (за даними [254]), експорту, імпорту (за даними [12]) та активів іноземних банків (за даними [255]) у країнах з валютними кризами відносно відповідних показників всього світу, а як залежну змінну – середню імовірність поширення на іншу країну валютної кризи у країні, що розглядається. Другий та третій показники відповідають торговим каналам поширення, четвертий – каналу спільного кредитора. Відносний валовий внутрішній продукт розглядається для перевірки, чи дають порівняно з ним додаткову інформацію інші показники. Внаслідок нестачі статистичних даних вибірка для аналізу дії цих факторів обмежена 38 країнами.

Як показують результати кореляційного аналізу, всі чотири незалежні змінні мають незначущий коефіцієнт кореляції із залежною змінною: валовий внутрішній продукт – -5 %, експорт – 2 %, імпорт –

5 %, активи іноземних банків – 7 %. З цього можна зробити два висновки. Перший стосується того, що ефект поширення відбувається внаслідок фінансових зв'язків більшою мірою, ніж внаслідок торгових. Але у той же час це не можна стверджувати з достатньою достовірністю. Другий передбачає, що сама по собі величина економіки без урахування двосторонніх зв'язків не є значущим фактором ефекту поширення. При розрахунку імовірності поширення кризи за другим методом результати ще більш суперечать теоретичному припущенню – коефіцієнти кореляції від'ємні, хоча також незначущі. Але вони стають значущими при вилученні з вибірки країн з перехідною економікою – коефіцієнти кореляції від -30 до -40 % (при рівні значущості менше 0,02 – 0,1).

Якщо розглянути це питання в регіональному розрізі, то країни Східної Азії чутливі до поширення валютної кризи з країн з більшим експортом (коефіцієнт кореляції – 40 % при рівні значущості менше 0,02), імпортом (45 %) і активами іноземних банків (48 %), а решта країн навпаки. Але пояснення цього слід шукати в регіональній замкнутості ефекту поширення в Східній Азії, адже саме ці країни мають у середньому більший зовнішній сектор в абсолютному вимірі, ніж країни інших регіонів. При вилученні з вибірки країн Латинської Америки значущим стає вплив активів іноземних банків на поширення валютних криз в усіх країнах (27 % при рівні значущості менше 0,1) і ВВП на поширення валютних криз у СНД (37 % при рівні значущості менше 0,02). Якщо розглядати ефект поширення лише в межах окремих регіонів, то в Східній Азії спостерігається прямий зв'язок його з величиною активів іноземних банків, особливо при вилученні Китаю. В інших регіонах зв'язок між розглянутими факторами і поширенням валютних криз не такий значущий.

Таким чином, ефект поширення валютної кризи в більшості регіонів, і особливо в СНД та Східній Азії, має регіонально відносно замкнений характер. Із цим пов'язане те, що самі по собі ні ВВП, ні питома вага в міжнародних економічних відносинах без урахування двосторонніх економічних зв'язків, які є більш тісними в межах регіону, не впливають на масштаби поширення валютних криз. Інше пояснення може полягати у тому, що слідування у часі валютних криз значною мірою викликане не власне ефектом поширення, а дією спільних шоків або співпадінням загострення внутрішніх проблем, що може бути рівною мірою притаманним країнам з різною величиною економіки.

РОЗДІЛ 5. НАПРЯМИ ФОРМУВАННЯ АНТИКРИЗОВИХ ЗАХОДІВ

5.1. Оцінка найважливіших факторів і вибір шляхів запобігання валютним кризам

Як видно з попереднього розділу, вплив одних факторів є достатньо стійким до зміни умов, а вплив інших цілком залежить від обставин, у яких опинилася країна. Виходячи з проведеного аналізу, фактори можна поділити на п'ять груп за значущістю і однозначністю їх впливу. Співвідношення між цими групами і групами факторів за сферою належності показано на рис. 5.1.

Виходячи з проведеного аналізу, фактори можна поділити на такі групи.

1. Фактори, що здійснюють значущий вплив у цілому, а також такий самий або схожий вплив в усіх специфічних умовах (короткостроковий зовнішній борг, податки на прибуток корпорацій, політичні вбивства, великі урядові кризи, партизанський рух, посилення збройних конфліктів).

2. Фактори, що здійснюють значущий вплив у цілому і не здійснюють протилежний вплив у специфічних умовах (зовнішньоторговий оборот, зростання експорту, імпорт зброї, надходження від туризму, зростання надходжень від туризму, тарифний протекціонізм, зростання тарифного протекціонізму, золотовалютні резерви, золотовалютні резерви відносно короткострокового зовнішнього боргу, обслуговування зовнішнього боргу відносно надходжень, частка зовнішнього боргу в доларах, зростання кількості грошей та інфляція, процентні ставки, зростання процентних ставок, спред по процентних ставках, процентна ставка по зовнішньому боргу, частка вимог банків до державних підприємств, частка депозитів до запитання у всіх депозитах, процентні платежі по державному боргу, зростання світового виробництва і попиту, рівень економічного розвитку, зростання цін акцій у доларах, нерівність у доходах населення, розмір неформальної економіки, революції, війни і збройні конфлікти, дієвість законодавства та валютні кризи у країні – основному торговому партнері або в її зоні).

3. Фактори, що здійснюють значущий вплив у цілому і здійснюють протилежний або майже протилежний вплив у деяких

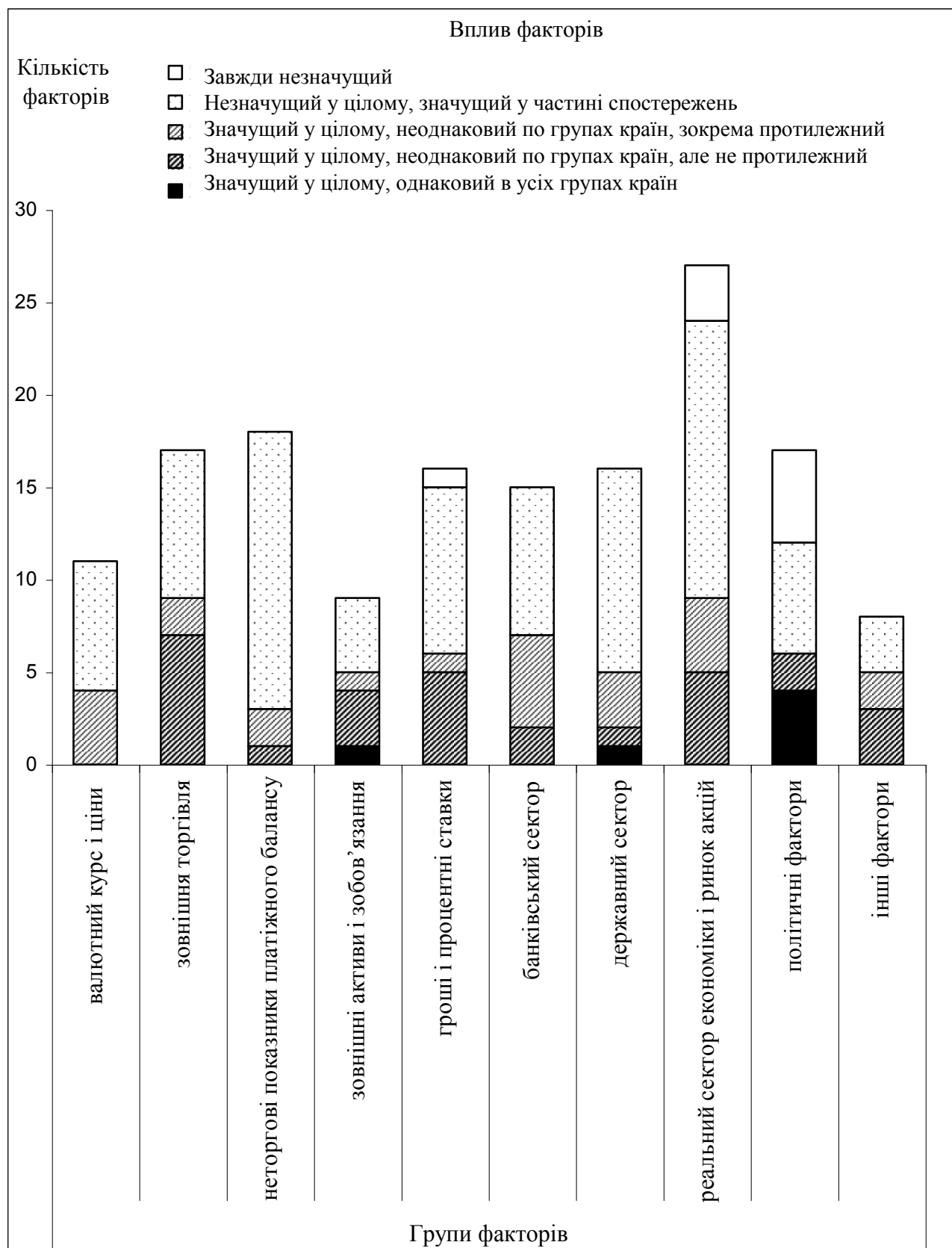


Рис. 5.1. Кількість факторів виникнення валютних криз по групах

Примітка. Розраховано автором на основі джерел, указаних у додатку В.

специфічних умовах (знецінення національної валюти, подорожчання долара, різниця між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку, зростання реального ефективного курсу, чистий продовольчий імпорт, частка експорту руди і металів, чисті надходження прямих інвестицій та приватного капіталу, зростання надходжень інвестицій і витрат державного бюджету, чисті золотовалютні резерви, світова процентна ставка, банківські резерви, зростання частки вимог банків до загального уряду, зростання частки вимог банків до державних підприємств, вимоги банківської системи до держави, розмір фінансового сектора, зменшення витрат на зарплату в державному бюджеті, витрати на оборону, зростання процентних платежів по державному боргу, розмір економіки, економічне зростання, частка споживання, частка інвестицій, рівень економічної свободи та валютні кризи у регіоні).

4. Фактори, що не здійснюють значущого впливу в цілому, але в специфічних умовах здійснюють значущий вплив (більшість факторів).

5. Фактори, що не здійснюють значущого впливу в цілому і за будь-яких специфічних умов (зростання процентної ставки по зовнішньому боргу, відношення цін акцій до доходів, регулювання ринку праці, зростання чисельності вчених та інженерів, тип правлячої партії, зміна правлячої партії, зловживання на виборах, заворушення та значні страйки).

У цілому за всіма спостереженнями виникненню валютних криз сприяє достатньо велика кількість факторів, які умовно можна поділити на десять груп:

- валютний курс: надмірне знецінення національної валюти, відірваний від ринкового офіційний валютний курс, поточне реальне подорожчання національної валюти, подорожчання долара;

- зовнішня торгівля: менша торгова відкритість, недостатня динаміка експорту, неадекватна структура зовнішньої торгівлі товарами і послугами, надмірний тарифний протекціонізм і його зростання;

- рух капіталу: недостатнє надходження прямих інвестицій і приватного капіталу, незменшення надходжень усіх інвестицій;

- зовнішні активи і зобов'язання: недостатні золотовалютні резерви, надмірний тягар обслуговування зовнішнього боргу, його неадекватна валютна і строкова структура;

- гроші та процентні ставки: надмірне зростання кількості грошей та інфляція, високі та нестійкі внутрішні процентні ставки, високі процентні ставки за кордоном, зростання процентної ставки по зовнішньому боргу;

- банківський сектор: неефективний і недостатньо розвинений фінансовий сектор, значні банківські резерви, посилення кредитування комерційними банками уряду і державних підприємств, надмірне або недостатнє кредитування державних підприємств, надмірне кредитування держави банківською системою, неадекватна строкова структура депозитів;

- державні фінанси: зростання витрат державного бюджету і погіршення їх структури, неадекватна структура витрат державного бюджету, надмірні податки;

- реальний сектор економіки і ринок акцій: малий розмір економіки, швидке зростання світового виробництва і попиту, недостатній рівень економічного розвитку, повільне економічне зростання, надмірна частка споживання і низька частка інвестицій, перегрів ринку акцій, висока нерівність у доходах населення, тіньовий характер економіки;

- ряд ознак політичної нестабільності;

- інші фактори: недостатній рівень економічної свободи і дієвості законодавства, поширення валютної кризи з інших країн.

Найбільш важливі за критеріями значущості та сили впливу (за інших рівних умов) фактори, виявлені в ході нашого аналізу, показано в табл. 5.1. Імовірність виникнення валютної кризи по групах за особливо важливими серед них подано на рис. 5.2.

Найменшою мірою схильні до валютної кризи (імовірність менше 2 % при кількості спостережень не менше 70) країни з такими комбінаціями умов:

- великий зовнішньоторговий оборот (понад 90 % ВВП) і мала кількість валютних криз у регіоні (менше 60 % від середньої по регіону);

- чистий продовольчий імпорт (понад 1 % ВВП) і значний державний бюджет (витрати більше 30 % ВВП);

- чистий продовольчий імпорт і значні надходження від туризму (понад 4 % ВВП);

- значні надходження від туризму і зменшення частки вимог банків до загального уряду (більше ніж на 1 % внутрішніх вимог);

Найбільш важливі фактори виникнення валютних криз

Фактори з дуже сильним і дуже значущим впливом		
Процентні ставки	18	(0,0000004)
Регіон	16	(0,000005)
Золотовалютні резерви	13	(0,00002)
Дієвість законодавства	15	(0,0002)
Революції	22	(0,0002)
Зовнішньоторговий оборот	12	(0,0003)
Надходження від туризму	14	(0,0004)
Політичні вбивства	23	(0,0008)
Зростання експорту	13	(0,002)
Зростання реального ефективного валютного курсу	16	(0,002)
Партизанський рух	16	(0,01)
Фактори із сильним і дуже значущим впливом		
Зростання світового виробництва і попиту	10	(0,0009)
Розмір неформальної економіки	12	(0,001)
Рівень економічного розвитку	11	(0,002)
Золотовалютні резерви / короткостроковий зовнішній борг	11	(0,002)
Обслуговування зовнішнього боргу відносно надходжень	10	(0,002)
Зростання кількості грошей та інфляція	9	(0,002)
Валютні кризи в регіоні	10	(0,003)
Частка інвестицій	10	(0,003)
Зростання процентних ставок	10	(0,004)
Частка депозитів до запитання у всіх депозитах	9	(0,004)
Економічна свобода	12	(0,005)
Процентні платежі по державному боргу	12	(0,005)
Величина фінансового сектора	11	(0,006)
Фактори із дуже сильним і значущим впливом		
Різниця між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку	14	(0,011)
Податки на прибуток корпорацій	16	(0,014)
Посилення збройних конфліктів	18	(0,029)
Процентна ставка по зовнішньому боргу	14	(0,03)
Великі урядові кризи	15	(0,042)

Примітка. Розраховано автором на основі джерел, вказаних у додатку В. Поряд з назвою кожного фактора вказана найбільша різниця між оціненими імовірностями виникнення валютної кризи у групах спостережень з наявними даними за цим фактором (у %). У дужках – рівень значущості згідно з хі-квадрат тестом для різниці часток для одночасно всіх груп за відповідним фактором.

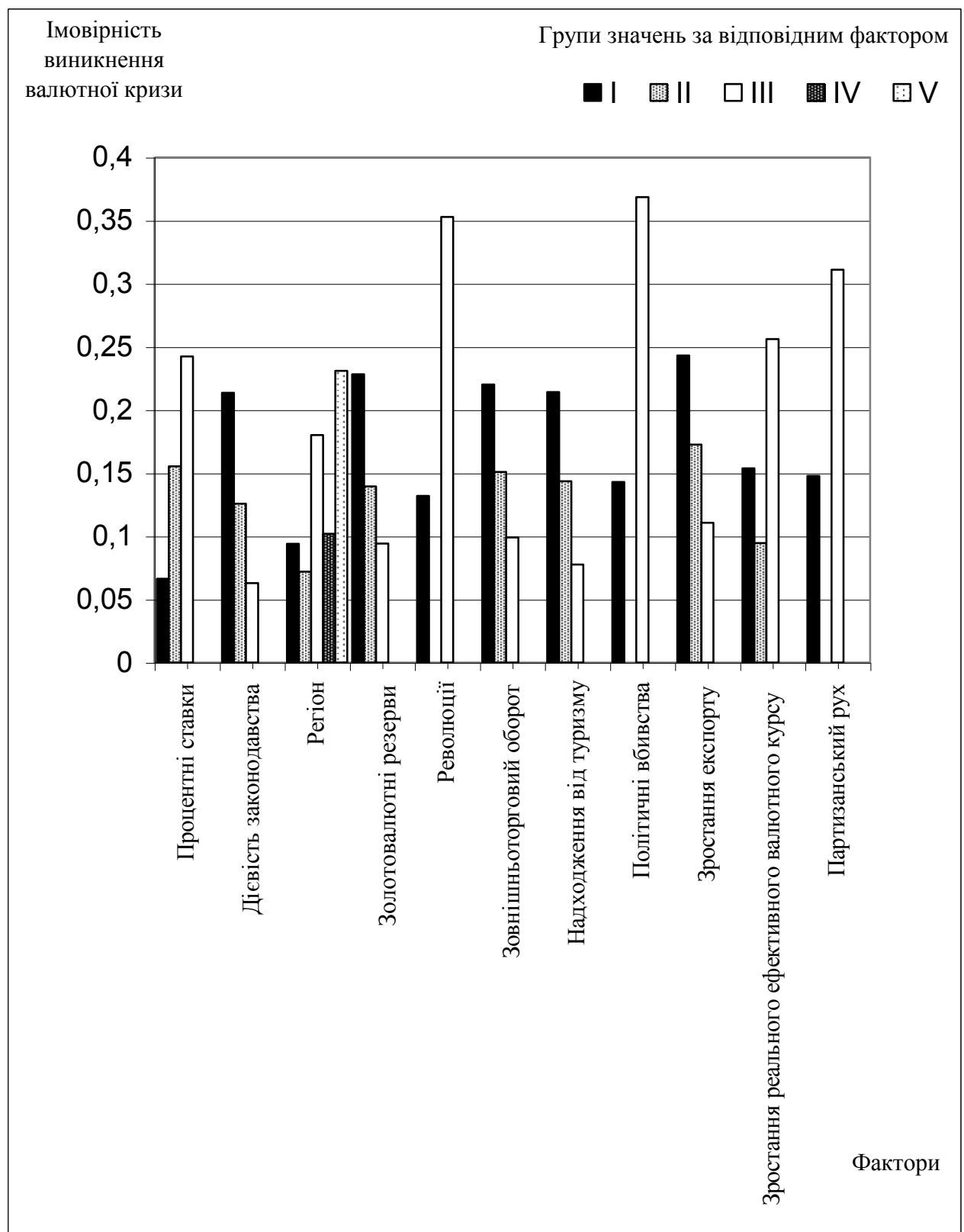


Рис. 5.2. Фактори, що здійснюють найбільш значущий і сильний вплив за інших рівних умов

Примітка. Розраховано автором на основі джерел, вказаних у додатку В.

- значні золотовалютні резерви (понад 17 % ВВП у наступному році, розраховані на основі тренда) і низькі процентні ставки (облікова до 10 %);

- значні витрати на оборону (понад 3 % ВВП) і високий рівень економічного розвитку (ВВП на душу населення вище середнього);

- а також чистий продовольчий імпорт у специфічних умовах країн Близького Сходу.

Якщо додати до цих комбінацій умов відносно менш достовірні (імовірність валютної кризи менше 2 % при кількості спостережень не менше 50), їх можна розподілити по таких групах, що стосуються:

1. Різних напрямів політики:

- валютно-курсової і зовнішньоторговельної політики, які не допускають шоків змін для зовнішньої торгівлі: невелике здешевлення національної валюти (до 7 %) і мінімальне зменшення тарифного протекціонізму (зменшення різниці між відношеннями імпорتنих до імпорту і експортних мит до експорту від -0,2 до 0,5 %);

- валютно-курсової політики і правової системи: невелике здешевлення національної валюти (до 7 %) і висока дієвість законодавства (більше 6 балів);

- зовнішньоторговельної і фіскальної політики: зменшення частки вимог банків до загального уряду (більше ніж на 1 % відносно внутрішніх вимог) і низький рівень тарифного протекціонізму (різниця між відношеннями імпорتنих мит до імпорту і експортних мит до експорту до 4 %);

- грошово-кредитної політики (а фактично низької інфляції): мінімальне відносне зростання кількості грошей і квазігрошей (від -0,3 до 2 % відносно ВВП) і низькі процентні ставки (облікова не більше 10 %);

- грошово-кредитної і фіскальної політики: середня кількість грошей і квазігрошей відносно валютних резервів (250–400 %) і середні капітальні витрати державного бюджету (12–20 % всіх витрат бюджету), значне зменшення процентних ставок (понад 1,5% по кредитах) і профіцит державного бюджету (точніше від'ємне внутрішнє фінансування дефіциту бюджету) – останнє передбачає взаємну компенсацію експансійної грошово-кредитної і рестрикційної фіскальної політики;

- переважно рестрикційної грошово-кредитної політики і дієвої правової системи та ліберального режиму в економіці: низький рівень монетизації (M1 менше 10 % ВВП) і висока дієвість законодавства

(більше 6 балів), невелика кількість грошей і квазігрошей відносно валютних резервів і значне зростання економічної свободи (більше ніж на 0,1 бал), невелика кількість грошей і квазігрошей відносно валютних резервів (до 250 %) і висока дієвість законодавства, відносне зростання резервних грошей (більше ніж на 0,5 % відносно ВВП) і висока дієвість законодавства, відносне зменшення кількості грошей і квазігрошей (більше ніж на 0,3 % відносно ВВП) і високий рівень економічної свободи (більше 6,5 балів);

- фінансової політики, що не передбачає накопичення значного державного боргу: невеликі позитивні вимоги банківської системи до держави (до 10 % ВВП) і мінімальні процентні платежі по державному боргу (у наступному році до 5 % витрат бюджету, розраховані на основі тренда), невеликі капітальні витрати державного бюджету (до 12 % витрат) і мінімальні процентні платежі по державному боргу;

- фінансової політики і дієвої правової системи та ліберального режиму в економіці: значні витрати на оборону і високий рівень економічної свободи, висока дієвість законодавства і зменшення частки вимог банків до загального уряду у їх внутрішніх вимогах (більше ніж на 1 %);

- місця держави в економіці: незначне регулювання цін (більше 5 балів) і середня частка вимог банків до державних підприємств (від 2,5 до 9 % від вимог до всіх підприємств).

2. Одного напрямку політики у специфічних умовах, що меншою мірою залежать від рішень влади:

- валютно-курсової політики і місця країни у світі: велика економіка (частка у ВВП світу понад 0,12 %) і невелике зростання реально-го ефективного валютного курсу (до 4 %);

- регулювання і тенденцій у зовнішній торгівлі (у бік відкритості): значне зростання експорту (понад 10 %) і низький тарифний протекціонізм (різниця між відношеннями імпорتنих до імпорту і експортних мит до експорту до 4 %), значні надходження від туризму і низький тарифний протекціонізм, низький тарифний протекціонізм і чистий продовольчий імпорту (понад 1 % ВВП), зменшення тарифного протекціонізму (зменшення різниці між відношеннями імпорتنих до імпорту і експортних мит до експорту більше ніж на 0,5 %) і значні надходження від туризму;

- грошово-кредитної політики і характеру зовнішньоекономічних зв'язків: зростання надходжень інвестицій (відносно ВВП більше ніж на 1 %) і низькі процентні ставки, значні золотовалютні резерви (по-

над 17% ВВП у наступному році, розраховані на основі тренда) і низькі процентні ставки, середня реальна процентна ставка (по кредитах 6–12 %) і чистий продовольчий імпорт;

- грошово-кредитної політики і внутрішньої структури та інших особливостей економіки: невелике зменшення процентних ставок (не більше ніж на 1,5 % по кредитах) і середня неформальна економіка (30–40 % ВНД), зростання відношення банківських резервів до депозитів (понад 1 %) і високий рівень економічного розвитку (ВВП на душу населення вище середнього);

- грошово-кредитної політики і регіональної приналежності: середня кількість грошей і квазігрошей відносно валютних резервів у країнах Близького Сходу, стійкий кредит банкам від монетарної влади (коливання в межах $\pm 0,1$ % ВВП) у країнах Східної Європи;

- грошово-кредитної політики і зовнішніх факторів: значний позитивний процентний диференціал (з урахуванням динаміки валютного курсу понад 3 %) і повільне зростання цін акцій у США (7–21 %);

- фіскальної політики і характеру зовнішньоекономічних зв'язків: значні витрати на оборону і значні надходження від туризму, середня частка експорту руди і металів (від 1 до 4 % експорту товарів) і зростання балансу державного бюджету (відносно ВВП більше ніж на 0,7 %), зростання надходжень від туризму (більше ніж на 0,1 % ВВП) і зростання балансу державного бюджету, від'ємне зовнішнє фінансування дефіциту державного бюджету і вплив інших інвестицій (понад 0,7 % ВВП), чистий продовольчий імпорт і значний державний бюджет (витрати більше 30 % ВВП), значні надходження від туризму і зменшення частки вимог банків до загального уряду;

- фіскальної політики і внутрішніх особливостей економіки: значні витрати на оборону (понад 3 % ВВП) і високий рівень економічного розвитку;

- фіскальної політики і регіональної приналежності: стійкі процентні платежі по державному боргу (коливання в межах $\pm 0,7$ % відносно ВВП) у країнах Близького Сходу, зменшення частки вимог банків до загального уряду у країнах Східної Європи;

- фіскальної політики і зовнішніх факторів: мінімальні процентні платежі по державному боргу і велика кількість валютних криз у регіоні (понад 110 % від середньої по регіону), мінімальні процентні платежі по державному боргу і велика кількість валютних криз у світі (більше 33), значний державний бюджет і велика кількість валютних

криз у країні – основному кредиторі або її зоні (понад 120 % від середнього рівня по цій зоні), повільне зростання світового виробництва (до 2,4 %) і мінімальні процентні платежі по державному боргу (тобто у кризових умовах у світі виграють країни з найменшим борговим тягарем), низька світова процентна ставка (до 5 % ЛІБОР на 3 місяці в доларах) і зростання балансу державного бюджету, нарешті, як не дивно, погіршення умов торгівлі (понад 3 %) і зменшення балансу державного бюджету (більше ніж на 0,7 % ВВП);

- фіскальної політики і дії політичних факторів: від'ємне зовнішнє фінансування дефіциту державного бюджету і відсутність політичних вбивств;

- дієвості правової системи та ліберального режиму в економіці і характеру зовнішньоекономічних зв'язків: вплив інших інвестицій і високий рівень економічної свободи, значні золотовалютні резерви і значне зростання економічної свободи, зменшення надходжень від туризму (більше ніж на 0,1 % відносно ВВП) і висока дієвість законодавства;

- ліберального режиму в економіці і внутрішньої структури економіки: високий рівень економічної свободи і зменшення внутрішніх заощаджень (більше ніж на 1 % відносно ВВП),

- дієвої правової системи та ліберального режиму в економіці і переважно стабілізуючих зовнішніх факторів: стійкий курс долара (коливання до СДР у межах +/-3 %) і висока дієвість законодавства, стійкий курс долара і високий рівень економічної свободи, висока дієвість законодавства і мала кількість валютних криз у регіоні, середнє зростання світового виробництва і попиту (2,5–3,1 %) і високий рівень економічної свободи, повільне зростання світового виробництва і висока дієвість законодавства.

3. Лише умов, що меншою мірою залежать від рішень влади:

- характеру зовнішньоекономічних зв'язків: значний кумулятивний дефіцит поточного рахунку (понад 37 % ВВП) і чистий продовольчий імпорт, мінімальний кумулятивний дефіцит поточного рахунку (до 7 % ВВП) і профіцит балансу доходів (у наступному році, розрахований на основі тренда), значне зростання експорту і невелике зменшення зовнішнього боргу (центрального банку в межах 0,5 % ВВП), значна частка високотехнологічного експорту (понад 7 % експорту товарів) і мінімальний кумулятивний дефіцит поточного рахунку, обернена втеча капіталу (понад 1 % ВВП) і зменшення надходжень інвестицій, нульова втеча капіталу (у межах +/-1 % ВВП) і значні зо-

лотовалютні резерви, невелике зменшення зовнішнього боргу і значне зростання експорту, середня частка високотехнологічного експорту (2–7 % експорту товарів) і великий зовнішньоторговий оборот, чистий продовольчий імпорт і значні надходження від туризму (більше 4 % ВВП), нарешті, як не дивно, низька частка високотехнологічного експорту (до 2 % експорту товарів) і зменшення надходжень інвестицій (відносно ВВП більше ніж на 1 %);

- характеру зовнішньоекономічних зв'язків і стану ділової кон'юнктури: середня частка високотехнологічного експорту і швидке економічне зростання (на душу населення більше 4 %), як не дивно, зменшення виробництва сільськогосподарських культур і чистий продовольчий імпорт, чистий продовольчий імпорт і рецесія або стагнація (зростання ВВП на душу населення до 1 %);

- характеру зовнішньоекономічних зв'язків і внутрішньої структури економіки: низька частка високотехнологічного експорту і значний фінансовий сектор (банківські депозити більше 38 % ВВП), мінімальне зростання внутрішніх вимог банків (від -0,5 до 2 % відносно ВВП) і значні надходження від туризму, низька частка споживання (кінцеве споживання до 79 % ВВП) і профіцит балансу доходів;

- характеру зовнішньоекономічних зв'язків і регіональної приналежності: значне зростання золотовалютних резервів (відносно ВВП більше ніж на 1,5 %) у країнах Східної Європи; значні надходження від туризму, значна частка експорту руди і металів (більше 4 % експорту товарів) та чистий продовольчий імпорт у країнах Близького Сходу;

- характеру зовнішньоекономічних зв'язків і впливу зовнішніх факторів: низька частка імпорту продукції обробної промисловості (менше 66 % імпорту товарів) і мала кількість валютних криз у регіоні, великий зовнішньоторговий оборот (більше 90 % ВВП) і мала кількість валютних криз у регіоні (менше 60 % від середньої по регіону);

- внутрішньої структури економіки і стану ділової кон'юнктури: як не дивно, банківська криза і значна частка інвестицій (в основний капітал більше 23 % ВВП);

- стабільного стану ділової кон'юнктури: стійке економічне зростання (коливання в межах +/-1,4 %) і невелике зростання запасів (зростання до 1 % відносно ВВП);

- внутрішньої структури економіки і політичних факторів: низька частка депозитів до запитання у всіх депозитах (до 17 %) за відсутно-

сті революції, значний фінансовий сектор і відсутній кінцевий термін служби голови уряду, юридично однопартійна система і значний фінансовий сектор;

- впливу зовнішніх факторів і регіональної приналежності: мала кількість валютних криз у регіоні у країнах Східної Європи.

Щодо сумнівних, з теоретичної точки зору, комбінацій умов, тут можлива дія спотворюючих ефектів (наприклад, іншого лагу впливу у випадку банківської кризи тощо).

Навпаки, найбільша імовірність виникнення валютної кризи (29 % і більше при кількості спостережень більше 50) існує в таких умовах, які можна розподілити за такими групами, що стосуються:

1. Різних напрямів політики:

- проінфляційної грошово-кредитної політики: значне зростання кількості грошей (більше 22 %) і зростання частки резервних грошей у ВВП (більше ніж на 0,5 % ВВП);

- експансійної грошово-кредитної і експансійної фіскальної політики: значне зростання кількості грошей і значний дефіцит державного бюджету (внутрішнє фінансування його більше 2 % ВВП);

- фіскальної політики і неліберального режиму в економіці: низький рівень економічної свободи (до 5,5 балів) і значний імпорт зброї.

2. Одного напрямку політики в специфічних умовах, що меншою мірою залежать від рішень влади:

- валютно-курсової політики і внутрішніх особливостей економіки: невелика недооцінка національної валюти за ПКС (до 38 %) або її переоцінка і низький рівень економічного розвитку;

- грошово-кредитної політики і характеру зовнішньоекономічних зв'язків: високі номінальні процентні ставки (облікова більше 15 %) і значні чисті надходження ПП (більше 3 % ВВП);

- фіскальної політики і характеру зовнішньоекономічних зв'язків: зменшення відношення золотовалютних резервів до ВВП (більше ніж на 0,5 %) і стійкий баланс державного бюджету (коливання сальдо в межах +/-0,7 % ВВП); невеликий зовнішньоторговий оборот (до 55 % ВВП) і значний імпорт зброї (більше 0,5 % ВВП);

- фіскальної політики і зовнішніх факторів: швидке економічне зростання в країнах – торгових партнерах (у середньому більше 2,5 %) і середня частка неподаткових надходжень державного бюджету (від 10 до 20 % поточних надходжень); зростання частки вимог банків до державних підприємств (у вимогах до всіх підприємств на

0,1 % і більше) і середня кількість валютних криз у країні – основному кредиторі або її зон (66–120 % від середньої кількості криз у зоні);

- політики зовнішніх запозичень: неучасть у пільговій допомозі МВФ (відсутність надходжень і повернення її) і низький рівень економічного розвитку (ВВП на душу населення менше 40 % від середнього);

- фіскальної політики і дії політичних факторів: значна частка державних інвестицій у валових інвестиціях (більше 39 %) і відсутність політичних вбивств.

3. Лише умов, що меншою мірою залежать від рішень влади:

- характеру зовнішньоекономічних зв'язків: невеликі золотовалютні резерви (трендовий показник майбутнього року менше 10 % ВВП) і значна частка експорту руди і металів (більше 4 % експорту товарів);

- характеру зовнішньоекономічних зв'язків і внутрішньої структури економіки: низька частка страхування і фінансових послуг у експорті і (менше 0,15 % експорту) невеликий фінансовий сектор (банківські депозити менше 22 % ВВП); значне обслуговування зовнішнього боргу відносно надходжень (державного і гарантованого державою зовнішнього боргу більше 17 % експорту) і середня частка вимог банків до державних підприємств (від 2,5 до 9 % від вимог банків до усіх підприємств);

- характеру зовнішньоекономічних зв'язків і регіональної приналежності: значне зменшення відношення зовнішнього боргу центрального банку до ВВП (більше ніж на 0,5 %) і приналежність до регіону Африка;

- внутрішньої структури економіки і стану ділової кон'юнктури: середній рівень економічного розвитку (ВВП на душу населення від 40 % до 100 % від середнього значення) і низька частка вимог банків до державних підприємств (менше 2,5 % від вимог банків до усіх підприємств), прискорення економічного зростання (більше ніж на 1,4 %) і значні додатні вимоги банківської системи до держави (більше 10 % ВВП), повільне економічне зростання (1–4 %) і невелике зростання запасів (на 0–1 %).

Зазначимо, що вплив факторів, і рекомендації щодо попередження валютних криз можуть змінюватися. Враховуючі відносно стійкі тенденції у світі по ряду показників (зростання відкритості економіки, лібералізація, зростання золотовалютних резервів, зменшення ролі

держави в економіці) та відмінності у впливі факторів за різних умов, цілком імовірними будуть такі зміни у майбутньому. Перш за все, це:

- послаблення позитивного впливу великого фінансового сектора;
- посилення позитивного впливу здешевлення або стійкого курсу долара та малої кількості валютних криз у регіоні;
- виникнення позитивного впливу повільного зростання імпорту, відсутності втечі капіталу, мінімального позитивного процентного диференціалу.

Виявлені закономірності у дії факторів можуть бути використані для вибору адекватних заходів із упередження валютних криз. Такі заходи можна поділити на дві групи.

1. Негнучкі заходи – досягнення цільових орієнтирів щодо показників, які є відносно стійкими у короткостроковій перспективі, принаймні у безкризові періоди (наприклад, показники структури в зовнішній торгівлі та інших секторах економіки, відносні показники, такі як співвідношення грошової маси і ВВП, частина показників динаміки тощо). Ці показники, як правило, держава може лише регулювати, а не визначати безпосередньо. Як було нами зазначено раніше, досягнення одних і тих цільових орієнтирів може бути корисним в одних умовах і несприятливим в інших. Разом з тим, оскільки досягнення цих цільових орієнтирів потребує часу, необхідно враховувати не будь-які умови, а лише стійкі, які мало змінюються принаймні у середньостроковій перспективі у безкризові періоди.

2. Гнучкі заходи – досягнення цільових орієнтирів щодо показників динаміки, на які держава може впливати більше, ніж на інші, у короткостроковій перспективі. Для визначення доцільності їх застосування потрібно враховувати всі можливі поточні умови, у яких перебуває країна.

5.2. Урахування регіональних особливостей

Якщо розглянути дію факторів у різних регіонах, то історично в *Східній Європі* по іншому, ніж у цілому у світі, впливали такі фактори:

- кумулятивний баланс поточного рахунку (позитивний вплив значного дефіциту, а отже, і більшого припливу інвестицій);
- частка експорту продукції обробної промисловості (негативний вплив низької);
- зростання надходжень від туризму (негативний вплив стійких і позитивний зменшення);
- обслуговування зовнішнього боргу відносно ВНД (негативний вплив невеликого);
- втеча капіталу (негативний вплив прямої);
- зростання золотовалютних резервів (позитивний вплив значного зростання);
- частка приватного у зовнішньому боргу (позитивний вплив більшої);
- кількість грошей і квазігрошей відносно золотовалютних резервів (негативний вплив значної);
- зростання частки вимог банків до державних підприємств (відсутній вплив);
- зростання кредиту банкам від монетарної влади (негативний вплив зростання і позитивний вплив стійкого);
- банківська криза (негативний вплив кризи);
- зростання процентних платежів по державному боргу (сильніший негативний вплив їх зростання);
- зростання внутрішніх заощаджень (негативний вплив зменшення);
- валютні кризи в регіоні (сильніший позитивний вплив малої кількості і негативний – середньої).

У Східній Європі інший, ніж у цілому у світі, вплив факторів виникнення валютних криз можливо пов'язаний прямо чи, навпаки, зворотно з відносно більшою часткою в цьому регіоні, ніж в інших (більше ніж на 20 %, ніж у середньому в інших регіонах), спостережень зі значною недооцінкою національної валюти за ПКС, великим зовнішньоторговим оборотом, значним зростанням експорту, чистим продовольчим імпортом, низьким тарифним протекціонізмом, середньою часткою високотехнологічного експорту, значними золотова-

лютними резервами відносно короткострокового зовнішнього боргу, невеликим короткостроковим зовнішнім боргом, значною часткою приватного у зовнішньому боргу, низькими процентними ставками, зменшенням процентної ставки по зовнішньому боргу, зростанням процентного диференціала, середніми банківськими резервами, зменшенням частки вимог банків до державних підприємств, значним державним бюджетом, стійкими витратами на зарплату в державному бюджеті, мінімальними процентними платежами по державному боргу, високими податками на дохід фізичних осіб, високим рівнем економічного розвитку, середньою торгівлею акціями, низькою нерівністю у доходах населення, середнім регулюванням ринку праці, зростанням безробіття, високою дієвістю законодавства (від цих показників залежить вплив факторів, що діють особливим чином у даному регіоні).

На Близькому Сході особливим чином діяли такі фактори:

- подорожчання національної валюти (сильніший негативний вплив значного знецінення);
- здешевлення долара (відсутній вплив);
- чистий продовольчий експорт (сильніший позитивний вплив чистого продовольчого імпорту);
- частка експорту руди і металів (відсутній вплив);
- надходження від туризму (позитивний вплив значних і негативний середніх);
- зростання надходжень від туризму (позитивний вплив зростання);
- тарифний протекціонізм (негативний вплив середнього);
- зростання тарифного протекціонізму (відсутній вплив);
- чисті надходження прямих іноземних інвестицій і приватного капіталу (сильніший негативний вплив мінімальних);
- зростання чистих надходжень прямих іноземних інвестицій і приватного капіталу (негативний вплив стійких);
- кількість грошей і квазігрошей відносно золотовалютних резервів (позитивний вплив середньої);
- зростання кількості грошей і інфляція (сильніший негативний вплив значного зростання кількості грошей і інфляції);
- зовнішнє фінансування дефіциту державного бюджету (негативний вплив невеликого);
- зростання процентних платежів по державному боргу (сильніший негативний вплив зростання);

- процентні платежі по державному боргу (негативний вплив лише значних);
- прискорення економічного зростання (позитивний вплив стійкого економічного зростання);
- зростання світового виробництва і попиту (відсутній вплив);
- економічне зростання (відсутній вплив);
- частка споживання (негативний вплив середньої);
- зростання запасів (негативний вплив значного зростання);
- сила парламенту (позитивний вплив низької);
- економічна свобода (негативний вплив лише низького рівня);
- дієвість законодавства (негативний вплив низької).

Як бачимо, специфічні особливості в цьому регіоні проявляються найбільше. Такі відмінності можуть бути пов'язані з подорожчанням національної валюти, близьким до офіційного валютним курсом на чорному ринку, переоцінкою національної валюти за ПКС, нульовою переоцінкою національної валюти за поточним балансом, профіцитом поточного балансу, значним кумулятивним дефіцитом поточного балансу, значним імпортом зброї, середньою часткою страхування і фінансових послуг у експорті, чистим продовольчим імпортом, низькою часткою високотехнологічного експорту, низькою часткою експорту продукції обробної промисловості, низькою часткою імпорту обробної промисловості, значними надходженнями від туризму, негативними або значними позитивними іншими інвестиціями в країну в банки, значними золотовалютними резервами відносно короткострокового зовнішнього боргу, низькою часткою зовнішнього боргу в доларах, відносним зменшенням кількості грошей, мінімальним зростанням кількості грошей та інфляцією, низькими процентними ставками, невеликим зменшенням процентних ставок, значними позитивними вимогами банків до держави, значним фінансовим сектором, низькою часткою депозитів до запитання у всіх депозитах, значним дефіцитом державного бюджету, значним державним бюджетом, значними витратами на оборону, зменшенням доходів державного бюджету, значною часткою неподаткових надходжень державного бюджету, середньою економікою, рецесією або стагнацією (за приростом ВВП на душу населення, сукупний приріст ВВП буде більшим, зважаючи на швидке зростання населення), низькою часткою споживання, значною торгівлею акціями, низькою нерівністю у доходах населення, малою або середньою неформальною економікою, необме-

женим строком служби голови уряду, малою або великою кількістю валютних криз у регіоні.

У Латинській Америці інакше впливають:

- реальна переоцінка національної валюти за торговим балансом (негативний вплив переоцінки);
- зростання цін на пшеницю (позитивний вплив значного зростання);
- частка страхування і фінансових послуг у експорті (негативний вплив низької);
- зростання надходжень від туризму (негативний вплив зменшення);
- втеча капіталу (негативний вплив прямої);
- зростання зовнішнього боргу (негативний вплив зростання);
- відносне зростання кількості грошей (позитивний вплив зменшення);
- рівень економічного розвитку (негативний вплив середнього);
- зростання кінцевого споживання (позитивний вплив швидкого);
- зростання внутрішніх заощаджень (позитивний вплив зменшення);
- поляризація уряду і парламенту (позитивний вплив високої).

Ці особливості можуть бути пов'язаними із значною часткою страхування і фінансових послуг у експорті, значною часткою імпорту продукції обробної промисловості, значним позитивним процентним диференціалом, низькою часткою вимог банків до державних підприємств, невеликими позитивними вимогами банківської системи до держави, зменшенням процентних платежів по державному боргу, низькими податками на дохід фізичних осіб, низькими і середніми обсягами торгівлі акціями, високою нерівністю у доходах населення, фактично багатопартійною системою, високим рівнем економічної свободи.

У Східній Азії специфічним чином впливають:

- зростання цін на пшеницю (негативний вплив значного зростання);
- зовнішньоторговий оборот (негативний вплив середнього);
- надходження від туризму (негативний вплив середніх);
- чисті золотовалютні резерви (відсутній вплив);
- рівень монетизації (негативний вплив низького);
- зростання облікової ставки (негативний вплив зростання);
- світова процентна ставка (негативний вплив середньої);

- зростання процентного диференціалу (негативний вплив зменшення);
- частка депозитів до запитання у всіх депозитах (відсутній вплив);
- зростання світового виробництва і попиту (негативний вплив більшого);
- зростання цін акцій у США (негативний вплив швидкого зростання);
- економічна свобода (відсутній вплив);
- валютні кризи у світі (негативний вплив малої кількості).

Такі особливості можна пов'язати з подорожчанням національної валюти, близьким до офіційного валютним курсом на чорному ринку, середнім імпортом зброї, значною часткою експорту продукції обробної промисловості, середніми надходженнями від туризму, низьким тарифним протекціонізмом, мінімальним зменшенням тарифного протекціонізму, профіцитом балансу доходів, невеликим обслуговуванням зовнішнього боргу відносно надходжень, значними позитивними інвестиціями у країну в інші сектори, значними золотовалютними резервами, значною часткою приватного у зовнішньому боргу, значним відносним зростанням кількості грошей і квазігрошей, мінімальним спредом по процентних ставках, низькою процентною ставкою по зовнішньому боргу, мінімальним позитивним процентним диференціалом, незмінним процентним диференціалом, мінімальними банківськими резервами, значним зростанням внутрішніх вимог банків, стійкою часткою вимог банків до загального уряду, значним фінансовим сектором, з низькою часткою депозитів до запитання у всіх депозитах, негативними вимогами банківської системи до держави, відсутньою системою страхування депозитів, негативним зовнішнім фінансуванням дефіциту державного бюджету, значними капітальними витратами державного бюджету, зменшенням процентних платежів по державному боргу, мінімальними процентними платежами по державному боргу, низькою часткою зовнішнього у державному боргу, швидким економічним зростанням, швидким економічним зростанням у країнах – торгових партнерах, швидким зростанням кінцевого споживання, значною часткою інвестицій, значною торгівлею акціями, середньою нерівністю доходів населення, низьким безробіттям, високим рівнем економічної свободи, високою дієвістю законодавства.

В Африці особливим чином впливають лише:

- баланс поточного рахунку (позитивний вплив профіциту);
- імпорт зброї (негативний вплив значного);
- обслуговування зовнішнього боргу відносно ВНД (позитивний вплив невеликого);
- зростання зовнішнього боргу (негативний вплив значного зменшення);
- кількість грошей і квазігрошей відносно золотовалютних резервів (позитивний вплив невеликої);
- зростання частки вимог банків до загального уряду (відсутній вплив);
- частка споживання (позитивний вплив низької і негативний вплив середньої);
- дієвість законодавства (негативний вплив середньої).

Це може бути пов'язане із такими особливостями регіону: з невеликим зростанням імпорту, низькою часткою експорту обробної промисловості, середніми надходженнями від туризму, середніми податками на дохід фізичних осіб.

Отже, найбільші міжрегіональні відмінності існують у характері впливу у зростанні надходжень від туризму, забезпеченості грошей і квазігрошей золотовалютними резервами, а також зростанні світових цін на пшеницю, обслуговуванні зовнішнього боргу, зростанні внутрішніх заощаджень.

Регіональні відмінності в дії факторів виникнення валютних криз пояснюються на Близькому Сході переважно особливостями характеру зовнішньої торгівлі та державних фінансів; у Центральній та Східній Європі та СНД – характеру зовнішньої торгівлі, державних фінансів та адекватності валютних курсів; у Східній Азії – діяльності банківського сектора, характеру зовнішньої торгівлі, державних фінансів, величиною процентних ставок; у Латинській Америці – характеру зовнішньої торгівлі, банківського кредиту і державних фінансів; в Африці – характеру зовнішньої торгівлі.

5.3. Цільові орієнтири заходів запобігання валютним кризам на прикладі України

Виявлені закономірності у впливі факторів на імовірність виникнення валютних криз з урахуванням умов¹, характерних для України в середньостроковому періоді, дали можливість зробити рекомендації щодо забезпечення валютної стабільності в Україні. Для мінімізації ризику виникнення валютної кризи доцільним може бути досягнення або дотримання таких цільових орієнтирів.

У межах валютно-курсової і цінової політики:

- зменшення або помірне зростання реального ефективного курсу (орієнтовний пороговий рівень – до 4 %);
- стійкі умови торгівлі (їх зміна в межах від -3 % до 2 %);
- значне або, навпаки, незначне регулювання цін (менше 3 або більше 5 балів);
- близький до офіційного валютний курс на чорному ринку або значне його відхилення (орієнтовний пороговий рівень – перевищення офіційного курсу курсом на чорному ринку в бік меншої вартості національної валюти до 1 % або більше 10 %).

Таким чином, валютно-курсова і цінова політика в Україні має бути направлена на недопущення значної реальної ревальвації гривні та сприяння стійкості умов торгівлі. Щодо валютних обмежень або обмежень у сфері ціноутворення, доцільним виявляється підтримка їх або на низькому, або на високому рівні.

Проте за деяких умов короткострокової дії зазначені цільові орієнтири можуть втрачати повністю або частково свою корисність: відсутність відхилення офіційного курсу від курсу на чорному ринку – при зростанні світових цін на пшеницю (і продукцію рослинництва взагалі); зменшення реального ефективного курсу – при зменшенні грошової бази відносно ВВП; незначне регулювання цін – при обмежених збройних конфліктах. Покращення умов торгівлі може виявитись сприятливим при зменшенні процентного диференціалу, а погіршення – при мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму чи погіршенні балансу державного бюджету.

У межах зовнішньоторгової політики:

- середня або значна частка страхування і фінансових послуг у

¹ Належність України до груп за факторами умов визначено за джерелами, вказаними у додатку В та [103; 256; 257; 258].

експорті (більше 0,15 % експорту);

- середня частка експорту продукції обробної промисловості (у межах 66–76 % експорту товарів);

- середня або висока частка високотехнологічного експорту (більше 2 % експорту товарів);

- низькі експортні мита (більше 0 % і менше 0,25 % експорту);

- великий зовнішньоторговий оборот (більше 90 % ВВП);

- низький або високий рівень тарифного протекціонізму (різниця між надходженнями від імпортного і експортного мита менше 4 % або більше 10 % експорту / імпорту);

- значні надходження від туризму (більше 4 % ВВП);

- чистий продовольчий імпорт (більше 1 % ВВП);

- середня частка експорту руди і металів (від 1 до 4 % експорту).

Отже, зовнішньоторгова політика має бути направлена на формування відкритої економіки, розвиток експорту страхових, фінансових і туристичних послуг, високотехнологічної продукції, адекватне місце продукції обробної промисловості у експорті. Разом з тим за умови досягнення певного порогового рівня може бути ефективним тарифний протекціонізм, а також невеликі за розміром експортні мита. Доцільною також може бути більша орієнтація на споживання імпортих продовольчих товарів.

Але середня частка експорту руди і металів може втратити оптимальність при погіршенні балансу державного бюджету; висока або середня частка високотехнологічного експорту – при невеликому зростанні імпорту, зменшенні надходжень інвестицій і витрат державного бюджету, зменшенні частки депозитів до запитання в банках; низькі експортні мита – при стійкій частці вимог банків до державних підприємств. Більша частка експорту продукції обробної промисловості може виявитись доцільною при відпливі інших інвестицій, високій реальній процентній ставці.

У межах політики регулювання руху капіталу:

- відплив або невеликі надходження портфельних інвестицій (менше 1% ВВП);

- нульова втеча капіталу (в межах від -1 % до 1 % ВВП);

- невеликі валові потоки приватного капіталу (до 6 % ВВП);

- негативне кумулятивне сальдо фінансового рахунку мінус прямі іноземні інвестиції (менше 0 % ВВП);

- неучасть або надходження за пільговою допомогою від МВФ (не менше нуля);

- нестійкі надходження інвестицій (зміни надходжень інших інвестицій більше або менше 1% ВВП);
- мінімальний або середній приплив прямих іноземних інвестицій (до 3 % ВВП).

Регулювання руху капіталу повинно дестимулювати надмірний притік приватного капіталу, особливо портфельних інвестицій, непрозорі схеми руху капіталу. Доцільною також є неучасть принаймні у пільговій допомозі МВФ.

Проте негативне кумулятивне сальдо фінансового рахунку мінус прямі іноземні інвестиції може втратити оптимальність при малій кількості валютних криз у регіоні; невеликі валові потоки приватного капіталу – при стійкому курсі долара, покращанні балансу державного бюджету, зростанні витрат на зарплату в державному бюджеті; неучасть у пільговій допомозі від МВФ – при прямій втечі капіталу, невеликому зменшенні зовнішнього боргу. Значний приплив прямих іноземних інвестицій може стати доцільним при зменшенні реального ефективного курсу, покращанні балансу державного бюджету, зростанні безробіття, значних позитивних інших інвестиціях у країну в банки, малій кількості валютних криз у країні – основному торговому партнері або її зоні; стійкі надходження інших інвестицій – при значному зростанні запасів відносно ВВП; пряма втеча капіталу – при значній частці вимог банків до загального уряду; обернена втеча капіталу – при зменшенні надходжень інвестицій і витрат державного бюджету, низьких процентних ставках, зростанні процентного диференціалу; виплати по пільговій допомозі від МВФ – при зростанні чистих надходжень прямих іноземних інвестицій.

У межах політики управління золотовалютними резервами – формування їх у значних розмірах:

- великі або середні золотовалютні резерви (більше 10 % ВВП);
- значне зростання золотовалютних резервів (більше ніж, на 1,5 % ВВП);
- більші чисті золотовалютні резерви (більше 25 % імпорту і сплачених доходів).

Більші чисті золотовалютні резерви можуть бути недоцільними при зростанні витрат на зарплату в державному бюджеті. Мінімальне зростання золотовалютних резервів може бути доцільним при середньому зростанні світового виробництва і попиту, а зменшення золотовалютних резервів – при значній торгівлі акціями чи зростанні надходжень портфельних інвестицій у країну.

У рамках політики регулювання зовнішнього боргу:

- профіцит балансу доходів (більше 0 % ВВП);
- невелике або середнє обслуговування зовнішнього боргу (державного або гарантованого державою до 17 % експорту);
- невеликий або середній короткостроковий зовнішній борг (до 37 % експорту і надходжень доходів);
- середнє обслуговування зовнішнього боргу відносно ВНД (від 3 до 7 %);
- низька частка зовнішнього боргу в доларах (до 50 %);
- значна частка приватного у зовнішньому боргу (більше 10 %).

Таким чином, регулювання зовнішнього боргу має бути пов'язане з обмеженням розміру короткострокового зовнішнього боргу і, відповідно, невеликим обслуговуванням зовнішнього боргу (але не обов'язково відносно ВНД). Важливим є і формування адекватної структури боргу з достатнім рівнем диверсифікації за валютами і більшою роллю негарантованого державою боргу приватних позичальників. Але значне обслуговування зовнішнього боргу може бути доцільним при зменшенні внутрішніх заощаджень, покращанні балансу державного бюджету, стійких витратах на зарплату в державному бюджеті, мінімальному зменшенні державного боргу.

У рамках політики регулювання грошової маси – недопущення її надмірного незабезпеченого розростання:

- мінімальне або середнє зростання кількості грошей і квазігрошей (до 22 %);
- невелика або середня кількість грошей і квазігрошей відносно валютних резервів (до 400 %), проте цей цільовий орієнтир може втратити оптимальність при мінімальному зростанні економічної свободи.

У межах політики процентних ставок:

- низькі або середні процентні ставки (облікова до 15 %);
- незмінна облікова ставка або її зростання (зменшення не більше ніж на 1,5 %);
- невелике зменшення процентних ставок (по кредитах не більше ніж на 1,5 %);
- низька або середня процентна ставка по зовнішньому боргу (менше 6,25 %);
- висока реальна процентна ставка (по кредитах більше 12 %).

Отже, основними пріоритетами в цій сфері є менші процентні ставки по зовнішньому боргу, менші внутрішні номінальні та вищі

внутрішні реальні процентні ставки, недопущення надмірного зменшення номінальних процентних ставок (по кредитах недопущення і збільшення). Хоча більше зменшення номінальних процентних ставок може бути доцільним при профіциті державного бюджету. Висока реальна процентна ставка може бути недоцільною при зменшенні тарифного протекціонізму, невеликих надходженнях портфельних інвестицій, стійких процентних платежах по державному боргу, низьких номінальних процентних ставках.

У межах політики регулювання банківської діяльності:

- як не дивно, але відсутність системи страхування депозитів (вона сприяє запобіганню банківської кризи, але у разі її настання, імовірно, сприятиме збільшенню попиту на іноземну валюту);

- відсутність банківської кризи;

- зменшення або стійка частка вимог банків до державних підприємств (збільшення не більше ніж на 1% внутрішніх вимог банків);

- значна частка вимог банків до загального уряду (більше 23 %);

- зменшення кредиту банкам від монетарної влади (більше ніж на 0,1 % ВВП);

- зменшення частки вимог банків до загального уряду (більше ніж на 1 % внутрішніх вимог банків);

- стійка частка депозитів до запитання в банках (коливання в межах +/- 0,8 % депозитів);

- більші банківські резерви (більше 15 % депозитів).

Тобто регулювання банківського сектора має забезпечувати його стабільність, необхідний рівень резервів, але з меншим використанням його рефінансування з боку Національного банку України. Доцільним є сприяння стійкій довірі вкладників до банківської системи, але не завдяки системі страхування депозитів. У структурі активів банків повинні зменшуватися вимоги до державного сектора економіки, хоча статично більші вимоги до уряду відіграють позитивну роль.

Але можуть стати неоптимальними більші банківські резерви при зростанні процентного диференціалу, середньому зростанні світового виробництва і попиту; значна частка вимог банків до загального уряду – при значному зростанні цін на пшеницю, негативних інших інвестиціях у країну в монетарну владу, низькій світовій процентній ставці, швидкому зростанні кінцевого споживання, правому уряді; зменшення частки вимог банків до загального уряду – при зростанні обороту торгівлі акціями; зменшення частки вимог банків до держав-

них підприємств – при стійких надходженнях від туризму, високому і зростаючому безробітті; стійка частка депозитів до запитання в банках – при зростанні процентного диференціалу; зменшення кредиту банкам від монетарної влади – при середньому зростанні світового виробництва і попиту.

У межах бюджетної політики:

- профіцит державного бюджету (внутрішнє фінансування дефіциту менше 0 % ВВП);
- низькі або високі податки на дохід фізичних осіб (максимальна маржинальна ставка менше 26 % або більше 35 %);
- значні витрати на зарплату в державному бюджеті (більше 30 % витрат бюджету);
- мінімальні або середні процентні платежі по державному боргу (трендовий показник наступного року до 12 % витрат державного бюджету);
- невеликий державний бюджет (витрати менше 20 % ВВП);
- стійка або зростання частки витрат на зарплату в державному бюджеті (зменшення не більше 0,7 % витрат);
- стійкі процентні платежі по державному боргу (коливання в межах +/- 0,7 % витрат державного бюджету);
- низька нерівність у доходах населення (коефіцієнт GINI менше 40 %);
- покращання балансу державного бюджету (більше ніж на 0,7 % ВВП);
- низька або середня частка неподаткових надходжень державного бюджету (до 20 % поточних доходів бюджету);
- невеликі капітальні витрати державного бюджету (до 12 % витрат бюджету).

Отже, бюджетна політика повинна бути направлена на обмеження дефіциту державного бюджету, зміну балансу в бік профіциту, невеликий розмір бюджету. У структурі витрат потрібно надавати перевагу витратам на зарплату і меншою мірою капітальним витратам і процентним платежам, але динаміка останніх повинна бути без різких коливань в обидві сторони. Оподаткування доходів фізичних осіб доцільне за одним з двох протилежних варіантів: високі або, навпаки, низькі ставки. Важливим напрямом є вирівнювання доходів населення.

Проте покращання балансу державного бюджету може втратити доцільність при погіршенні умов торгівлі; профіцит державного бю-

джету – при мінімальному зростанні економічної свободи; невеликий державний бюджет – при стабільних надходженнях портфельних інвестицій у країну, великій кількості валютних криз у країні – основному кредиторі або її зоні, високій реальній процентній ставці, середньому безробітті; значні витрати на зарплату в державному бюджеті – при значному зменшенні процентних ставок і процентного диференціалу; стійка частка витрат на зарплату в державному бюджеті – при відтоку портфельних інвестицій чи незмінному процентному диференціалі; низька частка неподаткових надходжень державного бюджету – при низькій світовій процентній ставці, мінімальному зростанні кількості грошей і інфляції; високі податки на дохід фізичних осіб – при мінімальних чистих надходженнях прямих іноземних інвестицій і приватного капіталу, а низькі – при невеликому зменшенні зовнішнього боргу.

У межах політики регулювання реального сектора і фондового ринку:

- середнє або швидке зростання кінцевого споживання (більше 2,5 %);
- уповільнення або стійке економічне зростання (збільшення темпів не більше, ніж на 1,4 %);
- стійкі внутрішні заощадження або їх зростання (зменшення не більше 1 % ВВП);
- зростання безробіття (більше ніж на 0,3 % робочої сили);
- зменшення або повільне зростання інвестицій (зростання не більше 11 %);
- зменшення або помірне зростання цін на акції у доларах (до 13 %);
- рецесія, стагнація або швидке економічне зростання (зростання ВВП на душу населення до 1 % або більше 4 %).

Таким чином, потрібно сприяти зростанню заощаджень, споживання і ВВП у цілому, але не шляхом зменшення безробіття і різкого приросту темпів економічного зростання. Антициклічна політика також повинна протидіяти перегріву на ринку акцій і переінвестуванню. Але середнє зростання кінцевого споживання може бути недоцільним при нульових інших інвестиціях у країну в монетарну владу, стабільних надходженнях портфельних інвестицій у країну; стійкі внутрішні заощадження або їх зростання – при зменшенні надходжень від туризму, мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму, стійкій частці вимог банків до загального уряду; зменшення або

повільне зростання інвестицій – при зменшенні надходжень інвестицій і витрат державного бюджету, зменшенні частки вимог банків до державних підприємств; зростання безробіття – у міжвиборчий період.

У сфері правового забезпечення економічної діяльності:

- середня дієвість законодавства (у межах 5–6 балів), але цей цільовий орієнтир може втрачати оптимальність при стійких темпах економічного зростання.

Найбільш дієвими цільовими орієнтирами для України в сфері економіки є профіцит державного бюджету, низькі або високі ставки податку на дохід фізичних осіб, середня або значна частка страхування та фінансових послуг у експорті, зменшення або помірне зростання реального ефективного курсу, вплив або невеликі надходження портфельних інвестицій.

Хоча більшість показників по вказаних цільових орієнтирах лише регулюються державою, але інша частина безпосередньо нею контролюється. Зокрема, НБУ шляхом впровадження валютних обмежень може контролювати, наскільки офіційний курс відповідає курсу на чорному ринку, проводити валютні інтервенції, здійснювати грошову емісію, змінювати облікову ставку, надавати кредити комерційним банкам. Ступінь регулювання цін, величина експортного мита, загальний рівень тарифного протекціонізму, величина зовнішніх запозичень, частка витрат на зарплату та капітальних витрат у державному бюджеті, рівень оподаткування доходів фізичних осіб можуть визначатись політикою уряду разом з Верховною Радою.

Кожний з показників, що лише регулюються державою, може досягатись цілим комплексом заходів. Наприклад, запобігання надмірному реальному подорожчання гривні шляхом валютних інтервенцій, валютних обмежень, зміни облікової ставки, норми обов'язкового регулювання тощо.

Аналогічно можна визначити і цільові орієнтири, можливо, навіть екзотичні для сучасних реалій і в політичній площині. У сфері державного устрою і співвідношення політичних сил:

- необмежений строк служби голови уряду;
- президентська або президентсько-парламентська форма правління;
- висока поляризація уряду і парламенту;
- низька або висока виборність парламенту (юридично однопартійна система або фактично багатопартійна система);

- низька підтримка президента на виборах (до 47 % голосів на першому турі виборів).

Тобто, за різними параметрами, перевагу мають зміщення державного устрою як у бік авторитаризму, так і демократії. Разом з тим висока поляризація може стати недоцільною при зменшенні економічної свободи; низька або висока виборність парламенту – при мінімальному зростанні цін на пшеницю, значних позитивних інших інвестиціях у країну в банки, низькій світовій процентній ставці; низька підтримка президента на виборах – при малій кількості валютних криз у регіоні, зростанні врожайності, значному зменшенні чистих іноземних активів інших секторів.

Нарешті, у сфері підтримки політичної стабільності:

- відсутність політичних вбивств;
- відсутність революцій;
- відсутність посилення збройних конфліктів;
- відсутність великих урядових криз;
- відсутність дії партизанського руху;
- відсутність війн і збройних конфліктів.

Одночасно необхідно враховувати, що мінімізація ризику виникнення валютної кризи за рахунок вказаних заходів не обов'язково може сприяти досягненню інших цілей економічної політики. Також частина з розглянутих нами цільових орієнтирів має у собі елемент самоцілі (наприклад, економічне зростання, продовольча безпека, соціальна справедливість, демократичність політичного устрою, мир тощо).

Тому досягнення цих цільових орієнтирів не має бути забезпечено механічно. Наприклад, розглянемо цільовий орієнтир щодо орієнтації на споживання імпортних продовольчих товарів. За розглянутий період у середньому країна-чистий імпортер продовольчих товарів мала 8 % імовірності опинитись наступного року у стані валютної кризи, інші країни – 16 %. Це може пояснюватися тим, що чистий продовольчий імпортер передбачає меншу частку продовольчого експорту і більшу частку експорту паливних товарів, що характеризувались кращою ціновою динамікою і є властивим для країн Близького Сходу. Але і для країн Центральної та Східної Європи та СНД цифри цієї імовірності схожі 5 % і 12 %. Тому другим поясненням може бути те, що цей орієнтир повинен застосовуватись у межах розбудови більш ефективної галузевої структури та управління іншими параметрами економіки. Зокрема, про це свідчить позитивна кореляція чис-

того імпорту продуктів харчування на рівні 20–40 % з більшою чисельністю вчених та інженерів, часткою продукції обробної промисловості у експорті, меншою величиною неформальної економіки, меншою нерівністю у доходах населення, більшою величиною квазіліквідних зобов'язань відносно ВВП.

Таким чином, розроблені нами цільові орієнтири передбачають застосування протилежних альтернативних заходів валютно-курсової, цінової, зовнішньоторгової політики (більшого або меншого регулювання); регулювання руху капіталу; забезпечення міжнародної ліквідності; адекватне управління зовнішнім боргом та бюджетну політику; антиінфляційні заходи; забезпечення стабільності в банківському секторі та політичній сфері; стимулювання економічного зростання поряд з недопущенням перегріву економіки.

Запропоновані цільові орієнтири для України можна розглянути також у декількох площинах:

По-перше, лібералізація – значне регулювання. Доцільними є зовсім протилежні варіанти: незначне і значне регулювання цін, щодо валютних обмежень – близький до офіційного валютний курс на чорному ринку або значне його відхилення. Тобто дестабілізуючим може бути проміжний рівень регулювання.

По-друге, експансія – рестрикція. Більшість цільових орієнтирів мають рестрикційний характер, зокрема профіцит державного бюджету, покращання балансу державного бюджету, недопущення значного зростання агрегату М2, достатня його забезпеченість золотовалютними резервами, висока реальна процентна ставка, зменшення кредиту банкам від монетарної влади, більші банківські резерви. Але експансійний характер мають значна частка витрат на зарплату в державному бюджеті та її незменшення.

По-третє, роль держави в економіці. Більшість цільових орієнтирів направлені на меншу роль держави в економіці: зменшення або стійка частка вимог банків до державних підприємств, невеликий державний бюджет, невеликі капітальні витрати державного бюджету. Але прикладом протилежних доцільних варіантів є низькі або високі податки на дохід фізичних осіб.

По-четверте, відкритість – закритість. Позитивним явищем є торгова відкритість, а саме значний зовнішньоторговий оборот. І негативним – відкритість для руху капіталу, про що свідчать такі цільові орієнтири: невеликі валові потоки приватного капіталу, мінімальний

або середній приплив прямих іноземних інвестицій, нульова втеча капіталу.

По-п'яте, стимулювання експорту чи імпорту. На користь першого свідчать такі цільові орієнтири: недопущення значної реальної ревальвації гривні, значні надходження від туризму. Але одночасно доцільним є високий або низький рівень тарифного протекціонізму та низькі, але ненульові експортні мита. Важливою є і структура експорту, а саме, – кращим варіантом є більша частка експорту високотехнологічних товарів та фінансових послуг.

Щодо фактичного досягнення цих цільових орієнтирів на практиці, то, наприклад, у 2005 році в Україні було не дотримано такі з них:

- зростання реального ефективного курсу не більше 4 %;
- зростання кількості грошей і квазігрошей менше 22 %;
- відсутність системи страхування депозитів;
- витрати державного бюджету менше 20 % ВВП.

Разом з тим, було дотримано інші цільові орієнтири, зокрема:

- вплив або надходження портфельних інвестицій менше 1 % ВВП;
- золотовалютні резерви більше 10 % ВВП;
- кількість грошей і квазігрошей менше 400 % валютних резервів;
- облікова ставка менше 15 %;
- податки на дохід фізичних осіб менше 26 % або більше 35 %;
- збільшення темпів зростання ВВП менше 1,4 % або його уповільнення.

5.4. Маастрихтські критерії конвергенції як засіб забезпечення валютної стабільності

Зі вступом 10 нових членів до Європейського Союзу в 2004 р. актуальним стало питання про впровадження у цих країнах єдиної валюти – євро. Необхідною вимогою цього є досягнення достатнього рівня економічної конвергенції. Згідно зі статтею 121 Угоди про утворення ЄС і Протоколу про критерії конвергенції її рівень оцінюється за такими критеріями [259]:

- високий рівень стабільності цін (інфляція повинна не перевищувати середній рівень інфляції у країнах-членах з найкращою ціновою стабільністю більше ніж на 1,5 % – наприклад, у 2003 р. фактично не більше 3 % [260, с. 108]);

- стабільність фінансового стану уряду (загальними орієнтирами є дефіцит державного бюджету менше 3 % і державний борг менше 60 %, достатньою умовою є також їх істотне зменшення з наближенням до вказаних орієнтирів);

- стабільність курсу національної валюти (успішна участь у Механізмі обмінних курсів II протягом двох років, у рамках якого курс національної валюти до євро повинен коливатись у межах +/-15 % без істотного тиску на валютному ринку);

- низьке відхилення у довгострокових номінальних процентних ставках (вони повинні не перевищувати середні аналогічні процентні ставки у країнах-членах з найкращою ціновою стабільністю більше ніж на 2 % – наприклад, у 2003 р. фактично бути не більше 6–7 % [260, с. 110]).

Метою критеріїв конвергенції є забезпечення урівноваженого розвитку країн-членів та запобігання створенню напруження між країнами членами. Показники, покладені в основу цих критеріїв, вважаються важливими факторами валютної стабільності, порушення якої у найбільш радикальному вигляді характеризується поняттям валютна криза. Дотримання цих критеріїв повинне як сприяти стабільності євро після його введення у країнах-нових членах ЄС, так і знижувати ризик виникнення валютної кризи у цих країнах ще до цієї події, яка б фактично унеможливила їх приєднання до зони євро у середньостроковій перспективі та несла загрозу для їх економічного розвитку.

Порівняємо ці міркування з результатами нашого дослідження. Це дозволить з'ясувати, за яких умов дотримання відповідних критеріїв конвергенції є найбільш доцільним з точки зору валютної стабі-

льності, а за яких – може бути джерелом додаткових ризиків. З цією метою розглянемо детальніше такі фактори.

1. Зростання кількості грошей (зростання грошової маси за агрегатом M2). Цей показник істотно корелює з інфляцією (коефіцієнти кореляції: 95 % із зростанням цін виробників і 84 % із зростанням споживчих цін), тому інфляція і зростання кількості грошей мають схожу поведінку і їх можна розглядати як один фактор.

2. Дефіцит державного бюджету (його внутрішнє фінансування, яке істотно корелює (-85 %) з балансом державного бюджету), зміна сальдо державного бюджету, зовнішній борг (коефіцієнт кореляції з державним боргом: 81 %, а з боргом центрального уряду 73 %), зростання державного боргу (боргу центрального уряду).

3. Номінальне подорожчання національної валюти (відносно СДР).

4. Процентна ставка (номінальна облікова).

Значне зростання кількості грошей (більше 22 % на рік – що відповідає інфляції за індексом споживчих цін у середньому більше 13 %) за інших рівних умов впливають негативно – збільшують імовірність виникнення валютної кризи. У цьому разі імовірність валютної кризи становить 21 %, порівняно з 12 % при меншому зростанні кількості грошей. Але додаткове уповільнення зростання кількості грошей у діапазоні від -22 % до 22 % не дає суттєвого позитивного результату (виключення – при подорожчанні національної валюти, близькому до офіційного валютному курсі на чорному ринку, дефіциті державного бюджету більше 2 % ВВП). Зазначена закономірність за інших рівних умов сильніше проявляється при частці високотехнологічних товарів у експорті (товарів) менше 2 %, золотовалютних резервах більше 400 % короткострокового зовнішнього боргу, короткостроковому зовнішньому боргу менше 20 % експорту та доходів отриманих, зростанні резервних грошей відносно ВВП, капітальних витратах від 12 до 20 % державного бюджету. Позитивний вплив лише мінімального зростання кількості грошей (від -22 до 12 %, що відповідає інфляції у середньому менше 8 %) існує при реальній процентній ставці по кредитах від 6 до 12 %, зростанні процентного диференціалу (різниці між національною ставкою на грошовому ринку і ЛІБОР по долару з урахуванням динаміки валютного курсу) більше 3 %. Негативний вплив значного зростання кількості грошей і позитивний вплив середнього (від 12 до 22 %) існує при кількості валютних криз у регіоні нижче середнього (лише позитивний вплив середнього – при

зростанні доходів державного бюджету більше 0,7 % ВВП). Навпаки, негативний вплив середнього зростання кількості грошей спостерігається при повільному зменшенні відхилення валютного курсу на чорному ринку від офіційного (не більше 3%). За багатьох умов зростання кількості грошей може і не здійснювати значущого впливу – при практично відсутньому зростанні резервних грошей відносно ВВП, ВВП на душу населення вище середнього по аналізованій вибірці країн, високій поляризації уряду і парламенту, лівому уряді. Негативний вплив мінімального зростання кількості грошей спостерігається лише при зменшенні процентного диференціала більше ніж на 3 % або неподаткових надходженнях менше 10 % поточних доходів державного бюджету, проте цей вплив також не є значущим.

Значний дефіцит державного бюджету (більше 2 % ВВП) впливає негативно, але незначуще за інших рівних умов. Цей вплив стає значущим при відпливі портфельних інвестицій. Негативний вплив більшого дефіциту державного бюджету існує при витратах на оборону більше 3 % ВВП, зменшенні процентних ставок по кредитах більше ніж на 1,5 %, частці вимог банків до державних підприємств у вимогах до всіх підприємств від 2,5 до 9 %, тобто, за таких умов невеликий дефіцит державного бюджету (від 0 до 2 % ВВП) є лише другим кращим варіантом, порівняно з його профіцитом. Але може існувати і негативний вплив профіциту, коли менший ризик є в країнах з помірним чи значним дефіцитом державного бюджету – при мінімальному зростанні економічної свободи.

Покращання балансу державного бюджету (більше ніж на 0,7 % ВВП) теж за інших рівних умов здійснює незначущий (позитивний) вплив. Він стає значущим при зменшенні надходжень від туризму, низьких експортних митах (у середньому до 0,25 % експорту, але більше 0 %), позитивних інших інвестиціях у країну у банки більше 0,7 % ВВП, світовій процентній ставці (ЛІБОР по долару, 3 міс.) менше 5 %. Будь-яке покращання балансу впливає позитивно при середній частці руди і металів у експорті (1–4 %), надходженнях портфельних інвестицій більше 1 % ВВП. Лише погіршення балансу державного бюджету (більше ніж на 0,7 % ВВП) є негативним при зменшенні кредиту банкам від монетарної влади, зменшенні державного боргу більше ніж на 2,4 % ВВП, зростанні безробіття більше ніж на 0,4 % робочої сили. Але існує негативний вплив стійкого балансу при стійких або мінімальних (менше 5 % витрат уряду) процентних платежах по державному боргу; а також негативний вплив стійкого ба-

лансу і позитивний вплив його погіршення (покращання є другим кращим варіантом) – при погіршенні умов торгівлі більше 3 % або при необмеженому строку служби голови уряду.

Зовнішній борг впливає за інших рівних умов негативно, але незначуще. Але існує позитивний вплив невеликого зовнішнього боргу (до 40 % ВВП, що відповідає державному боргу у середньому близько до 30 % ВВП) – при зростанні запасів не більше 1 % ВВП, відсутніх політичних вбивств; негативний вплив взагалі більшого зовнішнього боргу – за відсутності революцій; негативний вплив значного – при обсягах торгівлі акціями менше 1 % ВВП. Негативний вплив середнього зовнішнього боргу (від 40 до 70 % ВВП, що відповідає державному боргу у діапазоні від 30 до 65% ВВП) спостерігається при зростанні зовнішнього боргу центрального банку відносно ВВП. Негативний вплив невеликого – при чисельності вчених та інженерів менше 240 на 1 млн населення, а позитивний вплив значного (більше 70 % ВВП) – при стійких витратах на зарплату у державному бюджеті.

Динаміка державного боргу не впливає на імовірність виникнення валютної кризи за інших рівних умов. Негативний вплив зростання (більше ніж на 1 % ВВП) державного боргу існує при зростанні чистих надходжень прямих іноземних інвестицій більше ніж на 0,2 % ВВП, позитивних інших інвестиціях у країну у банки менше 0,7 % ВВП. Але спостерігається негативний вплив значного зменшення (більше ніж на 2,4 % ВВП) державного боргу і позитивний вплив його мінімального зменшення (від -1 до 2,4 % ВВП) – при зростанні резервних грошей більше ніж на 0,5 % ВВП; негативний вплив мінімального зменшення – при кінцевому споживанні менше 79 % ВВП, високому рівні економічної свободи, високій дієвості законодавства; позитивний вплив зростання – при зростанні зовнішнього боргу центрального банку.

За інших рівних умов значне номінальне знецінення національної валюти на 7–45 % впливає негативно (імовірність виникнення валютної кризи становить 18 %, порівняно з 13 % – при помірному зростанні або подорожчанні). Особливо такий вплив присутній при мінімальному зростанні цін на пшеницю (від -6 до 17 %), чистому продовольчому імпорту, мінімальному зростанні кількості грошей та інфляції (від -22 до 12 %), світовій процентній ставці більше 5,8 %, зростанні цін на акції у США від 7 до 21 %. Будь-яке здешевлення, навіть і невелике (до 7%) здійснює негативний вплив при частці продукції

обробної промисловості у експорті менше 25 %, зменшенні процентних ставок на менше ніж 1,5 %. Позитивний вплив лише невеликого знецінення наявний при зростанні світових цін на пшеницю більше 17 %, мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму, значних золотовалютних резервах (трендовий показник наступного року більше 17 % ВВП), значному державному бюджеті (витрати більше 30 % ВВП), високій дієвості законодавства, а негативний – при неформальній економіці більше 40 % ВВП, середній підтримці президента на виборах (47–58 % голосів на першому турі). Протилежний до загальної закономірності вплив (негативний від подорожчання) спостерігається при середньому імпорті зброї (0,1–0,5 % ВВП), надходженнях від туризму більше 4 % ВВП, обліковій ставці більше 15 %, зростанні процентних ставок по кредитах, зменшенні процентних платежів по державному боргу більше ніж на 0,7 % витрат бюджету, зростанні кінцевого споживання більше 6 %. За ряду умов номінальне знецінення національної валюти може і не здійснювати впливу – при близькому до офіційного валютному курсі на чорному ринку, низьких експортних митах, стабільних надходженнях портфельних інвестицій, низькому рівні монетизації економіки (M1 менше 10 % ВВП), середніх світових процентних ставках (5,1–5,8 %), частці вимог банків до державних підприємств менше 2,5 % вимог до всіх підприємств, позитивних вимогах банківської системи до держави до 10 % ВВП, профіциті державного бюджету, зростанні цін на акції у США більше 21 %.

Більші процентні ставки впливають негативно за інших рівних умов (імовірність валютної кризи становить 7% при обліковій ставці менше 10 %, 16 % – при 10–15 %, 24 % – при більше 15 %), особливо при подорожчанні національної валюти або значних золотовалютних резервах. Негативний вплив лише високих процентних ставок (більше 15 %) спостерігається при негативному кумулятивному сальдо фінансового рахунку мінус прямі іноземні інвестиції, чистих надходженнях прямих іноземних інвестицій більше 3 % ВВП, нульових інших інвестиціях у країну у монетарну владу, малій кількості валютних криз у регіоні, а позитивний вплив лише низьких (менше 10 %) – при обсягах торгівлі акціями більше 7,5 % ВВП, неформальній економіці менше 30 % ВВП. У той же час можливий негативний вплив середніх процентних ставок при мінімальному зменшенні тарифного протекціонізму. Відсутній вплив при невеликих золотовалютних резервах (трендовий показник наступного року менше 10 % ВВП), зме-

ншенні процентних ставок по кредитах менше ніж на 1,5 %, відсутності політичних вбивств.

Таким чином, у дослідженні знайдені докази переважно на користь застосування критеріїв конвергенції як цільових орієнтирів, що сприяють валютній стабільності, хоча це не виключає повністю ризик валютної кризи. Разом з тим, фактори, пов'язані з критерієм стабільності фінансового уряду, за інших рівних умов не здійснюють значущого впливу на імовірність виникнення валютної кризи. Їх застосування може бути обґрунтованим лише за деяких умов. Є ознаки того, що саме комплексне застосування критеріїв конвергенції є найбільш доцільним. Зокрема, більший позитивний ефект дає поєднання критерію низької інфляції з критерієм стабільності валютного курсу, а також критерій по процентних ставках при дотриманні критерію стабільності валютного курсу (якщо курс національної валюти збільшується). Одночасно критерій низької інфляції є запобіжним засобом у випадку недотримання вимог щодо дефіциту державного бюджету.

Але є ряд умов, за яких дотримання критеріїв низької інфляції та низьких процентних ставок не матимуть достатніх переваг. Крім того, всі критерії, крім критерію низьких процентних ставок, та, імовірно, критерію інфляції за окремих визначених нами умов є джерелом ризиків для валютної стабільності – особливо критерій стабільності валютного курсу (залежно від напрямку зміни валютного курсу). Ці умови можна розподілити на чотири групи:

- що є характерними у середньостроковій перспективі для значної частини нових країн-членів ЄС (високий рівень економічної свободи та дієвості законодавства, значні золотовалютні резерви та державний бюджет, середній імпорту зброї, значні надходження від туризму);

- що можуть бути присутніми у нових країнах-членах у короткостроковому періоді (мінімальне зростання економічної свободи, мінімальне зменшення тарифного протекціонізму, погіршення умов торгівлі, висока облікова ставка центрального банку, зростання або невелике зменшення процентних ставок по кредитах, зменшення процентних платежів по державному боргу, стійкі витрати на зарплату у державному бюджеті, низька частка кінцевого споживання у ВВП, швидке зростання кінцевого споживання, значне зростання світових цін на пшеницю, середня підтримка президента на виборах);

- що не є характерними у середньостроковій перспективі для нових країн-членів (низька частка продукції обробної промисловості у

експорті, велика неформальна економіка, необмежений строк служби голови уряду);

- що значною мірою запобігаються шляхом комплексного застосування критеріїв конвергенції (зростання зовнішнього боргу центрального банку, зростання резервних грошей відносно ВВП).

Доцільно врахувати умови з першої та другої групи при застосуванні критеріїв конвергенції як цільових орієнтирів для економічної політики теперішніх і потенційних нових країн-членів ЄС.

5.5. Інструменти запобігання валютним кризам з урахуванням впливу на економічне зростання

Антикризові заходи можуть бути оцінені не тільки за критерієм зменшення імовірності виникнення валютної кризи. Як другий критерій доцільно обрати максимізацію економічного зростання. Проаналізуємо, як можливо забезпечити узгоджене досягнення цих двох цілей на прикладі таких гнучких заходів: подорожчання національної валюти (валютна політика), зростання тарифного протекціонізму (зовнішньоторгова політика), зростання облікової ставки, зростання банківських резервів (грошово-кредитна політика), зростання частки вимог банків до державних підприємств (структурна політика), зміна балансу державного бюджету, зростання в ньому частки витрат на зарплату (бюджетна політика), зменшення економічної свободи (сукупність різних політик). Відповідні групи значень цих факторів будуть розглядатися як альтернативи при прийнятті управлінських рішень щодо попередження валютної кризи.

У науковій літературі вплив на економічне зростання звичайно оцінюється за допомогою порівняння показників економічного зростання після здійснення заходу чи настання певної події з показниками попередніх періодів, показниками, розрахованими на основі тренду, або показниками в інших країнах. З цією метою використано побудований нами коефіцієнт прискорення економічного зростання (КПЕЗ₀), який розраховується за формулою¹:

$$\text{КПЕЗ}_0 = \frac{(1 + y_{t+1})^{1/3} \times (1 + y_{t+2})^{1/3} \times (1 + y_{t+3})^{1/3}}{\sqrt{\left((1 + y_{t-1})^{1/2} \times (1 + y_{t-2})^{1/3} \times (1 + y_{t-3})^{1/6}\right) \times \left(1 + y_{t-1} + \frac{2}{3}(y_{t-1} - y_{t-2}) + \frac{1}{3}(y_{t-2} - y_{t-3})\right)}}, \quad (5.1)$$

де y_t – приріст ВВП року t (з лагом 0 років відносно фактора).

За допомогою формули 5.1 порівнюється економічне зростання в наступні три роки (переведене на річну основу) – у чисельнику, з геометричним середнім економічного зростання попередніх трьох років і трендовими його значеннями² – у знаменнику. Якщо $\text{КПЕЗ}_0 > 1$, то за

¹ КПЕЗ розраховано нами за даними [254].

² Використані ваги у знаменнику обрані довільним шляхом, єдина умова, якій вони мали задовольняти, полягала у тому, що більш раннім рокам присвоюється менша вага, щоб порівняння відбувалося більшою мірою з останніми значеннями економічного зростання, ніж зі значеннями два і тим більше три роки до події, вплив якої аналізується.

інших рівних умов відповідне значення фактора у рік t , імовірно, сприяє економічному зростанню, якщо $KPEZ_0 < 1$, то – протидіє.

Оскільки кожний фактор впливу (на імовірність валютної кризи чи економічне зростання) може діяти по-різному за різних інших умов, то фактори умов також мають бути враховані. Для цього всі спостереження повинні бути віднесені до відповідного кластера. При цьому кластерний аналіз проводиться на основі виміру факторів умов (змінних, які значуще змінюють вплив зазначених восьми факторів впливу, які характеризують заходи держави). Проводиться окремо кластерний аналіз по факторах умов впливу на імовірність валютної кризи і факторах умов впливу на економічне зростання, оскільки вони можуть бути різними. Усього визначається чотири кластери умов впливу на імовірність валютної кризи і чотири кластери умов впливу на економічне зростання.

Під час проведення кластерного аналізу виключаються змінні, за якими відсутні дані за більше ніж половиною спостережень. Фактори умов впливу на імовірність валютної кризи були визначені раніше за допомогою аналізу пропорцій. Фактори умов впливу на економічне зростання ми визначаємо на основі дисперсійного аналізу (як пороговий рівень береться рівень значущості 0,05 для ефекту взаємодії¹). Під час кластерного аналізу використано метод К середніх. Первинні центри кластерів визначені після сортування відстаней через рівні проміжки. Як значення змінних використовуються номери груп (I–III). Відсутні дані заміщуються середніми значеннями. Всього визначається по 4 кластери з метою одночасної мінімізації варіації всередині кластерів і збереження достатньої кількості спостережень у кожному кластері.

Основні ознаки кластерів умов впливу на імовірність валютної кризи такі: I – значний фінансовий сектор, високий рівень економічного розвитку, висока дієвість законодавства і невелика неформальна економіка; II – низький рівень економічного розвитку і мала кількість валютних криз у країні – основному кредиторі або її зоні; III – значні позитивні вимоги банківської системи до держави, більша частка країн із банківською кризою, низький рівень економічного розвитку, низький рівень економічної свободи; IV – високий рівень економічного

¹ Результати дисперсійного аналізу можуть не бути точними внаслідок відхилення розподілу залежної змінної $KPEZ_0$ від нормального розподілу. З метою забезпечення значущості ефекту взаємодії для більшої кількості факторів впливу остаточно кластери умов впливу на економічне зростання визначені лише на основі 3 змінних.

розвитку, висока поляризація уряду і парламенту. Всього розподіл по кластерах відбувається за такими показниками: покращення умов торгівлі, зростання цін на пшеницю, поточний рахунок, зростання імпорту, імпорт зброї, частка страхування і фінансових послуг у експорті, чистий продовольчий експорт, частка експорту продукції обробної промисловості, частка імпорту продукції обробної промисловості, частка експорту руди і металів, надходження від туризму, зростання надходжень від туризму, експортні мита, зростання тарифного протекціонізму, інші інвестиції в країну в банки, чисті золотовалютні резерви, золотовалютні резерви, рівень монетизації, кількість грошей і квазігрошей відносно золотовалютних резервів, зростання грошей і інфляція, процентні ставки, зростання процентних ставок, реальна процентна ставка, світова процентна ставка, банківські резерви, зростання внутрішніх вимог банків, частка вимог банків до державних підприємств, величина фінансового сектору, зростання кредиту банкам від монетарної влади, вимоги банківської системи до держави, банківська криза, зміна балансу державного бюджету, дефіцит державного бюджету, величина державного бюджету, зростання процентних платежів по державному боргу, процентні платежі по державному боргу, зростання доходів державного бюджету, зростання світового виробництва і попиту, рівень економічного розвитку, зростання кінцевого споживання, зростання цін акцій у США, розмір неформальної економіки, умова кінцевого терміну служби голови уряду, поляризація уряду і парламенту, економічна свобода, зменшення економічної свободи, дієвість законодавства, валютні кризи в країні – основному кредиторі або її зоні, валютні кризи в країні – основному торговому партнері або її зоні).

Основні ознаки кластерів умов впливу на економічне зростання (за трьома показниками): I – відносне зменшення кількості грошей і квазігрошей; II – значне відносне зростання грошей і квазігрошей; III – мінімальний спред по процентних ставках; IV – відносне зменшення кількості грошей і квазігрошей та невеликі чисті золотовалютні резерви відносно експорту та сплачених доходів.

Розглядаючи кластери умов впливу на імовірність валютної кризи, зазначимо, що країни Східної Європи тяжіють до кластерів I та II (у тому числі в 1999–2003 рр. 86 % спостережень), Близького Сходу і Східної Азії – до кластера I, Африки – до кластерів II та III, Латинської Америки – до кластера IV. Щодо кластерів умов впливу на економічне зростання, країни Східної Європи тяжіють до кластерів I та II

(у 1999–2003 рр. 75 % спостережень), Близького сходу – до кластера I, Латинської Америки – до кластерів I та II, Східної Азії – до кластерів I та III, Африки – до кластерів I та IV (див. табл. Ж.1 додатка Ж).

Щодо вибору заходів для України в 2007 р. зазначимо, що в 2006 р. вона належала більшою мірою до кластера умов впливу на КПЕЗ II (сума абсолютних відхилень від середніх значень по кластеру майже вдвічі менша ніж у середньому по всіх чотирьох кластерах). Щодо кластерів умов впливу на імовірність валютної кризи, явну приналежність України до одного з кластерів важко становити на основі суми абсолютних відхилень від середніх значень по кластеру.

Визначені кластери використані як стани природи¹ для кожного критерію. Ці стани природи не є відомими заздалегідь, а настають із певною імовірністю. Це пов'язане з тим, що ми припускаємо, що заходи держави мають бути визначеними заздалегідь, тобто перед початком року їх дії. При цьому відомі значення факторів умов перед роком дії (а отже, і належність країни до кластера), але ще невідомі їх значення в самий рік дії. Тому імовірність настання того чи іншого стану природи можна визначити, знаючи стан природи перед цим (номер кластера за рік до дії фактора впливу) і ймовірність переходу до іншого стану природи. Але оскільки навіть за відомих значень факторів умов належність країни до певного кластера є умовною, необхідно також скоригувати імовірність настання того чи іншого стану природи на помилки у віднесенні країни до обраного кластера (див. табл. Ж. 2).

Для визначення найкращих альтернатив нами побудована і вирішена задача оптимізації (при цьому за основу взято методику з [261]). Як параметри задачі, використані розраховані нами дані про очікувані ймовірності виникнення валютної кризи, про очікувані КПЕЗ₀² при застосуванні кожної альтернативи за кожного стану природи за кожним критерієм та про імовірності настання кожного стану природи для країни, яка в поточному році знаходиться у відповідній парі кластерів (кластер умов впливу на імовірність валютної кризи і кластер умов впливу на економічне зростання).

Оптимізація за критерієм імовірності виникнення валютної кризи ($K_1(A_i)$) відбувається у напрямі мінімізації, за критерієм КПЕЗ₀

¹ Стан природи – термін, що в задачах прийняття рішень в умовах ризику або невизначеності використовується для позначення сукупності умов, які впливають на ефект від застосованих альтернатив.

² Використовується середнє значення між середньою і медіаною для зменшення спотворюючого ефекту від значень, що різко відрізняються від основної сукупності.

($K_2(A_i)$) – у напрямі максимізації. Узагальнений критерій ефективності ($L(A_i)$) для альтернатив (A_i) має вигляд:

$$L(A_i) = -0,6 \times K_1(A_i) + 0,4 \times K_2(A_i) \quad (5.2)$$

На нашу думку, перевагу потрібно надавати економічному зростанню, але внаслідок у цілому меншого достовірного впливу на економічне зростання вищезазначених факторів надана більша перевага критерію імовірності виникнення валютної кризи. Для порівняння мір виміру за обома критеріями застосовується метод нормування. Як методи зняття невизначеності стану природи, спочатку використовуються методи Лапласа (всі стани природи вважаються рівноімовірними), Вальда (песимізму – враховуються найгірші умови і наслідки), компромісу за Гурвіцем між оптимістичним та песимістичним поглядом, крайнього оптимізму (враховуються найкращі умови і наслідки), а далі – для кожної пари кластерів метод Байеса (максимум середнього виграшу) з урахуванням відомих імовірностей станів природи.

Далі найкраща альтернатива перевіряється на катастрофічність (скільки періодів залишається найкращою при зміні зовнішніх умов) із застосуванням трьох рівнів прискорень, що відповідають ситуаціям, коли прискорення кожного критерію набагато погіршують ситуацію, помірно погіршують ситуацію і трохи погіршують ситуацію.

Кількісні параметри моделі оптимізації показано на прикладі пари кластерів умов (I, I) у табл. Ж. 3 (якщо країна в поточному році знаходиться в іншій парі кластерів застосовуються лише інші імовірності станів природи, виходячи з даних у табл. Ж. 2). Результати розв'язку моделі та тривалість найкращих альтернатив вказані у табл. Ж. 4. Середні ранги альтернатив вказано в табл. 5.2.

З отриманих результатів можна зробити висновки у двох площинах. Перша – по кожній трійці альтернатив, що відповідають вибору оптимального діапазону значень у межах одного фактора, окремо. Друга – по всіх альтернативах одночасно; це дає можливість оцінити також, який напрям політики є більш ефективним. Потрібно зазначити, що в межах одних і тих самих кластерів умов впливу на імовірність валютної кризи альтернативи мають дуже близькі ранги (коефіцієнти кореляції між рангами більші ніж 86 %), у той час, як у межах одних і тих самих кластерів умов впливу на економічне зростання близькість рангів істотно менша.

Подорожчання національної валюти. Оптимальним рішенням без урахування кластерів є невелике здешевлення національної валюти. Повністю це підтверджується в кластері умов впливу на імовірність валютної кризи III, а також майже в усіх країнах Африки (судячи з розподілу кластерів по регіонах). Хоча в деяких парах кластерів оптимальними є й інші рішення. Зокрема, значне здешевлення національної валюти є оптимальним у парах кластерів (II, III), (II, IV), (IV, III), (IV, IV); подорожчання національної валюти – у парах (I, II), (I, III), (IV, I), (IV, II). Останнє, як і невелике здешевлення, є приблизно однаково бажаним для України. Найгіршою альтернативою є переважно значне знецінення національної валюти, особливо в кластерах умов впливу на імовірність валютної кризи I (країни Близького Сходу і Східної Азії більшою мірою належать до цього кластера) та III. А в кластері умов впливу на імовірність валютної кризи IV (практично це все країни Латинської Америки) найгіршою альтернативою є невелике знецінення національної валюти.

Зростання тарифного протекціонізму. Оптимальним рішенням без урахування кластерів є зменшення або мінімальне зменшення тарифного протекціонізму. Для України ці дві альтернативи приблизно однаково бажані. Зменшення тарифного протекціонізму є кращою альтернативою в кластері умов впливу на імовірність валютної кризи I, III та парах (II, I) і (II, III), зокрема у країнах Близького Сходу і Східної Азії. Мінімальне зменшення тарифного протекціонізму – у кластері умов впливу на імовірність валютної кризи IV (Латинська Америка) і парах (II, II), (II, IV), (III, IV). Найгіршою альтернативою є зростання тарифного протекціонізму, особливо в кластерах умов впливу на імовірність валютної кризи II та III, зокрема в Африці; а мінімальне зменшення тарифного протекціонізму в кластері умов впливу на імовірність валютної кризи I, зокрема на Близькому Сході та в Східній Азії.

Зростання облікової ставки. Оптимальним рішенням без урахування кластерів є зменшення облікової ставки, особливо в кластері умов впливу на імовірність валютної кризи IV (Латинська Америка), а також Східній Азії. У кластері умов впливу на імовірність валютної кризи II та парах (I, II) і (III, II) – незмінна облікова ставка (особливо для України). В усіх випадках найгіршою альтернативою є зростання облікової ставки.

Таблиця 5.2

Середні ранги заходів для запобігання валютним кризам

Альтернатива	Середнє 4 рангів без урахування імовірностей станів природи	Середнє 4 рангів без урахування імовірностей станів природи і 16 рангів з урахуванням їх
Значне здешевлення національної валюти	15,75	14,5
Невелике здешевлення національної валюти	8	9,55
Подорожчання національної валюти	12	10,25
Зменшення тарифного протекціонізму	6,25	6,65
Мінімальне зменшення тарифного протекціонізму	5,75	7,6
Зростання тарифного протекціонізму	15	17,9
Зменшення облікової ставки	7,5	9,95
Незмінна облікова ставка	12,5	11,65
Зростання облікової ставки	22	20,3
Зменшення банківських резервів	15,75	13,6
Незмінні банківські резерви	13,25	17
Зростання банківських резервів	8,25	5,2
Зменшення частки вимог банків до державних підприємств	3	2,55
Стійка частка вимог банків до державних підприємств	15,75	15,35
Зростання частки вимог банків до державних підприємств	17,5	16,3
Погіршення балансу державного бюджету	17	17,5
Стійкий баланс державного бюджету	20	17,65
Покращання балансу державного бюджету	2,75	2,3
Зменшення витрат на зарплату в державному бюджеті	23,75	23,55
Стійкі витрати на зарплату в державному бюджеті	2,5	5,75
Зростання витрат на зарплату в державному бюджеті	6,75	10,15
Значне зростання економічної свободи	12,25	8,5
Мінімальне зростання економічної свободи	16,5	15,65
Зменшення економічної свободи	17,25	18,2

Примітка. Розраховано автором на основі джерел, вказаних у додатку В. Менший ранг означає – краща альтернатива.

Зростання банківських резервів. Оптимальним рішенням без урахування кластерів є зростання або незмінні банківські резерви. Зростання банківських резервів є оптимальним всюди, крім у парі (III, II). У парах (III, II) і (III, IV) кращою альтернативою є зменшення банківських резервів. Незмінні банківські резерви є найгіршою альтернативою в кластерах умов впливу на імовірність валютної кризи II, III, IV і парі (I, II), зокрема в Латинській Америці; зменшення банківських резервів – у парах (I, I), (I, III) і (I, IV).

Зростання частки вимог банків до державних підприємств. Оптимальним рішенням всюди є зменшення цієї частки. Найгіршою альтернативою є зростання цієї частки в кластерах умов впливу на імовірність валютної кризи I та II і кластері умов впливу на економічне зростання IV, зокрема у Східній Європі, на Близькому Сході та у Східній Азії; стійка частка – у парах (III, I), (III, II), (III, III), (IV, II), (IV, III).

Зміна балансу державного бюджету. Оптимальним рішенням всюди є покращання балансу державного бюджету. Найгіршою альтернативою без урахування кластерів є стійкий баланс державного бюджету, особливо в кластері умов впливу на імовірність валютної кризи III, на Близькому Сході та Східній Азії; погіршення балансу державного бюджету – у кластерах умов впливу на імовірність валютної кризи II та IV та парі (I, IV), зокрема в Латинській Америці.

Зростання (частки) витрат на зарплату в державному бюджеті. Оптимальним рішенням без урахування кластерів є стійкі витрати на зарплату в державному бюджеті, особливо у кластерах умов впливу на імовірність валютної кризи II та III, Східній Азії і Африці. В кластері умов впливу на імовірність валютної кризи IV (Латинська Америка) і парі (I, II) найкращою альтернативою є зростання цих витрат. Найгіршою альтернативою в усіх випадках є зменшення таких витрат.

Зменшення економічної свободи. Оптимальним рішенням без урахування кластерів є значне зростання економічної свободи. Значне зростання економічної свободи є також найкращою альтернативою у кластерах умов впливу на імовірність валютної кризи I, II та IV (усі регіони, крім Африки), а її мінімальне зростання – у кластері умов впливу на економічне зростання III. Зменшення економічної свободи є найгіршою альтернативою у кластері умов впливу на економічне зростання III та парах (I, I), (II, I), (III, I), (III, II), зокрема у Східній Азії; її мінімальне зростання – у парах (I, II), (I, IV), (II, II), (II, IV),

(IV, I), (IV, II), (IV, IV), зокрема в Латинській Америці.

Усі заходи. Серед усіх заходів найкращою альтернативою без урахування кластерів є стійкі витрати на зарплату в державному бюджеті та покращання балансу державного бюджету (перше є більш стійким – більше періодів залишається найкращою альтернативою при зміні умов). Покращання балансу державного бюджету є найкращою альтернативою у кластері умов впливу на імовірність валютної кризи I та парах (II, II), (II, IV), (IV, IV), зокрема більшою мірою на Близькому Сході та в Східній Азії; зменшення частки вимог банків до державних підприємств – у парах (III, II), (IV, I), (IV, II), (IV, III), зокрема в Латинській Америці; стійкі витрати на зарплату в державному бюджеті – у парах (III, III), (III, IV); зростання банківських резервів – у парах (II, I), (II, III); зменшення тарифного протекціонізму – у парах (III, I), (III, III). Там, де найкращі альтернативи залишаються найкращими протягом менших періодів часу, другі найкращі альтернативи знаходяться серед числа вищевказаних п'яти альтернатив, так само, як і серед найкращих альтернатив з більшою тривалістю (за винятком пари (II, IV), де другою кращою альтернативою є мінімальне зменшення тарифного протекціонізму).

Вищезазначені шість альтернатив у цілому становлять групу найбільш ефективних заходів. Для України результати в цілому схожі, за винятком того, що стійка частка витрат на зарплату в державному бюджеті поступається зменшенню тарифного протекціонізму. Другу шістку заходів становлять значне зростання економічної свободи, невелике здешевлення національної валюти, зменшення облікової ставки, зростання витрат на зарплату в державному бюджеті, подорожчання національної валюти, незмінна облікова ставка. Третю шістку – зменшення банківських резервів, значне здешевлення національної валюти, стійка частка вимог банків до державних підприємств, мінімальне зростання економічної свободи, зростання частки вимог банків до державних підприємств, незмінні банківські резерви. До четвертої шістки (потенційно найбільш небезпечних) заходів входять погіршення балансу державного бюджету, стійкий баланс державного бюджету, зростання тарифного протекціонізму, зменшення економічної свободи, зростання облікової ставки, зменшення витрат на зарплату в державному бюджеті. Останнє є найгіршою альтернативою в більшості випадків.

Отже, нами знайдені додаткові докази на користь лібералізації в економіці та зовнішній торгівлі, зокрема, як експансійної, так і рест-

рикційної економічної політики, залежно від конкретних інструментів, меншої ролі держави як суб'єкта господарювання. В цілому по всіх кластерах найбільш позитивний результат можуть дати заходи в межах бюджетної, структурної, грошово-кредитної та зовнішньоторгової політики. Необхідно також зазначити, що країнам Східної Європи більшою мірою притаманні загальні, а не специфічні рекомендації щодо економічної політики, ніж країнам інших регіонів світу.

5.6. Мінімізація наслідків валютних криз засобами валютної політики

Якщо валютна криза уже відбувається, то залишається з двох вищезазначених критеріїв один – вплив на економічне зростання. Тому далі ми маємо на меті оцінити вплив валютних криз та їх характеру на економічне зростання в цілому (зосередження при аналізі наслідків валютних криз на одному залежному показнику – економічному зростанні – пояснюється тим, що саме він найбільшою мірою узгоджено відображає інтереси різних економічних суб'єктів країни). Цей характер визначається провідними формами прояву валютної кризи: знецінення національної валюти, витрачання золотовалютних резервів на валютні інтервенції, зростання процентних ставок, отримання міжнародної допомоги, які одночасно є засобами реагування держави на ускладнення ситуації на валютному ринку.

Існуючі оцінки впливу валютної кризи на економічне зростання такі. М. Хатчісон і І. Ньюбергер оцінюють втрати ВВП від валютної кризи у середньому в 5–8 % протягом дво-трирічного періоду [46, с. 15], а на основі більш широкої вибірки країн, що розвиваються, у 2 % протягом дворічного періоду [262, с. 21]. При цьому глибина валютної кризи мало впливає на величину втрат для ВВП [46, с. 13]. За іншими оцінками, втрати ВВП становлять 4,3 % (4,8 % у країнах, що розвиваються, і 3,1 % у розвинених країнах) [47]. М. Мелекі оцінює окремо вплив раптового припинення припливу іноземного капіталу (прямий вплив – у поточному періоді зменшує економічне зростання на 2 %) і валютних крахів (на 0,6 %, але не значуще) та їх одночасний вплив (на 7 %). Темпи економічного зростання відновлюються до попереднього рівня через 1,6–1,8 роки. [158, с. 15–16, 23].

Але середні показники не дають повної уяви про характер впливу валютної кризи. П. Гупта, Д. Мішра і Р. Сахай показують, що 40 % кризових епізодів у країнах, що розвиваються, і країнах з перехідною економікою позитивно вплинули на зростання ВВП. Позитивний ефект спостерігався переважно у країнах Африки, а негативний – у країнах Азії і Латинської Америки. Вплив на економічне зростання залежить від ряду факторів умов. Втрати ВВП тим більші, чим більший ВВП на душу населення перед кризою, більша залежність від притоку приватного іноземного капіталу, менша міжнародна ліквідність, менші обмеження на поточні та капітальні операції, вищі інституційні рейтинги, більша країна [263, с. 5–6, 16] і менша експортна

квота [264, с. 15]. Дія таких факторів, як величина номінального довгострокового боргу, відношення обсягів кредитування до ВВП, зростання обсягів кредитування, зростання експорту, процентна ставка в США і зміна умов торгівлі, виявилась незначною [263, с. 27].

С. Деб стверджує, що більшість валютних криз не призводять до скорочення виробництва, а у випадку, якщо таке відбувається, відновлення, зазвичай, відбувається за два роки. При цьому 2/3 криз із скороченням виробництва припадає на країни Азії і Латинської Америки, де відновлення настає в середньому за 4,5 роки. На тривалість періоду відновлення значуще не впливають дефіцит поточного рахунку, державного бюджету, темпи зростання внутрішнього кредитування, лібералізація руху капіталу. Проте більші втрати золотовалютних резервів під час кризи, більша демократичність політичного устрою, менше економічне зростання в країнах – торгових партнерах, недиверсифікованість експорту, більші експортні ціни та відсутність виходу країни до моря сприяють довшому відновленню [265, с. 30–31].

Щодо історичної динаміки впливу на економічне зростання, то за оцінками Б. Ейхенгріна і М. Бордо, зменшення приросту ВВП у рік валютної кризи, порівняно з трирічним трендом у 13 країнах, що розвиваються, в 1945–1971 рр. становило 4 %. У 1973–1998 рр. цей показник у 10 країнах, що розвиваються, становив мінус 1 %. Через 3 роки після кризи приріст ВВП у перший період збільшувався на 3 %, у другий період лише на 1 %. Отже, в другий період глобалізації валютні кризи призводили до менш руйнівних наслідків з точки зору падіння ВВП, але і до повільнішого відновлення (аналогічні висновки можна зробити порівнюючи перший період глобалізації і період з 1919 по 1971 р.). Проте значна дисперсія отриманих результатів не дає можливість прийти до такого висновку у кожному конкретному випадку [37].

Якщо розглядати вплив конкретних форм прояву валютної кризи, то в теорії виділяють такі можливі канали їх впливу. Позитивний ефект зниження номінального валютного курсу пов'язаний з короткостроковим зниженням реального валютного курсу, що сприяє утворенню позитивного сальдо торгового балансу. Але існує і негативний ефект, пов'язаний з ефектом багатства відносно сукупного попиту, зростанням виробничих витрат, порушенням функціонування ринку кредитів, різким припиненням припливу іноземного капіталу, зростанням боргу, деномінованого в іноземній валюті [46, с. 2, 5]. Крім

того, ефект покращання торгового балансу може бути компенсований ефектом регіонального поширення кризи [266, с. 4], а також виявитись незначним внаслідок нееластичності попиту на експортні товари [267, с. 3]. Реакція експорту на знецінення національної валюти є гіршою при більших запозиченнях в іноземній валюті, менш розвиненому фінансовому секторі і якщо це знецінення велике [268].

Великі золотовалютні резерви дорого коштують країнам, що розвиваються, оскільки вони переважно зберігаються у формі низькодохідних казначейських векселів США, але їх зменшення може коштувати ще дорожче [269, с. 12], оскільки погіршення міжнародної ліквідності сприяє відпливу капіталу. Підвищення номінальної процентної ставки означає зростання реальної ставки за умови незмінної інфляції, що викликає відстрочення споживання і зменшення інвестиційних витрат, зменшення цін на активи, що зменшує багатство домогосподарств і стримує їх споживання, а також зменшує вартість застави, яку можуть надати фірми для отримання кредитів [270]. З іншого боку, більш висока процентна ставка стримує інфляцію і відплив іноземного капіталу [271, с. 12].

Ще одна форма прояву валютної кризи – вимушене отримання міжнародної допомоги – значною мірою реалізується в межах програм МВФ. Оцінка їх ефективності також знайшла відображення у дослідженнях. Н. Хекью і М. Хан дають огляд досліджень ефективності програм МВФ, які переважно стосуються періоду 1970–1980-х рр. Вони приходять до висновку, що в короткостроковій перспективі програми МВФ сприяють скороченню ВВП внаслідок проведення політики стримування внутрішнього попиту, але з часом проявляється позитивний ефект від структурних реформ [272, с. 19]. Дослідження Р. Барро і Дж.-В. Лі на основі даних за 1975–1999 рр. показує, що існує статистично значущий негативний вплив обсягів кредитів МВФ на економічне зростання країн-реципієнтів у наступній п'ятиріччі після надання кредиту. Але вплив кредитів без урахування їх обсягів не є статистично значущим [273, с. 29]. За висновками М. Хатчісона, у період 1975–1997 рр. програми МВФ негативно впливали на економічне зростання протягом 1–3 років, але після валютної кризи вони не здійснювали значущого впливу [262, с. 15, 21].

У нашому дослідженні як залежну змінну (і критерій ефективності заходів держави) ми використовуємо КПЕЗ: $КПЕЗ_0$ або $КПЕЗ_1$. Якщо початок валютної кризи за індексом I_{ch2} припадає на травень–серпень, то як КПЕЗ використовується $КПЕЗ_0$, де t – рік початку кри-

зи; якщо на вересень–грудень, то КПЕЗ_1 , де t – рік початку кризи; якщо на січень–квітень, то КПЕЗ_1 , де t – рік до початку кризи. КПЕЗ_1 розраховується за формулою:

$$\text{КПЕЗ}_1 = \frac{(1+y_{t+1})^{1/3} \times (1+y_{t+2})^{1/3} \times (1+y_{t+3})^{1/3}}{\sqrt{\left((1+y_t)^{1/2} \times (1+y_{t-1})^{1/3} \times (1+y_{t-2})^{1/6}\right) \times \left(1+y_t + \frac{2}{3}(y_t - y_{t-1}) + \frac{1}{3}(y_{t-1} - y_{t-2})\right)}}, \quad (5.2)$$

де y_t – приріст ВВП року t (з нульовим лагом відносно валютної кризи).

Як період кожної валютної кризи беруться послідовно слідуючі місяці, коли індекс I_{ch2} перевищує 0, а також проміжні між ними місяці, якщо їх кількість менше 6. Тобто ставиться умова, що між слідуючими у часі валютним кризами в одній країні повинен бути проміжок не менше півроку. Всього розглядається 196 валютних криз.

Як фактори впливу на економічне зростання розглядаються такі незалежні логічні змінні із значеннями 1 або 0, що характеризують форми прояву валютної кризи: переважно валютний крах, переважно резервна криза, переважно процентна криза, отримання допомоги від МВФ. По кожній з них валютні кризи поділяються на дві групи. Ми виходимо з припущення, що держава не може визначати гостроту валютної кризи, але, здійснюючи відповідні заходи, може впливати на те, яка форма її прояву є переважаючою. Також як фактори впливу і фактори умов розглядаються й інші змінні. Оскільки значення залежної змінної (КПЕЗ) вже характеризує вплив валютної кризи, фактично фактори впливу можуть розглядатися як фактори умов I ступеня, а фактори умов впливу – як фактори умов II ступеня.

Для визначення переважної форми прояву валютної кризи сумуються компоненти E , R і I індексу I_{ch2} з формули (1.4) протягом всіх місяців валютної кризи, але не більше 12 місяців і виводиться середнє цих сум. Якщо будь-який кумулятивний компонент перевищує середнє кумулятивних компонентів, то відповідна цьому компоненту форма прояву валютної кризи (зменшення валютного курсу, валютні інтервенції, зростання процентних ставок) вважається переважаючою. Всього таких переважаючих форм прояву може бути одна чи дві. Якщо один з трьох вищезазначених компонентів невідомий, то виводиться середнє по двом відомим кумулятивним компонентам. Якщо один з відомих кумулятивних компонентів перевищує в 1,5 разів це

середнє, то відповідна йому форма прояву вважається переважаючою, інакше переважаюча форма прояву вважається невідомою. Наявність четвертої форми прояву – отримання міжнародної допомоги визначається на основі того, чи було прийнято рішення про кредитування країни з боку МВФ за півроку до початку валютної кризи або протягом року з її початку (але країни повинні принаймні частково отримати кошти).

Окрім змінних, що характеризують переважну форму прояву валютної кризи, також як фактори впливу і фактори умов розглядаються змінні, вказані в Додатку Д (враховуються їх значення в передкризовий рік). Але їх кількість скорочується за рахунок сильнокорелюючих між собою змінних (за процедурою, аналогічною вказаній у підрозділі 4.1) і змінних з невеликою кількістю спостережень. Крім того, спостереження за кожною змінною поділяються на дві групи з метою забезпечення необхідної кількості спостережень у кожній групі, по змінній регіон – на п'ять груп. Остаточний перелік таких змінних вказаний у додатку З.

Для визначення значущих відмінностей впливу валютної кризи у тих чи інших умовах (у відповідних групах за факторами впливу) застосовується двовибірковий t-тест для різниці середніх з різними дисперсіями, однофакторний дисперсійний аналіз і U-тест Манна-Уїтні для різниці медіан. За допомогою двофакторного дисперсійного аналізу визначається, які з факторів умов значуще змінюють вплив 4 факторів впливу, що характеризують заходи держави у відповідь на валютну кризу.

При цьому враховуються відхилення розподілу КПЕЗ у групах від нормального, значущість відмінності середньої в групі спостережень з відсутніми даними по факторах від середніх в інших групах (ефект відсутніх даних). Значущість різниці варіації перевіряється за допомогою тестів Левіна і Брауна-Форсайта (значуща різниця принаймні по одному з тестів).

За результатами аналізу можна зробити такі висновки (див. додаток И). У цілому валютні кризи здійснюють вплив, близький до нейтрального¹ (середні та медіана КПЕЗ показують різні результати). Частка валютних криз, що здійснювали позитивний вплив, становить 44 %. Більш негативним був вплив у Латинській Америці та особливо

¹ Тут і далі у підрозділі позитивний вплив означає стимулюючий економічне зростання, негативний – стримуючий економічне зростання, нейтральний – відсутність істотного впливу на економічне зростання.

у Східній Азії. У Східній Європі вплив валютних криз позитивний, але незначущий.

Існуючі відмінності у Східній Азії можливо пов'язані прямо чи обернено з більшою часткою в цьому регіоні в передкризовий рік країн з близьким до офіційного валютним курсом на чорному ринку, значною часткою експорту продукції обробної промисловості, зменшенням зовнішнього боргу, мінімальними вимогами банківської системи до держави, зменшенням процентних платежів по державному боргу, зменшенням державного боргу, швидким економічним зростанням, значною торгівлею акціями, малою кількістю валютних криз у регіоні, меншим захистом за допомогою валютних інтервенцій з урахуванням значної частки інвестицій. У Латинській Америці – із значною часткою приватного у зовнішньому боргу, неотриманні кредитів МВФ з урахуванням значного чистого продовольчого експорту та відсутності збройних конфліктів. У Східній Європі – мінімальним зростанням кінцевого споживання, зменшенням внутрішніх заощаджень, меншим захистом валютного курсу за допомогою збільшення процентних ставок. Такий висновок можна зробити, якщо зіставити групування за регіональною ознакою і за іншими факторами, які впливають на наслідки валютних криз для економічного зростання.

Позитивний вплив валютних криз здійснюють за умов великого відхилення валютного курсу на чорному ринку від офіційного (тим самим усуваючи дестимулюючий ефект завищеного офіційного курсу для експорту), зростання зовнішнього боргу, нульової частки приватного у зовнішньому боргу, низького рівня економічного розвитку, рецесії або стагнації, мінімального зростання кінцевого споживання, зменшення внутрішніх заощаджень, зростання безробіття (а також, можливо, переважно непроцентної кризи, зменшення або невеликого зростання експорту, низької частки експорту продукції обробної промисловості, невеликих надходжень від туризму, збільшення чистих іноземних активів інших секторів, зростання золотовалютних резервів, значної частки вимог банків до державних підприємств, значної частки депозитів до запитання у всіх депозитах, значних вимог банківської системи до держави, великої неформальної економіки, великої кількості валютних криз у регіоні, у післявиборчий період).

Негативний вплив валютні кризи здійснюють за умов близького до офіційного валютного курсу на чорному ринку, зменшення зовнішнього боргу, зменшення процентних платежів по державному боргу, високого рівня економічного розвитку, швидкого економічного

зростання, швидкого зростання кінцевого споживання, зростання внутрішніх заощаджень, значної торгівлі акціями, зменшення безробіття (а також, можливо, переважно процентної кризи, значного зростання експорту, високої частки експорту продукції обробної промисловості, значної частки імпорту продукції обробної промисловості, значних надходжень від туризму, зменшення чистих іноземних активів інших секторів, зменшення золотовалютних резервів, значної частки приватного у зовнішньому боргу, мінімальних вимог банківської системи до держави, зменшення державного боргу, малої кількості валютних криз у регіоні, у передвиборчий період)¹.

Крім збільшення процентних ставок, вплив на економічне зростання інших розглянутих заходів держави існує, але незначущий. Зокрема, ні в яких групах за факторами умов переважне зменшення валютного курсу не здійснює значущого впливу (у цілому існує незначущий позитивний вплив). Переважний захист валютного курсу за допомогою валютних інтервенцій впливає позитивно у країнах із значною часткою інвестицій у ВВП. Захист валютного курсу за допомогою підняття процентних ставок є менш доцільним у країнах з близьким до офіційного валютним курсом на чорному ринку, за умови прямої втечі капіталу, погіршення балансу державного бюджету, а також відпливу або відсутності надходжень інших інвестицій. Отримання кредитів від МВФ є доцільним заходом за умови значного чистого продовольчого експорту, відсутності збройних конфліктів, можливо, великої кількості валютних криз у країні – основному торговому партнері або в її зоні; недоцільним, можливо, у разі збройних конфліктів².

Якщо порівняти одержані нами результати з практикою застосування інструментів валютної політики під час валютної кризи в Україні в 1998-1999 роках, можна зробити такі висновки. Першою пере-

¹ Виключення регіону з найбільшою кількістю спостережень (Африки) суттєво не змінює ці результати.

² Окрім результатів аналізу впливу валютних криз на економічне зростання підтверджуються із застосуванням інших методів на іншій вибірці, зокрема негативний вплив валютних криз у Південній і Східній Азії, значущість як фактора умов приросту ВВП. Разом з тим вказується на доцільність захисту валютного курсу за допомогою валютних інтервенцій і менших девальвацій в Південній і Східній Азії; недоцільність захисту за допомогою процентних ставок при рецесії, невеликих або середніх активах іноземних банків, невеликих чистих пасивах іноземних банків; позитивний вплив девальвацій при середній частці інвестицій, швидкому зростанні світового імпорту, невеликих валютних резервах відносно імпорту; недоцільність більших валютних інтервенцій при швидкому зростанні світового імпорту [274]. Отримання кредитів від МВФ є доцільним при помірному зростанні ВВП і невеликій частці інвестицій [275]. Інші результати є менш значущими.

важною формою прояву кризи в Україні було знецінення валютного курсу ($E+1 = 19,5$), що було швидше доцільним, ніж ні. Другою переважною формою прояву – зменшення золотовалютних резервів ($R+1 = 16,7$), що за нашими оцінками має нейтральні наслідки. Менший захист за допомогою процентних ставок ($I+1 = 11,2$) слід оцінити позитивно, заважаючи на істотний непрозорий вплив національного капіталу та вплив капіталу по статті інші інвестиції, які є факторами, що значуще впливають на ефект від цього заходу. Доцільним можна вважати отримання кредиту від МВФ, що в умовах валютної кризи і за відсутності збройних конфліктів у країні в середньому позитивно впливає на економічне зростання.

Але, звичайно, переважно форма прояву валютної кризи не завжди може визначатися державою. Також влада при прийнятті рішень про використання тих чи інших інструментів валютної політики під час кризи виходить з об'єктивних явищ в економіці. Тому також представляє інтерес, за яких умов валютна криза матиме ту чи іншу переважну форму прояву.

Кореляційний аналіз показує, що держава вдаватиметься до меншого захисту валютного курсу за, як не дивно, більших чистих золотовалютних резервів (32 % – можна зробити теоретичне припущення, що це пояснюється кореляцією між обраним режимом валютного курсу і кількістю золотовалютних резервів у країні), більшого зменшення інвестицій (30 %), зростання надходжень портфельних інвестицій у країну (28 %) у передкризовий рік. Більший захист валютного курсу за рахунок зменшення золотовалютних резервів відбуватиметься при менших чистих золотовалютних резервах (35 %), більшому впливу інших інвестицій (30 %), більшій нерівності у доходах населення (26 %). Більший захист валютного курсу за рахунок підвищення процентних ставок – при більшій частці продукції обробної промисловості у імпорті (30 %), меншому тарифному протекціонізмі (29 %), меншому регулюванні цін (27 %), більш правому уряді (25 %). Кредити від МВФ схильні отримувати країни при більшому зростанні безробіття (28 %), більшому чистому продовольчому імпорті (26 %).

ПІСЛЯМОВА

Валютна криза – це ситуація значної нерівноваги між попитом і пропозицією на валютному ринку в явному (валютний крах, коли відбувається знецінення національної валюти) або прихованому вигляді (невдала спекулятивна атака, коли істотне знецінення національної валюти не допускається за рахунок значного втручання держави у функціонування валютного ринку). Валютні кризи є доволі розповсюдженим явищем у світі, хоча в останні роки їх інтенсивність зменшилася. Формами прояву валютної кризи є різкі зміни валютного курсу, зменшення валютних резервів країни, підвищення вартості кредиту, використання міжнародної допомоги, посилення валютних обмежень у відповідь на спекулятивний тиск на валютному ринку. Між собою валютні кризи відрізняються за гостротою, тривалістю, формами прояву, рівнем охоплення, причинами та наслідками.

Механізм виникнення валютних криз у системному вигляді може бути поданий як послідовність причинно-наслідкових зв'язків між явищами економічного і політичного характеру. За нашими оцінками, найважливішими факторами, які сприяють виникненню валютних криз у країнах з перехідною економікою і країнах, що розвиваються, є: значне зростання реального ефективного валютного курсу; порівняно вищі внутрішні номінальні процентні ставки; менші золотовалютні резерви, зовнішньоторговий оборот, зростання експорту, надходження від туризму та дієвість законодавства; а також ряд факторів політичної нестабільності (революції, партизанський рух, політичні вбивства). Односпрямований позитивний чи негативний вплив здійснює лише частина факторів, у той час як дія інших (особливо валютного курсу, цін, показників банківського сектора, державних фінансів та руху капіталу) істотно залежить від умов, в яких знаходиться країна.

Існує потреба у диференційованому підході при визначенні необхідних заходів, спрямованих на протидію виникненню валютних криз, для різних країн. Наприклад, з урахуванням умов, у яких перебуває економіка України в середньостроковій перспективі, цільові орієнтири, дотримання яких може мати найбільший ефект для зниження імовірності виникнення валютних криз, стосуються обмеження надмірного припливу портфельних інвестицій, відсутності дефіциту державного бюджету, недопущення значної реальної ревальвації гривні, розвитку експорту страхування і фінансових послуг, низьких або,

навпаки, великих податків на дохід фізичних осіб, а також забезпечення політичної стабільності.

Ми знаходимо докази на користь того, що узгоджене досягнення цілей мінімізації загрози валютних криз і максимізації економічного зростання у країнах з середнім і низьким рівнем розвитку може забезпечуватись, зазвичай, покращанням балансу державного бюджету, стійкою часткою витрат на зарплату у державному бюджеті, зменшенням частки вимог банків до державних підприємств у їх вимогах до всіх підприємствах, незменшення відношення банківських резервів до депозитів, зменшенням номінальної облікової ставки, зменшенням тарифного протекціонізму, невеликим здешевленням національної валюти та значним загальним зростанням економічної свободи. Відмінності щодо оптимальності цих заходів стосуються переважно країн Латинської Америки.

У середньостроковій перспективі валютні кризи у цілому не впливають на економічне зростання. Негативним є вплив валютних криз при попередньо кращих економічних показниках, ніж в інших країнах, позитивним – при попередньо гірших. За окремих умов для мінімізації негативних наслідків для економічного зростання доцільними заходами є менший захист валютного курсу за допомогою збільшення процентних ставок, більший захист його за допомогою валютних інтервенцій та використання кредитів від МВФ.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна. – 4-е изд., доп. и перераб. – М.: Институт новой экономики, 1999. – 1248 с.
2. Кураков Л.П., Кураков В.Л. Словарь-справочник по экономике. – 2-е изд., доп. и перераб. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – 464 с.
3. Філіпенко А.С. Цивілізаційні виміри економічного розвитку: Монографія. – К.: Знання України, 2002. – 190 с.
4. Lim L. Free Market Fancies: Hong Kong, Singapore, and the Asian Financial Crisis // The Politics of the Asian Economic Crisis. – Ithaca and London: Cornell University Press. – 1999. – P. 101–115.
5. Kaminsky G., Reinhart C. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. International Finance Discussion Paper № 544. – Board of Governors of the Federal Reserve System, 1996. – 28 p.
6. Сніжко О.В. Зовнішньоекономічна рівновага та стійкість фінансової системи: до проблеми визначення взаємозв'язку // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Міжнародні відносини. – 2003. – Вип. 25–28. – С. 288–293.
7. Мочерний С. Валютна криза // Економічна енциклопедія: У 3 т. / Б.Д. Гаврилишин (гол.ред.) – К.: Видавничий центр “Академія”; Тернопіль: Акад. нар. госп-ва, 2000. – 864 с. – Т.1. – С. 141–142.
8. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л. Гроші. Валюта. Валютні цінності: Термінологічний словник. – Львів: БаК, 2000. – 184 с.
9. Валютна ліквідність // Економічна енциклопедія: У 3 т. / Б.Д. Гаврилишин (гол.ред.) – К.: Видавничий центр “Академія”; Тернопіль: Акад. нар. госп-ва, 2000. – 864 с. – Т.1. – С. 141–142.
10. Политическая экономия: Словарь / Под ред. О.И. Ожерельева и др. – М.: Политиздат, 1990. – 670 с.
11. Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization? Working Paper № 8716. – Cambridge, MA: NBER, 2002. – 55 p.
12. International Financial Statistics Online Service (<http://ifs.spdi.net/imf>).
13. Bordo M., Schwartz A. Why Clashes Between Internal and External Stability Goals end in Currency Crises, 1797-1994. Working Paper № 5710. – Cambridge, MA: NBER, 1996. – 52 p.

14. Юрчишин В.В. Валютні кризи: Монографія. – К.: УАДУ при Президентові України, 2000. – 204 с.
15. Борисов А.Б. Большой экономический словарь. – М.: Книжный мир, 1999. – 895 с.
16. Резнікова Н.В. Еклектизм валютної кризи як економічного явища у контексті фінансової кризи // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – №10. – С. 58–66.
17. Bordo M., Schwartz A. Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Faired with and Without Bailouts. Working Paper № 7701. – Cambridge, MA: NBER, 2000. – 96 p.
18. Мазуренко В.І. Типи сучасних фінансових криз // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2004. – Вип. 29–30. – С. 102–111.
19. Экономическая энциклопедия / Науч. ред. Совет изд-ва «Экономика»; Ин-т экономики РАН; Гл. ред. Л.И. Абалкин. – М.: ОАО «Издательство «Экономика», 1999. – 1055 с.
20. Ханин Г.И. Кризисы биржевые // Экономическая энциклопедия. Политическая экономия / Гл. ред. А.М. Румянцев. – М.: Советская энциклопедия, 1972. – Т.2. – С. 311–312.
21. Аникин А.В. О типологии финансовых кризисов // Вестник Московского университета. – Серия 6: Экономика. – 2001. – № 4 – С.43–54.
22. Berlemann M., Hristov K., Nenovsky N. Lending of Last Resort, Moral Hazard and Twin Crises: Lessons from the Bulgarian Financial Crisis 1996/1997. Working Paper № 464. – University of Michigan Business School. William Davidson Institute, 2002. – 64 p.
23. Antczak R. Theoretical Aspects of Currency Crises. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2002. – 36 p.
24. Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons. CASE Report № 51 / Edited by M. Dąbrowski. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2002. – 60p.
25. Aziz J., Caramazza F., Salgado R. Currency Crises: In Search for Common Elements. Working Paper № 00/67. – Wash. D.C.: IMF, 2000. – 55 p.
26. Монтес М.Ф., Попов В.В. “Азиатский вирус” или “голландская болезнь”? Теория и история валютных кризисов в России и других странах: Пер с англ. – 2-е изд. – М.: Дело, 2000. – 136 с.

27. Blanck H. Garber P. Recurrent Devaluation and Speculative Attacks on the Mexican Peso // *Journal of Political Economy*. – 1986. – №1. – P. 148–166.
28. Frankel J., Rose A. Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. Working Paper № 5437. – Cambridge, MA: NBER, 1996. – 29 p.
29. Leonard G. Central Bank Independence and Currency Crashes. – University of Rochester, 1999. – 25p.
30. Reinhart C. Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises. – University of Maryland, 2001. – 32 p.
31. Cavallo M., Kisselev K., Perri F., Roubini N. Exchange rate overshooting and the costs of floating. Doctoral Students Working Paper. – New York University Leonard N. Stern School of Business, 2002. – 56 p.
32. Osband K., Van Rijckeghem C. Safety from Currency Crashes // *IMF Staff Papers*. – 2000. – Vol. 47, № 2. – P. 238–258.
33. Goldfajn I., Valdes R. Are Currency Crises Predictable? Working Paper № 97/159. – Wash. D.C.: IMF, 1997. – 19 p.
34. Vlaar P. Currency Crisis Models for Emerging Markets. Paper № 45. – De Nederlandse Bank, 2000. – 31 p.
35. Glick R., Hutchison M. Stopping “Hot Money” or Signaling Bad Policy? Capital Controls and the Onset of Currency Crises. Working Paper № 00-14. – University of Copenhagen. Economic Policy Research Unit, 2000. – 35 p.
36. Kumar M., Moorthy U., Perraudin W. Predicting Emerging Markets Currency Crashes. Working Paper № 02/7. – Wash. D.C.: IMF, 2002. – 38 p.
37. Bordo M., Eichengreen B. Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone? // *RBA Annual Conference Volume*. – Reserve Bank of Australia. – 1999. – P. 18–74.
38. Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C. Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System. Working Paper № 4898. – Cambridge, MA: NBER, 1994. – 49 p.
39. Moreno R. Macroeconomic Behavior during Periods of Speculative Pressure or Realignment: Evidence from Pacific Basin Economies // *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*. – 1995. – № 3 – P. 3–16.
40. Tudela M. Explaining Currency Crises: A Duration Model Approach. Discussion Papers № 487. – London: London School of

Economics and Political Science. Centre for Economic Performance, 2001. – 58 p.

41. Prati A., Sbracia M. Currency Crises and Uncertainty About Fundamentals. Working Paper № 02/3. – Wash. D.C.: IMF, 2002. – 45 p.

42. Edison H. Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System. International Finance Discussion Paper № 675. – Board of Governors of the Federal Reserve System, 2000. – 74 p.

43. Zhang Zh. Speculative Attack in the Asian Crisis. Working Paper № 01/189. – Wash. D.C.: IMF, 2001. – 20 p.

44. Kamin S., Babson O. The Contribution of Domestic and External Factors to Latin American Devaluations Crises: An Early Warning System Approach. International Finance Discussion Paper № 645. – Board of Governors of the Federal Reserve System, 1999. – 39 p.

45. Kamin S., Schindler J., Samuel Sh. The Contribution of Domestic and External Factors to Emerging Market Currency Crises: An Early Warning System Approach. International Finance Discussion Paper № 711. – Board of Governors of the Federal Reserve System, 2001. – 54 p.

46. Hutchison M., Neuberger I. Output Costs of Currency and Balance of Payments Crises in Emerging Markets. Working Paper № 01-4. – University of California, Santa Cruz. Center for International Economics, 2001. – 27p.

47. Kaufman G. Banking and currency crisis and systemic risk: lessons from recent events // Economic Perspectives. – 2000. – № 3. – P. 9–28.

48. Report of the Working Group on Transparency and Accountability. October 1998. – Bank for International Settlements, 1998. – 44 p.

49. Вергун В.А. Еволюція світової валютно-фінансової системи // Міжнародні фінанси: Підручник / За ред. О.І. Рогача. – К.: Либідь, 2003. – С. 66–76.

50. Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001. – Bank for International Settlements, 2002. – 46 p.

51. Бударіна Н.О. Тенденції міжнародного фондового ринку та перспективи розвитку цінних паперів України // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2005. – Вип. 52 (Ч. I). – С. 41–45.

52. Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. – К.: Видавничий центр “ДрУк”, 2002. – 320 с.

53. Bustelo P., García C., Olivie I. Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999). Working Paper № 16. – Universidad Complutense de Madrid. Instituto Complutense de Estudios Internacionales, 1999. – 106 p.
54. Flood R., Marion N. Speculative Attacks: Fundamentals and Self-Fulfilling Prophecies. Working Paper № 5789. – Cambridge, MA: NBER, 1996. – 31 p.
55. Flood R., Marion N. Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. Working Paper № 6380. – Cambridge, MA: NBER, 1998. – 57 p.
56. Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. – 1979. – Vol. 11, № 3. – P. 311–325.
57. Flood R.P., Garber P.M. Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples // Journal of International Economics. – 1984. – Vol. 29, № 1. – P. 1–13.
58. Obstfeld M. The Logic of Currency Crises. Working Paper № 4640. – Cambridge, MA: NBER, 1994. – 54 p.
59. Obstfeld M. Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features // European Economic Review. – 1996. – Vol. 40. – P. 1037–1047.
60. Obstfeld M. Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features. Working Paper № 5285. – Cambridge, MA: NBER, 1995. – 19 p.
61. Connolly M.B., Taylor D. The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods // Journal of Money, Credit and Banking. – 1984. – Vol. 16, № 2. – P. 194–207.
62. Morris S., Shin H.S. A Theory of the Onset of Currency Attacks. Discussion Paper № 1204. – Yale University. Cowles Foundation, 1998. – 25 p.
63. Sbracia M., Zaghini A. Expectation and Information in Second Generation Currency Crises Models. Contributed Paper № 0462. – Econometric Society World Congress 2000, 2000. – 27 p.
64. Disyatat P. Currency Crises and Foreign Reserves: A Simple Model. Working Paper № 01/18. – Wash. D.C.: IMF, 2001. – 23 p.
65. Cole H.L., Kehoe T.J. A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis // Journal of International Economics. – 1996. – Vol. 41, № 3-4. – P. 309–330.

66. Corsetti G., Mackowiak B. Nominal Debt and the Dynamics of Currency Crises. Discussion Paper № 820. – Yale University. Economic Growth Center, 2000. – 33 p.
67. Dooly M. P. A Model of Crises in Emerging Markets. Working Paper № 6300. – Cambridge, MA: NBER, 1997. – 32 p.
68. Calvo G.A. Balance of Payments Crises in Emerging Markets. Large Capital Inflows and Sovereign Governments. – University of Maryland, 1998. – 42 p.
69. Calvo G.A. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops // Journal of Applied Economics. – 1998. – Vol. 1. – P. 35–54.
70. Chang R., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model. Working Paper № 6606. – Cambridge, MA: NBER, 1998. – 45 p.
71. Flood R., Marion N. A Model of the Joint Distribution of Banking and Exchange-Rate Crises. Working Paper № 01/213. – Wash. D.C.: IMF, 2001. – 31 p.
72. Blejer M., Schumacher L. Central Bank Vulnerability and the Credibility of Commitments: A Value-at-Risk Approach to Currency Crises. Working Paper № 98/65. – Wash. D.C.: IMF, 1998. – 29 p.
73. Aghion Ph., Bacchetta Ph., Banerjee A. Capital Markets and the Instability of Market Economies. Working Paper № 99.01. – Swiss National Bank. Study Center Gerzensee, 1999p. – 54 p.
74. Aghion Ph., Bacchetta Ph., Banerjee A. Capital Markets and the Instability of Market Economies. Working Paper № 99.01 update. – Swiss National Bank. Study Center Gerzensee, 2000 p. – 46 p.
75. Aghion Ph., Bacchetta Ph., Banerjee A. Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints. Working Paper № 00.07. – Swiss National Bank. Study Center Gerzensee, 2000. – 43 p.
76. Tomczyńska M. Early Indicators of Currency Crises. Review of Some Literature. – Warsaw: Center for Social and Economic Research // Studies and Analyses. – 2000. – № 208. – 32 p.
77. Masson P. Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria. Working Paper № 98/142. – Wash. D.C.: IMF, 1998. – 32 p.
78. Kaminsky G., Lyons R., Schmukler S. Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets Working Paper № 7855. – Cambridge, MA: NBER, 2000. – 31 p.

79. Fratzscher M. On Currency Crises and Contagion. Working Paper № 139. – ECB, 2002. – 41 p.
80. Caramazza F., Ricci L., Salgado R. Trade and Financial Contagion in Currency Crises. Working Paper № 00/55. – Wash. D.C.: IMF, 2000. – 46p.
81. Gerlach S., Smets F. Contagious Speculative Attacks // European Journal of Political Economy. – 1995. – № 11. – P. 5–63.
82. Drazen A. Political Contagion in Currency Crises. Working Paper № 7211. – Cambridge, MA: NBER, 1999. – 31 p.
83. Kodres L., Pritsker M. A Rational Expectations Model of Financial Contagion // The Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57. – P. 769–799.
84. Masson P. Multiple Equilibria, Contagion and the Emerging Market Crises. Working Paper № 99/164. – Wash. D.C.: IMF, 1999. – 32 p.
85. Calvo G., Mendoza E. Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets. Working Paper № 97-26. – Duke University. Department of Economics, 1997. – 45 p.
86. Hernandez L., Valdez R. What Drives Contagion: Trade, Neighborhood or Financial Links? Working Paper № 01/29. – Wash. D.C.: IMF, 2001. – 21 p.
87. Делягин М.Г. Мировой кризис. Общая теория глобализации: Курс лекций. – М.: Институт проблем глобализации (ИПРОГ), 2003. – 768 с.
88. Clark P., Huang H. International Financial Contagion and the IMF: A Theoretical Framework. Working Paper № 01/137. – Wash. D.C.: IMF, 2001. – 30 p.
89. World Development Indicators Database (<http://publications.worldbank.org/WDI/>).
90. Edwards S. The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When did we know it? Working Paper № 6334. – Cambridge, MA: NBER, 1997. – 39 p.
91. Кораблін С.О. Проблеми курсової стабільності гривні // Вісник інституту економічного прогнозування. – 2002. – Вип. 2. – С. 37–41.
92. Baer W., Nazmi N. Privatization and restructuring of banks in Brazil // The Quarterly Review of Economics and Finance. – 2000. – Vol. 40. – P. 3–24.

93. Carree M. A hazard rate analysis of Russian commercial banks in the period 1994–1997 // *Economic Systems*. – 2003. – Vol. 27, № 3. – P. 255–269.
94. Ganey G. The Bulgarian Currency Crisis of 1996–1997 // *The Episodes of Currency Crises in the European Transition Economies* / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 40. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. – P. 7–22.
95. Sasin M. The Indonesian Currency Crisis, 1997–1998 // *The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies* / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 39. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. – P. 77–100.
96. Nasution A. The Meltdown of the Indonesian Economy Causes, Responses and Lessons // *ASEAN Economic Bulletin* –2000. – Vol. 17, № 2. – P. 148–162.
97. Leighner J. Globalization and Thailand's Financial Crisis // *Journal of Economic Issues*. – 1999. – Vol. 33. – № 2. – P. 367–373.
98. King M. Who Triggered the Asian Financial Crisis? // *Review of International Political Economy*. – 2001. – Vol. 8, № 3. – P. 438–466.
99. Луцишин З. Аргентина: причини та наслідки найбільшого в історії світової валютно-фінансової системи дефолту // *Вісник Національного банку України*. – 2002. – № 4. – С. 5–11.
100. Schuler K. Fixing Argentina. Policy Analysis № 445. – Cato Institute, 2002 – 37 p.
101. Siwińska J. Currency Crises and Fiscal Imbalances – the Transition Countries Perspective. – Warsaw: Center for Social and Economic Research // *Studies and Analyses*. – 2000. – № 219. – 72 p.
102. Сайт групи макроекономічного моніторингу Меркосур (<http://gmm.mecop.gov.ar>).
103. Сайт Національного Банку України (<http://www.bank.gov.ua>).
104. Сайт Банку Мексики (<http://www.banxico.org.mx>).
105. Paczyński W. The Mexican Peso Crisis 1994–1995 // *The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies* / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 39. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. – P. 9–21.
106. Calvo G., Mendoza E. Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of Death Foretold // *Journal of International Economics*. – 1996. – № 3–4. – P. 235–263.

107. Ministry of Finance and Public Credit of Mexico. Timely Public Finances and Public Debt Statistics Database (<http://www.shcp.gob.mx/english/eofp/revista/indexm.html>).

108. Bevilaqua A., Garcia M. Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead. Texto para Discussão № 408. – Rio de Janeiro: Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro. Department of Economics, 1999. – 49 p.

109. Шакиров А.Р. Бразильская экономика и финансовая система в 2001–2002 гг. // Латинская Америка. – 2002. – № 11. – С. 38–46.

110. Сайт Центрального банку Бразилії (<http://www.bcb.gov.br>).

111. Boletim do Banco Central do Brazil. – 2003. – Vol. 39, № 12. Internet Issue (<http://www.bcb.gov.br/?BULLETINPR>).

112. Сайт Міністерства економіки і виробництва Аргентинської Республіки (<http://www.mecon.gov.ar>).

113. Sutela P. The financial crisis in Russia. Discussion Paper № 11. – Helsinki: Bank of Finland. Institute for Economies in Transition. BOFIT, 1999. – 14 p.

114. Gobbin N., Merlevede B. The Russian Crisis: A Debt Perspective // Post-Communist Economies. – 2000. – Vol. 12, № 2. – P.141–163.

115. Семенов В., Симонова Л. Бразилия: через две кризисные волны // Мировая экономика и международные отношения. – 1999. – № 8. – С. 81–85.

116. Mau V. The Political Nature and Lessons of the Financial Crisis // Problems of Economic Transition. – 1999. – Vol. 41, № 11. – P. 57–79.

117. Antczak R. The Russian Crisis of 1998 // The Episodes of Currency Crises in the European Transition Economies / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 40. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. – P. 23–51.

118. Markiewicz M. The Ukrainian Crisis of 1998 // The Episodes of Currency Crises in the European Transition Economies / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 40 – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. – P. 52–64.

119. Бударина Н.А. Интернационализация мирового финансового рынка // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект: Сборник научных трудов. – Донецк: ДонНУ, 2005. – Ч.3. – С. 1047–1052.

120. Співак І.В. Формування режимів валютних курсів у країнах з перехідною економікою (на прикладі Польщі, Чехії, України): Дис. ...

канд. екон. наук: 08.05.01 / Київський національний університет ім. Тараса Шевченка. – К., 2003. – 234 с.

121. Мозговий О.М. Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація): Автореф. дис... д-ра екон. наук: 08.04.01 / Київський національний економічний ун-т. – К., 1999. – 33 с.

122. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України: Монографія. – Львів: Каменяр, 2001. – 495 с.

123. Барановський О. Валютна безпека // Вісник НБУ. – 1998. – № 8. – С.18–21.

124. Antczak M. The 1997 Currency Crisis in Thailand // The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies. / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 39. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. – P. 39–54.

125. Falkus M. Historical perspectives of the Thai financial crisis // UNEAC Asia Papers. – 1999. – № 1. – P. 10–20.

126. Direction of Trade Statistics Yearbook: 2001. – International Monetary Fund, 2001. – 495 p.

127. Direction of Trade Statistics Yearbook: 1997. – International Monetary Fund, 1997. – 474 p.

128. Fernald J., Edison H., Loungani P. Was China the first domino? Assessing links between China and other Asian economies // Journal of International Money and Finance. – 1999. – Vol. 18, № 4. – P. 515–535.

129. Laurdisen L. The Financial Crisis in Thailand: Causes, Conduct and Consequences? // World Development. – 1998. – Vol. 26, № 8. – P. 1575–1591.

130. Sheng Y.K., Kirinpanu S. Once Only the Sky was the Limit: Bangkok's Housing Boom and the Financial Crisis in Thailand // Housing Studies. – 2000. – Vol. 15, № 1. – P. 11–27.

131. Woo W.Th., Carleton P., Rosario B. The Unorthodox Origins of the Asian Currency Crisis // ASEAN Economic Bulletin. – 2000. – Vol. 17, № 2. – P. 120–134.

132. Сайт Банку Таїланду (<http://www.bot.or.th>).

133. Романова З. Аргентина в лабіринте риночно-либеральних проблем // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – №10. – С. 55–63.

134. Аргентинський кризис: причини, наслідки, уроки // Латинська Америка. – 2002. – № 4. – С. 4–42.

135. Романова З. Латинская Америка в поисках безопасной экономики // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – №11. – С. 91–101.
136. Сухоруков А.І. Проблеми фінансової безпеки України: Монографія. – К.: Рада національної безпеки і оборони України, Національний інститут проблем міжнародної безпеки, 2005. – 139 с.
137. Сайт Центрального банку Російської Федерації (<http://www.cbr.ru>).
138. Аникин А. Финансовые кризисы в России, Азии, Латинской Америке (сравнительный анализ) // Мировая экономика и международные отношения. – 2000. – № 12. – С. 15–22.
139. Сохацька О.М. Зарубіжні біржові ринки // Фінанси України. – 2000. – № 4. – С.59–66.
140. Nidhiprabha B. Economic Crises and the Debt Deflation Episode in Thailand // ASEAN Economic Bulletin. – 1998 – Vol. 15, № 3. – P. 309–318.
141. Sasin M. The Malaysian Currency Crisis, 1997-1998 // The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 39. – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. – P. 55–76.
142. Radelet S., Sachs J. The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies, prospects // Brookings Papers on Economic Activity. – 1998. – № 1. – P. 1–74.
143. Пузанов І.І. Динаміка змін умов зовнішньої торгівлі в Україні // Проблеми розвитку внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект. – Донецк: ДонНУ, 2005. – Ч. I. – С. 74–79.
144. Пузанов І. Зміни умов торгівлі України: фактори і тенденції (1990–2000 рр.) // Економічний часопис – XXI. – 2003. – № 5 (<http://www.soskin.info/ea.php?pokazold=20030501&n=5&y=2003>).
145. Simandjuntak D. S. An Inquiry into the Nature, Causes and Consequences of the Indonesian Crisis // Journal of the Asia Pacific Economy. – 1999. – Vol. 4, № 1. – P. 171–192.
146. Dornbush R. Brazil's Incomplete Stabilization and Reform. – Massachusetts Institute of Technology. Department of Economics, 1999. – 16 p.
147. Розвиток зовнішньої торгівлі України та її економічна безпека: Монографія / Андрійчук В.Г., Власюк О.С., Мокій А.І., Титаренко В.П. – К.: НІСД, 1996. – 148 с.

148. Поручник А.М. Интеграция Украины в мировое хозяйство: Монография. – К.: КГЭУ, 1994. – 129 с.
149. Макогон Ю.В., Яценко А.Б. Украина и Европейский Союз: проблемы и перспективы сотрудничества // Проблемы розвитку зовнішньоекономічних зв'язків та залучення іноземних інвестицій: регіональний аспект: Зб. наук. праць. – Донецьк: ДонНУ, 2002. – Ч.2. – С.475–479.
150. Бойко П.А., Романова М.Л. Финансовые кризисы 1990-х годов. – М.: РГТУ, 2000. – 133 с.
151. Кравченко Ф.С. К вопросу о внешнем финансировании экономики и итогах неолиберальных преобразований в Аргентине // Латинская Америка. – 2002. – № 5. – С. 16-29.
152. Макогон Ю.В. Внешние экономические связи Украины в 1998 году (http://donntu.edu.ua/library_web/resurs/cnt/zip/МАК.zip).
153. Абалкин Л. Качественные изменения структуры финансового рынка и бегство капитала из России // Вопросы экономики. – 2000. – № 2. – С.4–14.
154. Білорус О. Стратегічні імперативи розвитку України в умовах глобалізації // Економічний часопис – XXI. – 2001. – № 10 (<http://www.soskin.info/ea.php?pokazold=20011090&n=10&y=2001>).
155. Білорус О.Г., Лук'яненко Д.Г., Поручник А.М. Методологічні проблеми дослідження інтернаціоналізації та глобалізації // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія / За ред. Д.Г. Лук'яненка. – К.: КНЕУ, 2001. – С. 6–18.
156. Atkeson A., Rios-Rull J.-V. The Balance of Payments and Borrowing Constraints: An Alternative View of the Mexican Crisis // Journal of International Economics. – 1996. – № 3–4. – P. 331–349.
157. Jansen K. Thailand, Financial Crisis and Monetary Policy // Journal of the Asia Pacific Economy. – 2001. – Vol. 6, № 1. – P. 124–152.
158. Meleky M. Indirect and Compounded Effects of External Crises on Growth in Emerging Markets. – Economics Working Paper Archive at Washington University at St. Louis. International Finance. № 0502002, 2005. – 40 p.
159. Іваницька О.М. Вплив зміцнення фінансової системи на зростання доходів населення України // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2003. – № 4. – С.106–108.
160. Рудый К.В. Финансовые кризисы: теория, история, политика. – М.: Новое знание, 2003. – 399 с.

161. Іваницька О.М. Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури: Монографія. – К.: Вид-во НАДУ, 2005. – 276 с.
162. Козаков В.В. Міжнародна інтеграція фондових ринків країн, що розвиваються: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.05.01 / Київський національний економічний ун-т. – К., 1999. – 17 с.
163. Рогач О.І. Світова фінансова архітектура // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Міжнародні відносини. – 2003. – Вип. 25–28. – С. 61–64.
164. Edwards S. A Tale of two crises: Chile and Mexico. Working Paper № 5794. – Cambridge, MA: NBER, 1996. – 37 p.
165. Baig T., Goldfajn I. The Russian Default and the Contagion to Brazil. Working Paper № 00/160. – Wash. D.C.: IMF, 2000. – 47 p.
166. Сайт BradyNet, Inc. (<http://www.bradynet.com>).
167. Joint BIS-IMF-OECD-World Bank statistics on external debt (http://www.oecd.org/site/0,2865,en_21571361_31596493_1_1_1_1_1,00.html).
168. Геєць В.М. Політика стабілізації, валютна криза та економічне зростання в Україні // Економіка і прогнозування. – 2001. – № 2. – С. 7–25.
169. De la Torre A., Yeyati E.L., Schmukler S.L. Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking. – World Bank, 2002 – 36 p.
170. Schuler K., Selgin G. Replacing Potemkin Capitalism. Russia's Need for a Free-Market Financial System // Policy Analysis. – 1999. – № 348. – 16 p.
171. Buchs Th. Financial crisis in the Russian Federation. Are the Russians learning to tango? // Economics of Transition. – 1999. – Vol. 7, № 3. – P. 687–715.
172. Thießen U. Ukraine: Will the Pace of Reform Accelerate Under the New Government? // Economic Bulletin. – 2000. – Vol. 37, № 2. – P. 53–62.
173. Савлук М. Грошово-кредитна політика Національного банку України та оцінка її ефективності // Вісник НБУ. – 1999. – № 1. – С. 3–7.
174. Huang H., Marin D., Xu Ch. Financial Crisis, Economic Recovery and Banking Development in Former Soviet Union Economies. Working Paper № 860. – CESifo, 2003. – 43 p.

175. Schnytzer A., Andreyeva T. Company performance in Ukraine: is this a market economy? // *Economic Systems*. – 2002. – Vol. 26, № 2. – P. 83–98.

176. Marin D., Kaufmann D., Gorochovskij B. Barter in transition economies: Competing explanations confront Ukrainian data. Discussion Paper № 2432. – CEPR, 2000. – 40 p.

177. McLeod R. Control and competition: Banking deregulation and re-regulation in Indonesia // *Journal of the Asia Pacific Economy*. – 1999. – Vol. 4, № 2. – P. 258–297.

178. Сайт Economic Freedom Network (<http://www.freetheworld.com>).

179. Kovatchevska P. The Banking and Currency Crises in Bulgaria: 1996-1997. – Warsaw: Center for Social and Economic Research // *Studies and Analyses*. – 2000. – № 204. – 40 p.

180. Сайт Центрального банку Аргентинської Республіки (<http://www.bcra.gov.ar>).

181. Gruben W., Welch J. Banking and Currency Crisis Recovery: Brazil's Turnaround 1999 // Federal Reserve Bank of Dallas. *Economic & Financial Review*. – 2001. – № QIV. – P. 12–23.

182. Goldfajn I., Hennings K., Mori H. Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, No Currency Substitution, But Struggling to Promote Growth. Working Paper № 75. – Central Bank of Brazil, 2003. – 61 p.

183. Illarionov A. How the Russian Financial Crisis Was Organized [II] // *Problems of Economic Transition*. – 1999. – Vol. 41, № 11. – P. 29–56.

184. Гелетій Н. Валютно-фінансові кризи у країнах із зростаючими ринками та їх вплив на Україну // *Регіональна економіка*. – 2001. – № 2. – С. 184–187.

185. Saad-Filho A., Mollo M. Inflation and stabilization in Brazil: a political economy analysis // *Review of Radical Political Economics*. – 2002. – Vol. 34, № 2. – P. 109–135.

186. The Crisis of the Financial System in Russia. Principal Factors and Economic Policy // *Problems of Economic Transition*. – 1999. – Vol. 41, № 10. – P. 7–44.

187. Wong K.-Y. Housing Market Bubbles and the Currency Crisis: The Case of Thailand // *Japanese Economic Review*. – 2001. – Vol. 52, № 4. – P. 382–404.

188. Сайт Центрального банку Малайзії (<http://www.bnm.gov.my>).

189. Athukorala P. Swimming against the tide // ASEAN Economic Bulletin. – 1998. – Vol. 15, № 3. – P. 281–289.
190. Moraes L., Filho A.S., Coelho W. Financial Liberalization, Currency Instability and Crisis in Brazil: Another Plan Bites the Dust // Capital & Class. – 1999. – № 68. – P. 9–14.
191. Костриба А.І. Передумови фінансової кризи в Україні та характер її прояву // Фінанси України. – 1999. – № 9. – С. 39–40.
192. Мозговой О.Н. Рынок облигаций: настоящее и будущее // Фондовый рынок. – 1997. – № 26. – С. 44–47.
193. Геєць В.М. Політика стабілізації, валютна криза та економічне зростання в Україні // Економіка і прогнозування. – 2001. – №1. – С. 34–50.
194. Львовчкін С., Опарін В., Федосов В. Трансформація та розвиток фінансової системи України // Ринок цінних паперів України. – 2003. – № 1–2. – С. 13–24.
195. Program on Exchange Rate Crises in Emerging Markets: The Argentina Crisis. Transcript. – National Bureau of Economic Research, 2002. – 32 p.
196. Doing Business Database (<http://rru.worldbank.org/DoingBusiness>).
197. Мокій А.І., Шульга М.І. Економічна безпека України та процес інтеграції національної економіки до світового господарства // Вісник Київського університету. – 2000. – Вип. 55–57. – С. 77–79.
198. Illarionov A. How the Russian Financial Crisis Was Organized [I] // Problems of Economic Transition. – 1999. – Vol. 41, № 11. – P. 7–28.
199. Johnson S., Kaufmann D., McMillan J., Woodruff Ch. Why do firms hide? Bribes and unofficial activity after communism // Journal of Public Economics. – 2000. – Vol. 76, № 3. – P. 495–520.
200. Барановський О. Бюджетна безпека // Вісник НБУ. – 1998. – № 6. – С. 40–43.
201. Новицький В.Є., Плотніков О.В. Міжнародні валютно-фінансові інструменти в моделі відкритої економіки // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія / За ред. Д.Г. Лук'яненка. – К.: КНЕУ, 2001. – С. 385–430.
202. What Next for Argentina? – A Cato Institute policy forum transcript, 2002. – 51 p.
203. Гальчинський А. Відновити дієздатність держави // Економіка України. – 2000. – № 8. – С. 8–14.

204. Будкин В. Предпосылки и результаты трансформации собственности в постсоциалистических государствах // Экономика Украины. – 2002. – № 5. – С. 76–83.
205. Сайт Національної ради з економічного і соціального розвитку Таїланду (<http://www.nesdb.go.th>).
206. Яковлев П.П. Аргентина: цикл иллюзий и разочарований // Латинская Америка. – 2002. – № 5. – С. 4–15.
207. Кораблін С.О. Визначення рівня інфляції: проблеми вибору орієнтирів // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. – К., 2003. – С. 94–101.
208. Rasiah R. The Malaysian Financial Crisis: Capital expansion, cronyism and contraction // Journal of the Asia Pacific Economy. – 1998. – Vol. 3, № 3. – P. 358–378.
209. Бершеда Є.Р., Сухоруков А.І., Острий О.Г. Співробітництво України і Російської Федерації в інвестиційній сфері та економічна безпека України: Монографія / За ред. А.І. Сухорукова. – К.: НІУРВ, 1999. – 120 с.
210. Мозговий О., Баторшина А. Світові ринки акцій: досвід для України // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 11–12. – С. 47–54.
211. Шевчук В. Економічні реформи в Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання: Монографія. – Львів: Каменяр, 1999. – 319 с.
212. Tullio G., Ferreira A. Unemployment and the credibility of exchange rate pegs: evidence from the Brazilian currency crisis of January 1999. Departmental Working Paper № 134. – Tor Vergata University, CEIS, 2000. – 35 p.
213. Sachs J., Tornell A., Velasco A. The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold // Journal of International Economics. – 1996. – № 3–4. – P. 265–283.
214. Rogach O.I. Financial Globalization // Modern Problems of International Relations. – 2004. – Vol. 45 (Part I). – P. 38–43.
215. Бузинар Б.А. Перспективи розвитку регіону Південно-Східної Азії в контексті постіндустріальних цінностей // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Міжнародні відносини. – 2003. – Вип. 25–28. – С. 65–69.
216. Яковлев П.П. Аргентина: цикл иллюзий и разочарований // Латинская Америка. – 2002. – №6. – С.4–13.

217. Vimilsiri P. Role of Foreign Investors in the Thai Currency Crisis of 1997. Visiting Researchers Series № 4. – Institute of Southeast Asian Studies, 2001. – 44 p.

218. Chiodo A. and Owyang M. A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2002. – Vol. 84, № 6. – P. 7–18.

219. Плотніков О.В. Ultima ratio економічних реформ. – К.: Кондор, 2003. – 240 с.

220. Kaminsky G., Schmukler S. What triggers market jitters? A chronicle of the Asian crisis // Journal of International Money and Finance. – 1999. – Vol. 18, № 4. – P. 537–560.

221. Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / О.Г. Білорус, Д.Г. Лук'яненко, М.О. Гончаренко та ін. – К.: КНЕУ, 2001. – 733 с.

222. Федосов В., Опарін В., Львовчкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Монографія / За наук. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.

223. Філіпенко А.С. Парадигмальна основа співробітництва України з міжнародними фінансовими інституціями // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2004. – Вип. 46 (Ч. I). – С. 3–7.

224. Левківський В.М. Суперечливий характер співпраці України з міжнародними фінансовими організаціями // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2004. – Вип. 46 (Ч.1). – С. 202–206.

225. Іваницька О. Врахування тенденцій розвитку глобальних фінансових ринків при запровадженні фінансової політики України // Вісник Національної академії державного управління. – 2004. – № 1. – С. 224–232.

226. MacIntyre A. Political Institutions and the Economic Crisis in Thailand and Indonesia // The Politics of the Asian Economic Crisis. – Ithaca and London: Cornell University Press, 1999. – P. 143–162.

227. Hawkins J., Klau M. Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies. Working Paper № 91. – Basel: BIS, 2000. – 34 p.

228. Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. Working paper № 5576. – Cambridge, MA: NBER, 1996. – 63 p.

229. Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading Indicators of Currency Crises. Working Paper № 97/79. – Wash. D.C.: IMF, 1997. – 43 p.

230. Berg A., Patillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test. Working Paper № 98/154. – Wash. D.C.: IMF, 1998. – 61 p.

231. Ghosh S., Ghosh A. Structural Vulnerabilities and Currency Crises. Working Paper № 02/9. – Wash. D.C.: IMF, 2002. – 30 p.

232. Lin Ch.-Sh., Khan H., Wang Y.-Ch., Chang R.-Y. A New Approach to Modeling Early Warning Systems for Currency Crises: can a machine-learning fuzzy expert system predict the currency crises effectively? Discussion Paper. – CIRJE, 2006. – 32 p.

233. Peltonen T. Are Emerging Market Currency Crises Predictable? A Test. Working Paper № 571. – European Central Bank, 2006. – 49 p.

234. Jovanovska N. Basic Principles of Early Warning Principles // Bulletin of Ministry of Finance. – 2002. – № 1. – P.112–117.

235. Mulder Ch., Perelli R., Rocha M. The Role of Corporate, Legal and Macroeconomic Balance Sheet Indicators in Crisis Detection and Prevention. Working Paper № 02/59. – Wash. D.C.: IMF, 2002. – 26 p.

236. Masson P., Mussa. M. The Role of the IMF. Financing and Interactions with Adjustment and Surveillance. IMF Pamphlet Series № 50. – Wash. D.C.: IMF, 1995. – 41p.

237. Евстигнеев В. Финансовая глобализация – явление и методологический інструмент // Мировая экономика и международные отношения. – 2001. – № 3. – С. 74-76.

238. Nitithanprapas E., Willett T. A Currency Crises Model That Works: A Payments Disequilibrium Approach. Working № 2000-25. – Claremont Colleges, 2000. – 51 p.

239. Salvatore D. Could the Financial Crisis in East Asia Have Been Predicted? // Journal of Policy Modeling. – 1999. – Vol. 21. – P. 341–347.

240. Klein M., Marion N. Explaining the Duration of Exchange Rate Pegs. Working Paper № 4651. – Cambridge, MA: NBER, 1994. – 27 p.

241. Sasin M. Predicting Currency Crises, the Ultimate Significance of Macroeconomic Fundamentals in Linear Specifications with Nonlinear Extensions. – Warsaw: Center for Social and Economic Research // Studies and Analyses. – 2001. – № 224. – 36 p.

242. Чугаєв О.А. Вплив динаміки економічних показників розвинутих країн на валютні кризи країн, що розвиваються // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2003. – Вип. 40 (Ч. II). – С. 197–201.

243. Чугаєв О.А. Вплив динаміки економічних показників розвинутих країн на валютні кризи країн, що розвиваються // Актуальні

проблеми міжнародних відносин. – 2003. – Вип. 43 (Ч. II). – С. 192–194.

244. Frankel J., Cavallo E. Does Opening to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality. Working Paper № 10957. – Cambridge, MA: NBER, 2004. – 48 p.

245. Glick R., Guo X., Hutchison M. Currency Crises, Capital Account Liberalization, and Selection Bias. Working Paper № 2004-11. – University of Copenhagen. Institute of Economics. Economic Policy Research Unit, 2004. – 29 p.

246. Bussière M. Balance of Payment Crises in Emerging Markets. How Early Were the “Early” Warning Signals? Working Paper № 713. – European Central Bank, 2007. – 41 p.

247. Dreher A., Herz B., Karb V. Is There a Causal Link between Currency and Debt Crises? – Economics Working Paper Archive at Washington University at St. Louis. International Finance. № 0404005, 2005. – 40 p.

248. Sula O. Surges and Sudden Stops of Capital Flows to Emerging Markets. Paper № 383. – Munich Personal RePEc Archive, 2006. – 34 p.

249. Pistelli A. Speculative Currency Attacks: Role of Inconsistent Macroeconomic Policies and Real Exchange Rate over Overvaluation. Working Paper № 379. – Central Bank of Chile, 2006. – 25 p.

250. Kumar M., Persaud A. Pure Contagion and Investors’ Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence. Working Paper № 01/134. – Wash. D.C.: IMF, 2001. – 34 p.

251. Van Rijckeghem C., Weder B. Sources of Contagion: Finance or Trade? Working Paper № 99/146. – Wash. D.C.: IMF, 1999. – 28 p.

252. Glick R., Rose A. Contagion and Trade. Why are Currency Crises Regional? Working Paper № 6806. – Cambridge, MA: NBER, 1998. – 29 p.

253. Чугаєв О.А. Ефект поширення валютних криз // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2003. – Вип. 42 (Ч.1). – С. 223–228.

254. World Economic Outlook Database (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/data/index.htm>)

255. International Banking Statistics Database. Bank for International Settlements (<http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>).

256. Сайт Державного комітету статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>).

257. Сайт Міністерства фінансів України (<http://www.minfin.gov.ua>).
258. Руденко Ю.М. Вплив державного боргу на економічний розвиток України // Формування ринкової економіки: Зб. наук. праць. – Випуск 12. – К.: КНЕУ, 2004. – С.162–170.
259. <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.en.html>
260. A report on the Costs and Benefits of Poland's Adoption of the Euro. – Warsaw: National Bank of Poland, 2004. – 126 p.
261. Тронь В.П. Стратегія прориву. – К.: Українська академія державного управління при Президенті України, 1995. – 340 с.
262. Hutchison M. A Cure Worse than the Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs. Working Paper № PB01-02. – Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, 2001. – 41p.
263. Gupta P., Mishra M., Sahay R. Output Response During Currency Crises. Manuscript. – IMF, 2000. – 46 p.
264. Park Y.C., Lee J.W. Financial Crisis and Recovery: Patterns of Adjustment in East Asia, 1996-99. Research Paper № 45. – ADB Institute, 2002. – 47 p.
265. Deb S. Trade First and Trade Fast: A Duration Analysis of Recovery from Currency Crisis. Departmental Working Paper № 200607. – Rutgers University, Department of Economics, 2005. – 52 p.
266. Rajan R., Shen C. H. Are Crisis-Induced Devaluations Contractionary? Visiting Researchers Series № 5. – Institute of Southeast Asian Studies, 2001. – 34 p.
267. Forbes K. How Do Large Depreciations Affect Firm Performance? Working Paper № 9095. – Cambridge, MA: NBER, 2002. – 37 p.
268. Berman N., Berthou A. Financial Market Imperfections and the impact of exchange rate movements on exports. – Université Panthéon-Sorbonne – Paris I. Centre d'économie de la Sorbonne, 2006. – 24 p.
269. Feldstein M. Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. Working Paper № 8837. – Cambridge, MA: NBER, 2002. – 36 p.
270. Kuttner K.N., Mosser P.C. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions // BIS Papers. – 2002. – Vol. 12. – P. 433–443.

271. Arestis Ph., Sawyer M. Can Monetary Policy Affect the Real Economy? The Dubious Effectiveness of Interest Rate Policy. – The Levy Economics Institute Economic Publications Archive. Public Policy Brief № 71, 2003. – 23 p.

272. Haque N., Khan M.S. Do IMF Supported programs work? A Survey of Cross-Country Empirical Evidence. Working Paper № 98/169. – Wash. D.C.: IMF, 1998. – 28 p.

273. Barro R., Lee J.-W. IMF Programs: Who is Chosen and What Are the Effects. Working Paper № 8951. – Cambridge, MA: NBER, 2002. – 48 p.

274. Чугаев О.А. Валютные кризисы как фактор экономического роста // Экономика Крыма. – 2003. – № 9. – С. 34–36.

275. Чугаєв О.А. Ефективність кредитів МВФ в умовах валютних криз // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2004. – Вип. 46 (Ч. I). – С. 158–161.

276. IMF Approves Record \$30.4 Billion Loan for Brazil // IMF Survey. – 2002. – Vol. 31, № 17. – P.284.

277. Резнікова Н.В. Історичний досвід механізму фінансових стабілізацій в Аргентині // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2003. – Вип. 42 (Ч. I). – С. 229–234.

278. Bhattacharya A.K. The Asian Financial Crisis and Malaysian Capital Controls // Asia Pacific Business Review. – 2001. – Vol. 7, № 3. – P. 181–193.

279. Барамія В.Н. Валютно-курсова політика країн з перехідною економікою (приклад України): Дис. ... канд. екон. наук: 08.05.01 / Київський національний університет ім. Т. Шевченка. – К., 2003. – 198 с.

280. Сайт Національного банку Болгарії (<http://www.bnb.bg>).

281. Caprio G., Klingebiel D. Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises (1970s – 2002). Dataset. – World Bank, 2003. – 20 p. (http://econ.worldbank.org/files/23456_Table_on_systemic_and_non-systemic_banking_crises_January_21_2003.pdf).

282. Silva M.L.F., De Andrade J.P., Torrance, Th.S. Fundamentals versus External Shocks: Brazil's Growing Exposure to Currency Crises // International Advances in Economic Research. – 2000. – Vol. 6, № 2. – P. 192–209.

283. Тенденції української економіки. Серпень 1999. – Українсько-Європейський консультативний центр з питань законодавства, 1999. – 28 с.

284. Сайт Банку Індонезії (<http://www.bi.go.id>).
285. Сайт Фондової біржі РТС (<http://rts.ru>).
286. Сайт Першої фондової торговельної системи (<http://pfts.com>).
287. Cardoso E., Helwege A. Currency Crises in the 1990s: the Case of Brazil. –Proceeding of NBER's 2000 Conference on Brazil, 1999. – 33 p.
288. Найденов В.С., Сменковский А.Ю. Инфляция и монетаризм. Уроки антикризисной политики. – Б.Ц.: ОАО “Белоцерковская книжная фабрика”, 2003. – 352 с.
289. The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002. – Issues Paper / Terms of Reference for Evaluation by the Independent Evaluation Office of the IMF, 2003. – 18 p.
290. Cerra V., Saxena S.Ch. Contagion, Monsoons, and Domestic Turmoil in Indonesia: A Case Study in the Asian Currency Crisis. Working Paper № 00/60. – Wash. D.C.: IMF, 2000. – 26 p.
291. Saxena S.Ch. Exchange Rate Dynamics in Indonesia: 1980-1998 // Journal Of Asian Economics. – 2002. – Vol. 13, № 4. – P. 545–563.
292. Илларионов А. Как был организован Российский финансовый кризис [I] // Вопросы экономики. – 1998. – № 12. – С. 1–31.
293. Балацкий Е.В., Серебренников А.В. Новые инструментальные императивы в моделировании валютных курсов // Вестник Московского университета. – Серия 6: Экономика. – 2003. – № 5. – С. 19–38.
294. Балацкий Е. Факторы формирования валютных курсов: плюрализм моделей, теорий и концепций // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – №1. – С. 46–58.
295. Гальчинський А., Щербаков О. Стабілізація валютного курсу національної грошової одиниці: об'єктивні передумови // Банківська справа. – 1996. – № 4. – С. 37–39.
296. Шевчук В. Порівняльні аспекти динаміки реального обмінного курсу у перехідній економіці України та країнах Латинської Америки // Формування ринкової економіки в Україні. – Львів, 2000. – Вип. 6: Трансформація економічної системи в Україні. – С. 191–195.
297. Губський Б.В. Інтеграційні фактори розвитку України // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія / За ред. Д.Г. Лук'яненка. – К.: КНЕУ, 2001. – С. 275–283.

298. Ольшанський Д.В. Механізми банківських криз у країнах з перехідною економікою // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2003. – Вип. 40 (Ч.ІІ). – С. 232–236.

299. Кравчук Н.Я. Зовнішня заборгованість держави та її вплив на фінансову безпеку України: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.04.01 / Київський національний економічний ун-т. – К., 2002. – 20 с.

300. Пашко Є.О. Україна у процесі глобалізації світового фінансового середовища // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2005. – Вип. 52 (Ч. І). – С. 57–67.

301. Lamfalussy A. Financial crises in emerging markets: an essay on financial globalisation and fragility. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 2000. – 199 p.

302. Easterly W., Sewadeh M. Global Development Network Growth Database. World Bank (<http://www.worldbank.org/research/growth/GDNdata.htm>).

303. A New Database on Financial Development and Structure. World Bank (<http://www.worldbank.org/research/projects/finstructure/database.htm>).

304. Demirguc-Kunt A., Sobaci T. Deposit Insurance Around the World (dataset). World Bank, 2002 (http://www.worldbank.org/research/interest/confs/upcoming/deposit_insurance/data.htm).

305. World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org>).

306. Beck Th., Clarke G., Groff A., Keefer Ph., Walsh P. New tools in comparative political economy: The Database of Political Institutions // World Bank Economic Review. – 2001. – Vol. 15, № 1. – P. 165–176 (http://econ.worldbank.org/files/25467_DPI200_distributed.zip).

307. Gleditsch N.P., Wallenstein P., Eriksson M., Sollenberg M., Strand H. Armed Conflict 1946–2002: A New Dataset // Journal of Peace Research. – 2002. – Vol. 39, № 5. – P. 615–637 (<http://www.prio.no/cwp/armedconflict>).

308. Global Corruption Report 2003. – Transparency International, 2003. – 326 p. (<http://www.globalcorruptionreport.org>).

309. 2004 Index of Economic Freedom. Heritage Foundation (<http://www.heritage.org/research/features/index/downloads.cfm>).

ДОДАТКИ

Додаток А Часові межі валютних криз

Таблиця А.1

Часові межі валютних криз

Країна	Роки (місяці), коли в країні індекс $I_{ch2} > 0$, 1990–2003 рр.	Роки з відсутніми даними по I_{ch2}
Австралія	—	—
Австрія	—	1999-2003
Азербайджан*	—	1990-93
Албанія*	1997 (1-3, 5)	1990-94
Алжир*	1990 (5-7, 9-12); 1991 (1-2); 1994 (3-6)	—
Ангола*	1997 (7); 1998 (6-12); 1999 (1, 5-8); 2000 (8); 2001 (11-12); 2002 (1,12); 2003 (1)	1990-97
Аргентина*	1990 (2-3); 1995 (3); 2001 (3, 7, 11); 2002 (1-7)	—
Бангладеш*	—	—
Бахрейн*	—	—
Бельгія	—	1999-2003
Бенін	1994 (1-2)	—
Білорусь*	1993 (12); 1994 (1-12); 1995 (1-2); 1997 (1); 1998 (3-4, 7-8, 11-12); 1999 (5, 7-8); 2000 (1-3, 5-6)	1990-93
Болгарія*	1992 (2); 1993 (12); 1994 (1-4, 9-10); 1996 (4-12); 1997 (1-2)	1990-91
Болівія*	—	—
Боснія і Герцеговина	—	1990-98
Ботсвана*	—	—
Бразилія*	1993 (7-12); 1994 (1-3, 6); 1997 (11); 1998 (10); 1999 (1-2); 2002 (6-7, 9, 11-12); 2003 (1-2)	1990-93
Буркіна-Фасо	1994 (1-2)	
Бурунді*	1990 (1); 1991 (8); 1997 (11); 1999 (8); 2000 (7); 2002 (8,10)	—
Великобританія	—	—
Венесуела*	1990 (7); 1992 (11-12); 1993 (1, 3-4); 1994 (5-6); 1995 (12); 1996 (4-5); 1998 (7-8); 2001 (8-9); 2002 (2-3, 5-6); 2003 (1)	—
Вірменія*	—	1990-93
В'єтнам*	—	1990-95
Габон	1994 (1-2)	—

Продовж. табл. А.1

Країна	Роки (місяці), коли в країні індекс $I_{ch2} > 0$, 1990–2003 рр.	Роки з відсутніми даними по I_{ch2}
Гаїті*	1990 (6-8); 1991 (9); 1992 (9); 1993 (1, 5); 1994 (7-8); 2000 (9); 2002 (6-12); 2003 (1-2)	—
Гамбія*	2002 (4, 8, 12); 2003 (1, 4-5)	2003
Гана*	1990 (11); 1992 (12); 1993 (1-4); 1999 (11); 2000 (7-8)	—
Гватемала*	1990 (2, 4, 8); 1992 (8); 1995 (3); 1999 (9)	—
Гвінея*	1991 (7-9); 1999 (9, 12); 2000 (1)	—
Гондурас*	1990 (2-4); 1991 (4); 1993 (7-8); 1994 (4-6);	—
Гонконг (Ки-тай)*	—	1990-93
Греція	—	1999-2003
Грузія*	1996 (11); 1998 (9-12); 1999 (1-2)	1990-96
Данія	—	—
Домініканська Респ.*	1990 (4, 8, 10); 2002 (8-11); 2003 (1, 3, 5-11)	—
Еквадор*	1990 (1-9); 1991 (3-12); 1992 (9); 1995 (2); 1998 (8-12); 1999 (1-3, 6, 9-10); 2000 (1)	—
Екваторіальна Гвінея	1993 (1); 1994 (1-2); 1996 (5); 1997 (3); 1999 (5,10)	
Ерітрея*	1998 (7, 9-12); 1999 (1-12); 2000 (1, 12); 2001 (9); 2003 (11)	1990-97
Естонія*	—	1990-93
Ефіопія*	1992 (10-11); 1998 (10)	—
Єгипет*	1990 (1-7); 1991 (2); 2003 (1)	—
Замбія*	1990 (1-2); 1991 (9); 1993 (1-6); 1994 (3); 1996 (2-4, 7); 1998 (5-6, 10-12); 1999 (1, 3, 12); 2000 (2-6, 11)	1992
Зімбабве*	1990 (11); 1991 (5-12); 1992 (1, 9); 1993 (1-2); 1997 (4, 9, 11-12); 1998 (1-5, 8-10); 2000 (8); 2003 (3-12)	—
Ізраїль*	1991 (10);	—
Індія*	1991 (7-8); 1993 (3);	—
Індонезія*	1997 (8-12); 1998 (1-3); 1998 (5-6); 1998 (8); 2001 (2)	—
Ірландія	1992 (9-11); 1993 (1)	1999-2003
Іспанія	1992 (11)	1999-2003
Італія	1992 (9-10); 1995 (3)	1999-2003
Йемен*	1992 (8); 1995 (3); 1996 (1); 1998 (10)	1990-91
Йорданія*	—	—
Казахстан*	1998 (9-10); 1999 (4-7)	1990-94
Камбоджа*	1997 (10)	1990-94
Камерун	1991 (8-12); 1992 (1-2, 4-12); 1993 (1-9); 1994 (1-2); 1995 (6-12); 1996 (9-10); 1998 (3-11); 1999 (6, 8-11)	—

Країна	Роки (місяці), коли в країні індекс $I_{ch2} > 0$, 1990–2003 рр.	Роки з відсутніми даними по I_{ch2}
Канада	–	–
Катар*	1995 (1, 3)	–
Кенія*	1990 (2, 7-8, 10, 12); 1991 (1-4, 6-9); 1992 (5-6); 1993 (3); 1995 (5-7); 1997 (8)	–
Киргизька Республіка*	1998 (7, 9-12); 1999 (1)	1990-97
Китай*	1994 (1)	–
Кіпр	–	–
Колумбія*	1990 (10); 1998 (6, 9-10)	–
Конго, Дем. Респ.*	1997 (1); 1998 (9-12); 1999 (1-9); 2000 (1-3, 6-7, 10-11)	1990-96; 2001-02
Конго, Респ.*	1991 (8-11); 1992 (1-3); 1994 (1-2, 8)	
Корея, Респ.	1997 (11-12); 1998 (1-2)	–
Коста-Ріка*	1998 (12)	–
Кот-д'Івуар	1990 (9, 11-12); 1991 (1-4); 1994 (1, 3-8)	–
Кувейт*	–	1990-92
Лаос*	1995 (9); 1997 (8-12); 1998 (1-4, 6); 1999 (4,6)	1990-92
Латвія*	–	1990-94
Лесото*	1998 (6-8); 2001 (12)	–
Ліберія*	1997 (7-9, 12); 1998 (1); 1999 (8); 2002 (1, 3-5)	1990-92; 2003
Ліван*	1990 (8); 1991 (1); 1992 (2-9); 1997 (9)	–
Лівія*	2001 (6); 2002 (1-2); 2003 (6)	1993-99
Литва*	–	1990-93
Мадагаскар*	1991 (1,3)	1993-94
Маврикій*	1998 (11)	–
Мавританія*	1992 (10-12); 1993 (1-4); 1994 (8, 11); 1995 (2); 1998 (7)	–
Македонія*	1997 (7)	1990-94
Малаві*	1990 (5); 1992 (3, 6-9), 1994 (2, 10-12); 1995 (1-2); 1997 (12); 1998 (2-3, 8, 10); 2000 (9); 2001 (2); 2003 (7-9)	–
Малайзія*	1997 (8, 10, 12); 1998 (1)	–
Малі*	1994 (1)	–
Марокко*	–	–
Мексика*	1994 (12); 1995 (1-5); 1998 (8-10)	–
Молдова*	1993 (1); 1995 (3-5); 1998 (9-12); 1999 (1)	1990-92
Монголія*	1996 (11)	1990-93

Країна	Роки (місяці), коли в країні індекс $I_{ch2} > 0$, 1990–2003 рр.	Роки з відсутніми даними по I_{ch2}
Мозамбік*	1991 (12); 1992 (1-7); 1993 (6-12)	1990-91
М'янма*	—	—
Намібія*	1998 (6-8); 2001 (11-12)	1990-92
Непал*	1991 (7)	—
Нігер	1994 (1)	—
Нігерія*	1992 (3-5, 11-12); 1993 (1-3); 1994 (7-9); 1999 (1-5); 2002 (6)	—
Нідерланди	—	1990-2003
Нікарагуа*	1993 (1-4, 7, 10); 1995 (11); 2000 (12); 2001 (1-8, 10)	1990-92; 2003
Німеччина	—	—
Нова Зеландія	—	—
Норвегія	1992 (12)	—
Об'єднані Арабські Емірати*	—	—
Оман*	—	—
Пакистан*	1993 (5, 9); 1995 (10); 1996 (10, 12); 2000 (9)	—
Панама	—	—
Папуа – Нова Гвінея *	1990 (1); 1994 (9-10); 1995 (1, 3, 7); 1997 (11-12); 1998 (1-7); 1999 (8)	—
Парагвай*	1992 (7-10, 12); 1998 (1-2, 4); 2001 (7); 2002 (6)	—
Перу*	1993 (1); 1998 (6, 9-10)	1990-1991; 2003
Південноафриканська Респ.*	1994 (4-6); 1998 (6-8); 2001 (9, 11-12)	—
Польща*	1990 (1); 1991 (5); 1993 (8);	—
Португалія	1993 (5,7)	1990-2003
Російська Федерація*	1994 (12); 1995 (1-3); 1998 (5-12)	1990-94
Руанда*	1990 (11-12); 1991 (1-2); 1992 (6); 1995 (3-9); 1998 (10)	—
Румунія*	1990 (2, 11-12); 1991 (1-8, 11-12); 1992 (1, 3, 6-7); 1993 (12); 1994 (1); 1995 (11); 1996 (2); 1997 (1-2); 1998 (9-12); 1999 (1-3, 5)	—
Сальвадор*	1990 (3, 5-6);	—
Саудівська Аравія*	—	—
Свазіленд*	1998 (6); 2001 (11-12)	—
Сенегал	1990 (5); 1991 (11); 1994 (1, 3-4)	—
Сінгапур*	1997 (12); 1998 (1)	—

Країна	Роки (місяці), коли в країні індекс $I_{ch2} > 0$, 1990–2003 рр.	Роки з відсутніми даними по I_{ch2}
Сірія*	1991 (3-10);	2003
Словаччина*	–	1990-94
Словенія*	–	1990-92
Судан*	1990 (3, 8-12); 1991 (1-9); 1992 (6-12); 1993 (1-12); 1994 (1-3, 6-12); 1995 (1, 3-5, 8-12); 1996 (1-2, 5-6); 1997 (1-5); 1998 (5-8);	–
Сьєра-Леоне*	1990 (6-7); 1991 (6-9); 1992 (6-12); 1993 (1-3, 6, 10-12); 1994 (1-12); 1995 (1-3, 5); 1997 (8); 1998 (1, 9-10); 1999 (8-9, 11); 2001 (11); 2003 (12)	–
Таджикистан*	2002 (8)	1990-97
Таїланд*	1997 (7-12); 1998 (1)	–
Танзанія*	1991 (2, 5, 9); 1992 (5-7, 11-12); 1993 (1,4); 1994 (2);	–
Того	1994 (1)	–
Тринідад і Тобаго*	1991 (12); 1992 (1-2); 1993 (4);	–
Туніс*	–	1994-95
Туреччина*	1991 (2-4); 1994 (1-5); 1995 (12); 2000 (11-12); 2001 (2-9)	–
Уганда*	1992 (3); 2003 (3, 5)	–
Угорщина*	1990 (2); 1995 (3-5);	–
Україна*	1994 (10-11); 1998 (2, 7-11); 1999 (3)	1990-93
Уругвай*	1994 (4-7); 2001 (9-10); 2002 (2-12); 2003 (1)	–
Фіджі*	1998 (1)	–
Філіппіни*	1990 (12); 1997 (7-10, 12); 2000 (10)	–
Фінляндія	1991 (11); 1992 (9)	1999-2003
Франція	1992 (9)	1999-2003
Хорватія*	–	1990-93
Чад	1994 (1,2)	–
Чеська Республіка*	1997 (5-6)	1990-94
Чилі*	–	–
Швейцарія	–	
Швеція	1992 (9, 11)	
Шрі-Ланка*	1995 (10-12); 2000 (11-12); 2001 (1)	–
Ямайка*	1991 (5, 7-12); 1993 (7); 2002 (12); 2003 (1-5)	–
Японія	–	–

Примітка. Знаком (*) позначені країни, дані по яких використано при аналізі в розділах 4–5.

Додаток Б **Форми прояву, безпосередні та опосередковані причини валютних криз** **у окремих країнах**

Таблиця Б.1

Компоненти індексу I_{ch2} під час валютних криз у Латинській Америці

Країна і період валютної кризи	Компонент	Місяці з початку кризи (частини кризи)									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Мексика (грудень 1994 р. – травень 1995 р.)	E -1	4,49	1,91	1,15	1,66	0,22	–	–	–	–	–
	R -1	0,68	0,58	0,62	0,96	0,62	–	–	–	–	–
	I - 1	0,62	2,06	1,38	3,99	1,38	–	–	–	–	–
	0,5 D	4,31	0,06	-0,08	0,41	-0,58	–	–	–	–	–
Бразилія (жовтень 1998 р. – лютий 1999 р.)	E -1	0,13	-0,26	-0,08	6,36	1,64	–	–	–	–	–
	R -1	0,22	0,12	0,35	0,62	0,43	–	–	–	–	–
	I - 1	0,07	-0,32	-1,01	-0,94	-0,15	–	–	–	–	–
	0,5 D	0,27	-0,21	0,18	5,90	-0,09	–	–	–	–	–
Аргентина (початок: березень 2001 р. – грудень 2001 р.)	E -1	-1,48	-1,36	-1,42	-1,45	-1,25	-0,90	-0,87	-0,98	-1,11	-1,19
	R -1	0,34	0,53	0,62	0,14	1,01	1,11	0,61	0,81	1,12	0,74
	I - 1	1,79	-0,34	-1,06	-1,23	3,88	-0,51	-1,19	-0,63	3,50	-1,86
	0,5 D	-0,23	0,10	-0,06	-0,03	0,17	0,28	0,02	-0,08	-0,09	-0,07

Продовж. табл. Б.1

Країна і період валютної кризи	Компонент	Місяці з початку кризи (частини кризи)									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Аргентина (кінець: січень 2002 р. – липень 2002 р.)	E -1	4,05	5,21	3,84	1,54	1,68	1,23	0,58	–	–	–
	R -1	0,58	0,37	0,43	0,36	0,57	0,44	0,32	–	–	–
	I - 1	-0,25	-0,66	-0,46	1,57	0,15	-0,72	-0,05	–	–	–
	0,5 D	4,01	1,61	0,82	-0,21	0,27	-0,09	-0,37	–	–	–
Бразилія (червень 2002 р. – лютий 2003 р.)	E -1	0,73	1,97	0,08	1,57	0,44	0,19	-0,02	-0,13	-0,24	–
	R -1	-0,40	0,34	0,41	0,26	0,61	0,36	0,51	0,34	0,42	–
	I - 1	-1,11	-1,13	-1,23	-1,20	-0,75	-0,36	-0,05	0,18	0,05	–
	0,5 D	0,83	0,82	-0,63	1,02	-0,34	-0,11	-0,14	-0,13	-0,13	–

Примітка. Розраховано автором за даними [12].

Таблиця Б.2

Компоненти індексу I_{ch2} під час валютних криз у Східній Азії

Країна і період валютної кризи	Компонент	Місяці з початку кризи												
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Таїланд (липень 1997 р. – січень 1998 р.)	E -1	1,69	1,32	1,13	1,27	0,61	1,20	1,47	–	–	–	–	–	–
	R -1	-0,05	0,70	0,23	0,01	0,50	0,38	0,35	–	–	–	–	–	–
	I - 1	0,38	-0,44	0,83	-0,31	-0,21	-1,76	-0,14	–	–	–	–	–	–
	0,5 D	2,40	0,30	0,21	0,37	-0,20	0,63	0,48	–	–	–	–	–	–
Малайзія (серпень 1997 р. – січень 1998 р.)	E -1	0,62	1,08	1,26	0,65	0,96	1,52	–	–	–	–	–	–	–
	R -1	-0,22	-0,34	-0,36	-0,40	-0,31	-0,22	–	–	–	–	–	–	–
	I - 1	-1,29	-1,39	-1,17	-1,04	-0,84	-0,71	–	–	–	–	–	–	–
	0,5 D	1,22	0,46	0,44	-0,10	0,45	0,77	–	–	–	–	–	–	–
Індонезія (серпень 1997 р. – серпень 1998 р.)	E -1	1,87	1,42	1,72	0,67	1,82	7,51	1,18	0,47	-0,05	0,78	1,73	0,49	-0,20
	R -1	-1,33	-1,48	-0,85	0,54	0,64	-0,06	0,64	0,18	-0,25	-0,47	-0,52	-0,56	0,15
	I - 1	9,77	0,96	-0,04	-0,08	-0,27	0,38	0,49	-0,28	0,44	-0,08	-0,14	0,33	0,67
	0,5 D	1,58	0,37	0,62	-0,29	1,16	4,65	-0,42	-0,27	-0,30	0,33	0,32	-0,41	-0,40

Примітка. Розраховано автором за даними [12].

Таблиця Б.3

Компоненти індексу I_{ch2} під час валютних криз у Східній Європі

Країна і період валютної кризи	Компонент	Місяці з початку кризи													
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Болгарія (квітень 1996 р. – лютий 1997 р.)	E -1	1,40	6,31	1,92	1,99	1,32	1,20	0,84	1,99	2,51	5,10	5,51	–	–	–
	R -1	-0,07	-0,15	-0,27	0,02	-0,16	-0,18	-0,32	-0,40	-0,50	-0,26	-0,47	–	–	–
	I - 1	-0,46	3,16	2,06	1,08	0,58	2,15	3,08	0,26	0,05	-0,06	0,05	–	–	–
	0,5 D	4,09	-0,04	0,35	-0,05	0,05	-0,16	0,82	0,51	1,80	1,05	4,09	–	–	–
Російська Федерація (травень 1998 р. – грудень 1998 р.)	E -1	-0,73	-0,72	-0,69	3,15	10,53	1,96	1,38	1,38	-0,72	-0,72	-0,69	–	–	–
	R -1	-0,14	-0,37	-0,06	0,97	0,78	0,46	0,58	0,42	-0,14	-0,37	-0,06	–	–	–
	I - 1	1,72	1,58	1,01	-0,15	4,94	0,20	-1,27	-1,57	1,72	1,58	1,01	–	–	–
	0,5 D	-0,08	0,01	0,03	3,05	4,58	-0,14	-0,03	0,08	-0,08	0,01	0,03	–	–	–
Україна (лютий 1998 р. – березень 1999 р.)	E -1	-0,11	-0,28	-0,27	-0,39	-0,47	-0,18	0,39	5,67	1,69	0,76	0,48	0,16	0,07	0,27
	R -1	-0,03	-0,97	-0,27	-0,07	0,49	0,75	1,66	1,08	0,78	0,45	0,49	0,38	0,26	-0,03
	I - 1	-0,03	-0,24	-0,67	-1,07	-0,68	0,32	0,46	3,76	1,86	-0,91	-1,86	-1,73	-0,97	0,34
	0,5 D	0,45	-0,04	0,04	-0,07	-0,05	0,26	0,51	4,48	-0,07	-0,22	-0,11	-0,20	-0,09	0,09

Примітка. Розраховано автором за даними [12].

Таблиця Б.4

Форми прояву валютних криз: Латинська Америка

Форма прояву	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)
Знецінення національної валюти	20.12.1994 розширено на 15 % валютний коридор. З 22.12.1994 плаваючий курс [105]. У 12.1994 курс впав на 54 %, у 03.1995 на 17 % [розраховано за: 12]	З 01.1999 плаваючий режим валютного курсу, курс впав на 64 % [розраховано за: 12]	У 01.2002 на 40 % по деяких операціях, впроваджено плаваючий валютний курс по решті операцій [100, с. 4]. До кінця 06.2002 курс впав ще на 170 % [112]	Протягом 05–09. 2002 курс впав на 65 % (у 07.2002 на 21 % і 09.2002 на 29 %) [розраховано за: 12]
Зменшення золотовалютних резервів [розраховано за: 12]	У 12.1994 вдвічі і ще на 30 % у 01.1995. У 03.1995 на 28 %	У 09.1998 на 33 %. У 12.1998 зростання лише на 8 %. У 01.1999 зменшення на 20 %	У 03.2001 на 14 %, у 07–08.2001 на 32 %, у 10–11.2001 на 27 %, у 05.2002 на 16 %	У 07.2002 на 7 % (+ зростання зовнішніх зобов'язань центрального банку на 7,5 % від золотовалютних резервів)
Зростання процентних ставок (на грошовому ринку)	З 11.1994 по 01.1995 – з 17 % до 26 % і у 03.1995 до 89 % [12]	У 09.1998 р. з 19 % до 34 %, у 02.1999 з 31 % до 39 % [12]	У 03.2001 р. з 6 % до 23 %, у 07.2001 з 8 % до 48 %, у 11.2001 з 20 % до 81 %, у 04.2002 з 37 % до 91 % [12]. У 11.2001 песові процентні ставки овернайт досягли 689 % [100, с. 4]	У 10.2002 – 01.2003 на 7 % [розраховано за: 12]
Отримання міжнародної допомоги	У 02.1995 зобов'язання центрального банку перед МВФ зросли на 74 % валютних резервів [розраховано за: 12]	У 11.1998 МВФ, Світовий банк, Міжамериканський банк розвитку і країни Великої сімки оголосили про готовність надати 41,5 млрд дол. [115]. У 12.1998 іноземні зобов'язання центрального банку зросли на 24 % валютних резервів [розраховано за: 12]	21.08.2001 оголошено про збільшення допомоги МВФ з 14 до 22 млрд дол. [99]. У 09.2001 зобов'язання перед МВФ зросли на 6 млрд дол. [розраховано за: 12]	У 06.2002 кредит від МВФ на 10 млрд дол. У 07.2002 інші зовнішні зобов'язання центрального банку зросли на 3 млрд дол. [розраховано за: 12]. 6 вересня ухвалено Виконавчою радою МВФ надання позики стенд-бай у 30,4 млрд дол. [276]
Валютні обмеження	–	–	У 21.12.2001 призупинені біржові валютні операції [277]	–

Таблиця Б.5

Форми прояву валютних криз: Східна Азія

Форма прояву	Таїланд (1998-99)	Малайзія (1998-99)	Індонезія (1998-99)
Знецінення національної валюти	З 2.07.1997 курс стає плаваючим [97]. У 07.1997 курс впав на 24 % і ще на 71 % до кінця 01.1998 [розраховано за: 12]	У 07.1997 – 01.1998 курс впав на 81 % (у 08.1997 на 13 % і 12.1997 – 01.1998 на 30 %) [розраховано за: 12]	У 07.1997 прискорення знецінення. 14.08.1997 відміна прив'язки рупії [95]. У 08.1997 курс впав на 17 %, у 12.1997 – 01.1998 на 184 %, у 05–06.1998 вдвічі [розраховано за: 12]
Зменшення золотовалютних резервів	У 05.1997 на 11 % [розраховано за: 12]. Атаки на бат 14 – 15.05.1997 р. змусили продавати долари Банком Таїланду на форвардних ринках Сінгапура і Гонконга (у 08.1997 зобов'язання по форвардних операціях майже дорівнювали валютним резервам [140]). У 07–08.1997 на 20 %, у 11.1997 на 17 % [розраховано за: 12]	У 07.1997 р. на 18 % [розраховано за: 12]	У 10.1997 на 9 % [96]. У 11.1997 не зросли, незважаючи на зростання зовнішніх зобов'язань центрального банку [12]
Зростання процентних ставок (на грошовому ринку)	У 09.1997 з 15 % до 24 %, у 01.1998 з 8,5 % до 21,5 %. Облікова ставка – у 07.1997 з 10,5 % до 12,5 % [12]	У середині 05.1997 атака на рінггіт, але декілька днів високих процентних ставок її відбили [141, с. 68]. У 07.1997 з 7 % до 11 % [12]	У 08.1997 з 16 % до 65 %, у 01.1998 з 41 % до 57 % і у 04.1998 з 52 % до 71 %. Облікова ставка – у 09.1997 з 14 % до 22 %, у 03.1998 – з 22 % до 45 %, а у 08.1998 до 70 % [12]
Отримання міжнародної допомоги	19.08.1997 Таїланд оголосив про прийняття 17,2 млрд дол. від МВФ і Світового банку [97]. У 08.1997 збільшились зобов'язання по кредитах і позиках перед МВФ на 1,6 млрд дол. (або 5 % валютних резервів). У 12.1997 зовнішні зобов'язання центрального банку зросли на 7 % валютних резервів [розраховано за: 12]	Зовнішні зобов'язання центрального банку протягом всієї кризи залишались майже відсутніми (у тому числі перед МВФ) [12]	31.10.1997 МВФ відкрив пакет допомоги у 23 млрд дол. і у 11.1997 ухвалив кредит стенд-бай на 10 млрд дол. [95]. У 11.1997 зовнішні зобов'язання центрального банку зросли на 24 % валютних резервів (у тому числі перед МВФ на 3 млрд дол.) [розраховано за: 12]. У середині 01.1998 досягнута нова угода з МВФ, але через складності з виконанням умов МВФ декілька разів погрожував відкласти або припинити допомогу [95, с. 92]

Продовж. табл. Б.5

Форма прояву	Таїланд (1998-99)	Малайзія (1998-99)	Індонезія (1998-99)
Валютні обмеження	У 05.1997 введені обмеження на рух капіталу [98]. У середині 05.1997 оголошено про відокремлення оншорного і офшорного валютного ринку [217, с. 5]	У 08.1997 впроваджено обмеження у 2 млн дол. на банківські некомерційні операції своп з іноземними клієнтами. Нові обмеження у 09.1997 [278]	З 29.08.1997 введені обмеження на торгівлю нерезидентами по форвардних валютних контрактах до 5 млн дол. на одного клієнта [95]

Таблиця Б.6

Форми прояву валютних криз: Східна Європа

Форма прояву	Болгарія (1996-97)	Російська Федерація (1998)	Україна (1998-99)
Знецінення національної валюти	19.04.1996 курс впав на 2 %, у наступні 11 днів ще на 22 % [94, с. 7]. Курс продовжив падіння (у 05.1996 на 67 %) [розраховано за: 12]. Спроба стабілізації провалилась після відмови надання чергового траншу МВФ через невиконання урядом домовленостей [94, с. 7]. Курс впав у 8,5 раза до мінімуму у 02.1997 [розраховано за: 12]	17.08.1998 розширено і зміщено вверх межі валютного коридору [101, с. 32]. З 02.09.1998 плаваючий курс [117, с. 37]. У 08–12.1998 курс впав у 3,3 раза (у 09.1998 у 2 рази) [розраховано за: 12]	На початку російської кризи Національний банк єдиний продавець валюти на міжбанківському ринку. 28.08.1998 курс досягнув верхньої межі валютного коридору. 5.09.1998 валютний коридор змінено на 2,5–3,5 грн./дол. (замість 1,8–2,25 грн./ дол. який мав діяти до кінця року) [118, с. 58, 60]. У 09.1998 курс впав у півтора раза, у 03.1999 р. на 10 % [розраховано за: 12]
Зменшення золотовалютних резервів	У 01–03.1996 на 39 %, у 07.1996 р. на 11 % [розраховано за: 12]	У 04–05.1998 р. на 13 %, у 08.1998 на 32 %, у 11.1998 на 8 % [розраховано за: 12]	У 07–08.1998 р. на 31% (+ збільшення зовнішніх зобов'язань Національного банку на 24 %), до кінця 02.1999 р. ще на 54 % [розраховано за: 12]
Зростання процентних ставок [12]	На грошовому ринку з 04 по 05.1996 р. з 55 % до 98 %, з 08 по 10.1996 з 111 % до 273 %	На грошовому ринку у 05.1998 з 30 % до 48 %, у 09.1998 з 45 % до 140 %. Ставка рефінансування у	На грошовому ринку у 07.1998 з 27 % до 38 %, у 09.1998 з 42 % до 81 %, у 03.1999 р. – з 40 % до 74 %. Облікова ставка у 07.1998 з 51 % до 82 %

		05.1998 з 30 % до 150 %	

Продовж. табл. Б.6

Форма прояву	Болгарія (1996-97)	Російська Федерація (1998)	Україна (1998-99)
Отримання міжнародної допомоги	У 07.1996 зовнішні зобов'язання центрального банку зросли на 15 % (зокрема, перед МВФ з 392 до 463 млн СДР) [розраховано за: 12]. У 03.1997 угода уряду з МВФ: впровадження валютної ради і підтримка з боку МВФ, після чого вирости курс лева і валютні резерви [94, с. 18]	У 07.1998 МВФ надав позику Російській Федерації на 11,2 млрд дол. Але перший транш у 4,8 млрд дол. майже вичерпаний протягом 3 тижнів для захисту курсу рубля [170, с. 6]	Виконавча рада МВФ ухвалила виділення кредиту у 2,2 млрд дол. і надані перші транші у 336 млн дол., у 11.1998 МВФ зупинив фінансування до прийняття державного бюджету [118, с. 60]
Валютні обмеження	—	З 08.1998 р. 90-денний мораторій по виплатах зовнішніх зобов'язань приватного сектора [101, с. 32]. Обмеження на доступ до іноземної валюти для резидентів і нерезидентів. Їм заборонено інвестувати у рубльові активи строком до року [117, с. 36]. У кінці 08.1998 припинено торгівлю рублем на головних біржах [101, с. 32]	Заборонено торгівлю твердою валютою на міжбанківському ринку і сконцентровано її на УМВБ, заборонено банкам мати відкриту позиції у вільноконвертованій валюті та укласти форвардні контракти в іноземній валюті. В обмінних пунктах відхилення від офіційного курсу не більше ніж на 5 %. Банки мали продавати 75 % (через декілька днів 50 %) надходжень від експорту своїх клієнтів-резидентів [118, с. 58, 60]. Резидентам заборонено робити авансові платежі по імпортним контрактам [118, с. 58, 60]. Були прийняті жорсткіші правила щодо придбання іноземної валюти, обмеження попиту на долари для неторгових операцій [279, с. 58]

Таблиця Б.7

Дефіцит поточного балансу перед і під час валютної кризи

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Кумулятивний дефіцит поточного рахунку / ВВП, з часу виникнення, %	31 (1994 р.)	14 (1998 р.)	33 (2001 р.)	27 (2001 р.)	56 (1996 р.)	39 (1996 р.)	45 (1996 р., з 1981 р.)	—	—	10 (1997 р., з 1994 р.)
Кумулятивний дефіцит торгового балансу / ВВП, з часу виникнення, %	18 (1994 р.)	7 (1998 р.)	15 (2000 р.)	13 (2001 р.)	44 (1996 р.)	5,6 - 7,9 (1996 р.)	1,9 (1996 р.)	—	—	12 (1997 р.)
Внесок дефіциту торгового балансу у дефіцит поточного рахунку, %	69 (1994 р.)	60 (1998 р.)	< 0 (1994 р.) 20 (2000 р.)	22 (2001 р.)	78 (1996 р.)	< 0 (1996 р.) 40 (1995 р.)	32 (1996 р.)	—	—	> 100 (1997 р.)
Дефіцит балансу доходів / ВВП, %	3,2 (1990 р.)	1,7 (1994 р.)	1,1 (1992 р.)	3 (2000 р.)	1,1 (1993 р.)	4,8 (1993 р.)	3,2 (1993 р.)	2 (1994 р.)	0,6 (1994 р.)	0,7 (1994 р.)
	2,7 (1993 р.)	2,5 (1998 р.)	3 (2001 р.)	3,9 (2001 р.)	1,9 (1996 р.)	4,7 (1996 р.)	2,6 (1996 р.)	3,3 (1995 р.)	2 (1997 р.)	1,3 (1997 р.)
Внесок дефіциту балансу доходів у дефіцит поточного рахунку, %	47 (1993 р.)	58 (1998 р.)	>100 (2001р.) 83 (2000 р.)	85 (2001 р.)	23 (1996 р.)	> 100 (1996 р.) 48 (1995 р.)	78 (1996 р.)	>100 (1995 р.)	—	48 (1997 р.)
Процентні платежі закордон / ВВП, %	4,2 (1989 р.)	1,5 (1993 р.)	1,5 (1992 р.)	2,8 (2000 р.)	1,7 (1993 р.)	1,8 (1993 р.)	2,9 (1993 р.)	5,5 (1994 р.)	1,5 (1994 р.)	0,8 (1994 р.)
	2,7 (1993 р.)	1,9 (1998 р.)	4,5 (2001 р.)	3,5 (2001 р.)	3,3 (1996 р.)	2,4 (1996 р.)	3,1 (1996 р.)	4,6 (1995 р.)	2,6 (1997 р.)	1,6 (1997 р.)

Примітка. Розраховано автором за даними [89; 104; 110; 166].

Таблиця Б.8

Відплив капіталу перед і під час валютної кризи

Показник	Мексика (II кв. 1994 р. – I кв. 1995 р.)	Бразилія (III кв. 1998 р. – I кв. 1999 р.)	Аргентина (III кв. 2001 р. – II кв. 2002 р.)	Бразилія (II кв. 2002 р. – I кв. 2003 р.)	Таїланд (II кв. 1997 р. – I кв. 1998 р.)	Малайзія (1997 р.)	Індонезія (III кв. 1997 р. – III кв. 1998 р.)	Болгарія (III кв. 1995 р. – I кв. 1997 р.)	РФ (III кв. 1997 р. – IV кв. 1998 р.)	Україна (III кв. 1997 р. – I кв. 1999 р.)
Сальдо фінансового рахунку / ВВП, %	-6 (IV кв. 1994 р. – I кв. 1995 р.)	-3,6	-10	-3,6 (III кв. 2002 р. – I кв. 2003 р.)	-14	-3,5 (1998 р.)	-13 (IV кв. 1997 р. – III кв. 1998 р.)	-6	-10 (III– IV кв. 1998 р.)	-6 (II– IV кв. 1998 р.)
Сальдо фінансового рахунку (зміна) / загальний платіжний баланс, %	16 (137)	46 (129)	74 (163)	68 (208)	99 (181)	-57 (188)	94 (173)	123 (303)	44 (2)	16 (54)
Прямі інвестиції (зміна) / загальний платіжний баланс, %	-33 (-11)	-56 (-20)	-28 (56)	-90 (69)	-24 (-16)	-133 (-1,5)	-5 (37)	≈ -4	-10 (6)	-25 (-7)
Портфельні інвестиції (зміна) / загальний платіжний баланс, %	27 (128)	24 (60)	60 (64)	53 (53)	-24 (-12)	≈ 6 (-0,5)	40 (70)	16 (≈ 5)	-29 (26)	11 (≈31)
Інші інвестиції: активи (зміна) / загальний платіжний баланс, %	11 (-2)	16 (23)	26 (29)	26 (-26)	7 (23)	119 (225)	–	66 (214)	98 (3)	63 (40)
Інші інвестиції: зобов'язання (зміна) / загальний платіжний баланс, %	11 (23)	63 (66)	22 (24)	79 (79)	140 (186)	≈ -49 (-36)	59 (68)	65 (69)	-16 (-26)	-33 (-9)
Помилки і упушення (зміна) / загальний платіжний баланс, %	2 (-19)	-3 (-14)	14 (15)	0,5 (-11)	17 (3)	3,5 (-61)	17 (13)	15 (47)	48 (14)	42 (38)

Примітка. Розраховано автором за даними [розраховано за: 12; 89]. Зміна показника означає відносно попереднього періоду аналогічної тривалості (якщо він включає період попередньої валютної кризи, то відносно меншого попереднього періоду з поправкою значень на тривалість періоду).

Таблиця Б.9

Банківські кризи перед і під час валютної кризи

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Проблемні кредити, %	2 (1990 р.) 8,3 (І кв. 1994 р.) [90, с. 22] 17 (12.1995) [розрахо- вано за: 104]	5 (1994 р.) 15 (1997 р.) [92]	6 (1996 р.) 8,7 (2000 р.) [169, с. 29]	–	7,7 (1995 р.) 13 (1996 р.) [157]	30 (1987 р.) 4 (1996 р.) [188]	14 (1994 р.) [281] 13 (1996 р.) 50-70 (межа 1997- 98 рр.) [95]	24-30 (1995 р.) [розра- ховано за: 280]	16,4 (07.1998) [114]	50-65 (1997 р.) [281]
Зменшення депозитів у банках, %	1 (06.1994)	1,1 (09.1998)	4,6 (03.2001) 9,7 (07– 08.2001) 10 (10– 12 2001) 13,2 (02– 04.2002)	мініма- льне	значний перероз- поділ депозитів між банками (01– 10.1997), 40 % у 10 фінансових компаній (03.1997) [97]; у цілому по банках мінімальне	1,5 (01.1998)	3,9 (11.1997) 4,7 (02.1998) 3 (08.1998)	початок 1996 р. [281] 11 (03.1997)	у руб. 2 (11.1997) 4,3 (01.1998) у руб. 3,8 (07.1998) у руб. 9,5 + у валюті 7,3 (08.1998) 10,9 (09– 10.1998)	5,2 (10.1997) у грн. 6,6 (01.1998 р.) у грн. 2,8 (04.1998 р.) у грн. 2,3 (08.1998) 6,3 (09.1998)

Продовж. табл. Б.9

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Зростання кредитування банків з боку центрального банку / ВВП, %	0,7 (07.1994) 1,8 (12.1994) 1 (05.1994)	0,9 (04.1997) 0,8 (10.1997)	0,8 (12.2001) 0,7 (01.2002) 5,2 (03–07.2002)	1 (04.2001) 1,6 (09.2001)	0,7 (07.1996 р.) 5,6 (07–12.1997) 1 (01.1998); фінансових компаній та інвестиційних банків: 2,7 (02–03.1997) 5,8 (05–07.1997)	депозитних грошових банків: 6,3 (05–08.1997) 3,2 (01.1998); інших банків: 1 (07.1997) 3 (11–12.1998)	1,5 (08–09.1997) 1,3 (11.1997) 5,9 (01–02.1998) 5,4 (04–06.1998) 1,5 (08.1998)	0,8 (03.1995) 0,7 (12.1995) 1,2 (05.1996) 1,9 (01–02.1997)	0,6 (08.1998) 1,9 (11–12.1998)	0,4 (09.1998)
Інші інвестиції: зобов'язання банків (зміна), % ВВП	-1,2 (III кв. 1994 р.) -3,3 (I пол. 1995 р.)	-1,1 (II кв. 1997 р.) -3,6 (III кв. 1998 р.)	-3,5 (III кв. 2001 р. – I кв. 2002 р.)	-0,7 (III кв. 2001 р.)	-3,7 (III кв. 1996р.) (-9,4) (II кв. 1997 р.) -7,8 (III кв. 1997 р. – I кв. 1998 р.)	–	-3 (IV кв. 1997 р. – III кв. 1998 р.)	-6,4 (II кв. 1996 р.)	(-0,7) (IV кв. 1997 р.) (-2,5) (I кв. 1998 р.) -5,6 (III–IV кв. 1998 р.)	(-1,5) (III кв. 1998 р.)
Інші інвестиції: зобов'язання банків (зміна) / загальний платіжний баланс, %	6 (16) (II кв. 1994 р. – I кв. 1995 р.)	35 (49) (III кв. 1998 р. – I кв. 1999 р.)	17 (9) (III кв. 2000 р. – II кв. 2002 р.)	39 (27) (II кв. 2002р. – I кв. 2003 р.)	43 (70) (II кв. 1997 р. – I кв. 1998 р.)	–	13 (12) (III кв. 1997 р. – III кв. 1998 р.)	32 (15) (III кв. 1995 р. – I кв. 1997 р.)	1,4 (23) (III кв. 1997 р. – IV кв. 1998 р.)	5 (18) (III кв. 1997 р. – I кв. 1999 р.)

Примітка. Джерело: якщо не вказано інакше, розраховано автором за даними [12].

Таблиця Б.10

Кризи державних фінансів перед і під час валютної кризи

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Баланс державного бюджету / поточний рахунок, %	0 (1994 р.)	180 (1998 р.)	190 (2001 р.)	33 (2001 р.) [розраховано за: 89; 102]	-28 (1996 р.)	-45 (1996 р.)	-35 (1996 р.)	≈ 130 (IV кв. 1995 р. – I кв. 1996 р.)	≈ 270 (II кв. 1997 р. – II кв. 1998 р.)	≈ 240 (1997 р.) [розраховано за 89; 103]
Державний борг / ВВП, %	38 (1991 р.) 25 (1993 р.) 35 (1994 р.) [89]	28,5 (1994р.) 38,5 (1997 р.) [282] 42 (1997 р.) 55 (1998 р.) [110]	38 (1998 р.) 45 (2000 р.) 54 (2001 р.) [розраховано за: 112]	59 (1999 р.) 71 (2001 р.) 71 (2002 р.) [110]	18,4 (1990 р.) 3,7 (1996 р.) 4,6 (1997 р.) [89]	79 (1990 р.) 35 (1996 р.) 32 (1997 р.)	42 (1990 р.) 24 (1996 р.) 72 (1997 р.) [89]	52 (1994 р.) 39 (1995 р.) 60 (1996 р.)	65 (1995 р.) 80 (07.1998) [198] 51 (1995 р.) 53 (1997 р.) 138 (1998 р.)	25 (1996 р.) 30 (1997 р.) 52 (1998 р.) [222, с. 365]
Різка зростання процентної ставки або дохідності по казначейських векселях, %	5 (04.1994) 19 (01.1995) 28 (03.1995)	4 (11.1997) 5 (09.1998) 6 (01.1999)	07.2001, 11.2001 – 01.2002, 03.2002, 05– 07.2002 [112]	5 (11.2001) 5 (03.2002)	відсутнє [12]	1 (11.1997)	відсутнє [12]	35 (05.1996) 100 (09– 12.1996)	11 (12.1997) 19 (05.1998)	23 (11– 12.1997) 22 (06.1998) [283, с. 14]
Портфельні інвестиції: зобов'язання, боргові цінні папери (зміна), % ВВП	(-3,8) (II кв. 1994 р.) (-10,5) (I кв. 1995 р.)	-1,3 (IV кв. 1997 р.) (-1,8) (III кв. 1998 р.) -5,5 (I кв. 1999 р.)	-5 (III кв. 2001 р. – III кв. 2002 р.)	-2,8 (IV кв. 2001 р.)	–	–	–	-4 (III кв. 1996 р.)	-0,7 (IV кв. 1997 р.) під час дефолту: 1,4 (-7,1) (III кв. 1998 р.)	-3,8 (II кв. 1998 р.) під час дефолту: -6,7 (III кв. 1998 р.)

Продовж. табл. Б.10

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Портфельні інвестиції: зобов'язання, боргові цінні папери (зміна) / загальний платіжний баланс, %	29 (90) (II кв. 1994 р. – I кв. 1995 р.)	0,4 (25) (III кв. 1998 р. – I кв. 1999 р.)	45 (83) (III кв. 2000 р. – II кв. 2002 р.)	58 (41) (II кв. 2002р. – I кв. 2003 р.)	-4 (-3) (II кв. 1997 р. – I кв. 1998 р.)	6 (-0,5) (1997 р.)	-4 (-3) (II кв. 1997 р. – I кв. 1998 р.)	16 (5) (III кв. 1995 р. – I кв. 1997 р.)	-27 (21) (III кв. 1997 р. – IV кв. 1998 р.)	20 (38) (III кв. 1997 р. – I кв. 1999 р.)

Примітка. Джерело: якщо не вказано інакше, розраховано автором за даними [12; 89].

Таблиця Б.11

Біржові кризи перед і під час валютної кризи

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Падіння цін на акції, %	18 (02– 04.1994) 9 (06.1998) 44 (10.1994 – 02.1995)	30 (08– 10.1997) 16 (05.1998) 40 (08.1998) 21 (12.1998)	24 (04– 05.2000) 21 (08– 12.2000) 12 (02– 04.2001) 51 (07– 11.2001) 23 (05– 06.2002)	18 (02– 03.2001) 27 (07– 09.2001) 24 (06– 07.2002)	35 (1996 р.) [136] 64 (13.02.1997) 25 (04–06.1997) 25 (08.1997) 32 (10–12.1997) [розраховано за: 12; 132]. 12.01.1998 падіння у Гонконгу – курс бата впав на 4,2 % [217, с. 14]	14 (03– 05.1997 р.) 22 (07– 08.1997) 34 (10– 11.1997) [ро- зраховано за: 188]	13 (06– 07.1996) 6 (03–04.1997) 32 (08.1997) 26 (10– 11.1997) 22 (04– 05.1998) 29 (08.1998) [розраховано за: 284]	33 (10– 11.1997) 26 (01.1998) 53 (05– 06.1998) 36 (08.1998) [розраховано за: 285]	12 (11.1997) 22 (01– 02.1998 р.) 44 (04– 06.1998) 38 (08.1998) 18 (10.1998) 18 (02.1999) [розраховано за: 286]

Продовж табл. Б.11

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Портфельні ін- вестиції: зо- бов'язання, ак- ції (зміна), % ВВП	(-1,9) (I пол. 1994 р.) -0,4 (IV кв. 1994 р.)	(-0,6) (III кв. 1997 р.) -1,4 (IV кв. 1997 р.) (-0,7) (II кв. 1998 р.) -2,5 (III–IV кв. 1998 р.)	-4,9 (III кв. 2000 р.)	(-0,3) (III кв. 2001 р.) (-0,4) (II кв. 2002 р.) -0,7 (III кв. 2002 р.)	(-0,6) (1996 р.) (-4,6) (IV кв. 1997 р.)	≈ -7,8 (1997 р.) [188]	(-1,1) (I кв. 1997 р.) (-0,7) (III кв. 1997 р.) -10,2 (IV кв. 1997 р.) -3,3 (II кв. 1998 р.)	-0,2 (IV кв. 1997 р.)	незначний вплив
Портфельні ін- вестиції: зо- бов'язання, ак- ції (зміна) / за- гальний платі- жний баланс, %	-3 (41) (II кв. 1994 р. – I кв. 1995 р.)	21 (33) (III кв. 1998 р. – I кв. 1999 р.)	10 (-22) (III кв. 2000 р. – II кв. 2002 р.)	-7 (16) (II кв. 2002р. – I кв. 2003 р.)	-20 (-15) (II кв. 1997 р. – I кв. 1998 р.)	≈ 123 (165) (1997 р.) [розраховано за: 12, 188]	62 (73) (III кв. 1997 р. – III кв. 1998 р.)	-4 (5) (III кв. 1997 р. – IV кв. 1998 р.)	-9 (-7) (III кв. 1997 р. – I 1999 р.)

Примітка. Джерело: якщо не вказано інакше, розраховано автором за даними [12].

Таблиця Б.12

Реальна переоцінка національної валюти: Латинська Америка

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)
Реальна переоцінка національної валюти у науковій літературі, %	60 (у пік переоцінки, з 03.1988) [106] 20-25 (початок 1994 р.) [213] 15-21 (11.1994 порівняно з 1991 р.) [105, с. 14]	31 (1994-98 рр.) [287, с. 12] 19,1 (1997 р.) [146, с. 8] 14 [160, с. 60]	50 (к 2000 р.) [169, с. 8] 32,3 (2000 р.) [288, с. 284]. Переоцінка згідно з одними оцінками, згідно з іншими ні [202, с. 6].	–
Зростання реального ефективного курсу з часу виникнення дефіциту торгового балансу, %	46 (кінець 1993 р.) 29 (листопад 1994 р.) [розраховано за: 104]	34–38 (кінець 1994 р.) 28–46 (кінець 1997 р.) 21–33 (кінець 1998 р.) [розраховано за: 110]	24–29 (кінець 2000 р.) [розраховано за: 166; 289, с. 18]	-16–6,5 (2001 р.) [розраховано за: 110]
Реальна переоцінка національної валюти за коефіцієнтом ПКС, %	14 (1994 р.) [розраховано за: 89]	30 (1998 р.) [розраховано за: 89]	відсутня (1999-2001 р.) [розраховано за: 89]	-28 (2001 р.) [розраховано за: 89]
Причини зростання реального ефективного курсу: валютний курс	Валютний курс – якірний показник для макроекономічної стабілізації [106]. 02–12.1988: фіксований валютний курс. 01.1989 р. – 11.1991 р.: повзуча прив'язка. З 11.1991 р.: валютний коридор з повзучою стелею [164, с. 7]	З 07.1994 р. прив'язка реалу до долара [212, с. 1]. З 1995 р.: повзуча прив'язка [108, с. 25]	З 1991 р. прив'язка песо до долара у режимі валютної ради [99]	
Причини зростання реального ефективного курсу: інфляція, %	160 (1987 р.) 12 (1992 р.) 8,3 (1993 р.) [105, с. 9]	992 (1994 р.) 7,2 (1997 р.) 1,7 (1998 р.) [111]	84 (1991 р.) 17,6 (1992 р.) < 1 (1996-98 рр.) < 0 (1999–2000 р.) [289, с. 18] З 1992 р. кумулятивна інфляція менше, ніж у США [100, с. 3, 6]	

Таблиця Б.13

Реальна переоцінка національної валюти: Східна Азія

Показник	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)
Реальна переоцінка національної валюти у науковій літературі, %	5,6 (1990-96 pp.) [26, с. 87] 22 (1990-96 pp.) [131]	більше 5; 20–25 [133, с. 63] 23 (1990-96 pp.) [131]	7,9 (з 1990 по 1996 р.) [26, с. 87] -21; 4; 22; 13–27 [290, с. 6] 23 (з 1990 по 1996 р.) [131] <8 [291]
Зростання реального ефективного курсу з часу виникнення дефіциту торгового балансу, %	незначна зміна (1991-94 pp.) 8 (за 1995-96 pp.) [розраховано за: 132], але основне зростання дефіциту торгового балансу до 1991 р.	-8,3 (з 1992 по 1995 р.) [розраховано за: 166] -2,6 (з 1992 по 1995 р.) 11 (з 1996 р. по II кв. 1997 р.) [розраховано за: 12]	5 (1996 р.) [166]
Реальна переоцінка національної валюти за коефіцієнтом ПКС, %	-12 (1996 р.) [розраховано за: 89]	6 (1996 р.) [розраховано за: 89]	-16 (1996 р.) [розраховано за: 89]
Причини зростання реального ефективного курсу: валютний курс [розраховано за: 12]	Знецінення бата на 3 % (1988 р. – середина 1997 р.)	Подорожчання рінггіта (1993-95 pp.)	Знецінення рупії на 8,3 % (1995-96 р.)
Причини зростання реального ефективного курсу: інфляція, %	Кумулятивна: 37–58 (1988 р. – середина 1997 р.) [розраховано за: 12], середня: 5,1 (1990-96 pp.) [157]	Кумулятивна: 10,7–12,4 (1993-95 pp.) [розраховано за: 188]	Кумулятивна: 15,6–18,1 (1995-96 pp.) [розраховано за: 12]

Таблиця Б.14

Реальна переоцінка національної валюти: Східна Європа

Показник	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Реальна переоцінка національної валюти у науковій літературі, %	–	більше 100 [292] 20 (1997 р.) [293] 20, 100 (1996 р.) [294]	-47 (1997 р.) [розраховано за: 12; 295] 9 (08.1997) [296]
Зростання реального ефективного курсу з часу виникнення дефіциту торгового балансу, % [розраховано за: 12]	4 (кінець 1995 р.)	2 (II кв. 1998 р.)	21 (кінець 1997 р.)
Реальна переоцінка національної валюти за коефіцієнтом ПКС, % [розраховано за: 89]	-55 (1994 р.)	-4 (1997 р.)	-47 (1997 р.)
Причини зростання реального ефективного курсу: валютний курс	Знецінення лева 7 % (1995 р.) [94, с. 7]	З 07.1995 межі валютного коридору 4300-4900 руб./дол. У 11.1997 оголошено валютний режим на 1998-2000 рр. з центральним паритетом 6,1 руб./дол. і межами коливань +/-15 %. Межі щоденного коридору інтервенцій коливались на рівні 0,3–0,7 % до 08.1998 р. [117, с. 32].	З середини 1997 р. вузький коридор, який декілька разів переглядався. Проте всі коридори, крім першого, були порушені до оголошеного періоду закінчення їх дії [118, с. 58], знецінення гривні 2 % (з II кв. 1996 р. по IV кв. 1997 р.) [розраховано за: 12]
Причини зростання реального ефективного курсу: інфляція, %	122 (1994 р.) 33 (1995 р.) [280]	Місячна: 8,9 (03.1995) 0,1 (07.1998); кумулятивна 130 [12]	10–22 (з II кв. 1996 р. по IV кв. 1997 р.) [розраховано за: 12]

Таблиця Б.15

Приплив капіталу і його регулювання: Латинська Америка

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)
Сальдо фінансово-го рахунку / ВВП, %	8,4 (1993 р.) [розраховано за: 12; 89]	4,4 (1996 рр.) 3,1 (1997 р.) [розраховано за: 12; 110]	4,7 (1992-2000 рр.) [розраховано за: 12; 254]	4,5 (2000-01 рр.) [розраховано за: 12; 110]
Сальдо фінансово-го рахунку / М2, %	24 (1990-94 рр.) [151]	18 (1996 р.) [розраховано за: 12; 110]	22 (1990-98 рр.) [151]	19 (2000 р.) [розраховано за: 12; 110]
Кумулятивне сальдо фінансового рахунку, млрд дол.	95 (1989-1993 рр.) [розраховано за: 12]	96 (1994-97 р.) [розраховано за: 12]	114 (1992-2000 рр.) [розраховано за: 12]	58 (1999-2001 рр.) [розраховано за: 12]
Регулювання руху капіталу, бали (менший бал – більше обмежень)	5 (1990 р.) 6,4 (1995 р.) [178]. Лібералізація і дерегуляція руху капіталу і ряду галузей [106]. З метою вступу до ОЕСР майже повністю відмінені обмеження на рух капіталу у 1989 р. [90, с. 10]. З кінця 1990 р. іноземцям дозволено купувати короткострокові боргові інструменти, деноміновані у песо [105, с. 9]	0 (1990 р.) 3,6 (1995 р.) 0 (1997 р.) [178]. У 10.1994 введено оподаткування купівля акцій іноземцями і трансакцій з іноземним кредитом для обмеження припливу гарячих грошей, відмінено у 1996 р. [287, с. 11]. Після Азійської валютної кризи введення податку на іноземні інвестиції у короткострокові облігації (до 7%) і приватизаційні фонди (5%), заборона іноземцям придбавати приватизаційні цінні папери на пільгових умовах, збільшення мінімального строку, на який великі підприємства можуть отримувати зовнішні позики з 2 до 3 років, заборона банкам витрачати кошти від іноземних позик на купівлю державних цінних паперів [150, с. 85]	0 (1990 р.) 9,8 (1996 р.) 6,6 (2000 р.) [178]. Іноземні інвестиції прирівняні у правах до національних, скасовані обмеження на проведення операцій з капіталом [99]. Закон про репатріацію аргентинських капіталів надавав їм податкову амністію, що сприяло поверненню у 1992-93 рр. 7 млрд дол. капіталу, що втік раніше [134, с. 28]. У 1997 р. 7-ме місце серед 119 досліджених держав за ступенем економічної свободи [206]	4,2 (2000 р.) 4,2 (2001 р.) [178]

Приплив капіталу і його регулювання: Східна Азія

Показник	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)
Сальдо фінансового рахунку / ВВП, %	13 (1995 р.) 9 (1987-96 рр.)	16,2 (1993 р.) 1,7 (1994 р.) 9 (1995-96 рр.)	4,9 (1995-96 рр.)
Сальдо фінансового рахунку / M2, %	13 (1987-96 рр.)	20 (1992-93 р.) 11 (1989-96 рр.)	10 (1987-96 рр.)
Кумулятивне сальдо фінансового рахунку, млрд дол.	106 (1987-96 рр.)	47 (1989-96 рр.)	78 (1981-96 рр.)
Регулювання руху капіталу, бали (менший бал – більше обмежень)	2 (1990 р.) 4,8 (1996 р.) [178]. З метою встановлення Бангкоку як регіонального фінансового центру були послаблені обмеження на рух капіталу [157]. У 1993 р. створена офшорна банківська сфера (Bangkok International Banking Facilities – BIBF) для залучення іноземного капіталу за допомогою податкових стимулів. Очікувалось, що більшість операцій будуть проводитись транзитно – зовнішній капітал буде проходити у інші країни регіону. Але насправді більшість пішла у сам Таїланд [157]. Комерційним банкам було дозволено мати чисті іноземні активи до 25 % капітальних фондів, а максимальна частка чистих іноземних зобов'язань збільшена до 20 % [140].	5 (1990 р.) 6,2 (1995 р.) [178]. До валютної кризи режим регулювання руху капіталу був ліберальним. Рінггіт був зовнішньо конвертованим. Виникли офшорні ринки для рінггіта переважно у Сінгапурі [141, с. 60]	0 (1990 р.) 3,8 (1995 р.) [178]. Лібералізація потоків капіталу розпочалась з поступового стимулювання прямих іноземних інвестицій у визначені сектори. Були спрощені процедури інвестування, розширені межі дозволених сфер для інвестування [95, с. 80-81]. У 1988 р. лібералізовані операції своп на валютному ринку і відкритий ринок цінних паперів для іноземців [95, с. 80-81]. У 1989 і 1996 рр. лібералізовані портфельні інвестиції шляхом скасування обмеження на запозичення банками від нерезидентів (у листопаді 1991 р. центральний банк ввів їх знову [177]).

Продовж. табл. Б.16

Показник	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)
Регулювання руху капіталу (продовження)	У 1994 р. посилились обмеження на чисту валютну експозицію банків і фінансових компаній. У 1995 р. мінімальний розмір іноземної позики у межах BIBF збільшений до 2 млн дол. для відсіювання дрібних позичальників. Впроваджений податок на проценти по іноземних позиках. Банки і фінансові компанії мали тримати безпроцентні депозити у центральному банку на рівні 7 % короткострокових депозитів нерезидентів та іноземних короткострокових позик. У 1995 і 1996 рр. Банк Таїланду також встановив максимальні цільові орієнтири для зростання кредитування і відношення позик до депозитів. Але ці заходи не зменшили припливу капіталу, хоча зробили позики у межах BIBF дорожчими. Великі компанії все більше віддавали перевагу прямим закордонним позикам [157]	–	Іноземцям дозволені інвестиції в акції до 49 % акціонерного капіталу. Центральний банк відступив від свого обов'язкового посередництва на валютному ринку [95, с. 81]

Примітка. Джерело: якщо не вказано інакше, розраховано автором за даними [12; 89].

Таблиця Б.17

Приплив капіталу і його регулювання: Східна Європа

Показник	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Сальдо фінансового рахунку / ВВП, % [розраховано за: 12; 89]	9 (IV кв. 1994 р. – II кв. 1995 р.)	2 (II кв. 1997 р. – II кв. 1998 р.)	1,3 (1996-97 рр.)
Сальдо фінансового рахунку / М2, % [розраховано за: 12]	12 (IV кв. 1994 р. – II кв. 1995 р.)	12 (II кв. 1997 р. – II кв. 1998 р.)	16 (1996-97 рр.)
Кумулятивне сальдо фінансового рахунку, млрд дол. [розраховано за: 12]	0,4 (IV кв. 1994 р. – IV кв. 1995 р.)	11 (II кв. 1997 р. – II кв. 1998 р.)	2,3 (IV кв. 1995 р. – I кв. 1998 р.)
Регулювання руху капіталу, бали (менший бал – більше обмежень)	0 (1990 р.) 5 (1995 р.) [178]	0 (1990 р.) 3,5 (1995 р.) 2 (1997 р.) [178]. У кінці 1996 р. пом'якшені обмеження на володіння цінними паперами іноземцями [117, с. 34].	0 (1990 р.) 3,4 (1995 р.) 2 (1997 р.) [178]

Таблиця Б.18

Зовнішні зобов'язання і активи

Країна (роки валютної кризи)	Зовнішній борг / ВВП, %	Зменшення золотовалютних резервів до валютної кризи, % (крім через зменшення зобов'язань) [розраховано за: 12]
Мексика (1994-95)	42 (1989 р.) 30 (1992 р.) 32 (1993 р.) [розраховано за: 89] 38 (1993 р.) [166]	40 (03–04.1994) 27(11.1994)
Бразилія (1998-99)	33 (1993 р.) 25 (1997 р.) 31 (1998 р.) [розраховано за: 89] 28,5 (1995 р.) 42,6 (1998 р.) [108, с. 2]; чистий: 13 (1995 р.) 16 (1997 р.) 23 (1998 р.) [розраховано за: 110]	14 (10.1997 в умовах азіатської валютної кризи) 10 (05–08.1998 в умовах російської валютної кризи)
Аргентина (2001-02)	27 (1993 р.) 51 (2000 р.) [розраховано за: 89]	4 (2000 р.)
Бразилія (2002-03)	45 (1999 р.) 41 (2001 р.); чистий: 35 (1999 р.) 32 (2001 р.) [розраховано за: 110]	істотного не було
Таїланд (1997-98)	33 (1989 р.) 62 (1996 р.) [розраховано за: 89]	4 (11.1996 – 04.1997)
Малайзія (1997-98)	42 (1989 р.) 34 (1992 р.) 39 (1996 р.) [розраховано за: 89] 47 (1993 р.) 41 (1994 р.) 45 (1996 р.) [166]	5 (04–05.1997)
Індонезія (1997-98)	61 (1990 р.) 62 (1995 р.) 57 (1996 р.) [розраховано за: 89]	істотного не було
Болгарія (1996-97)	114 (1992 р.) 100 (1994 р.) 79 (1995 р.) [розраховано за: 89]	13 (11–12.1995)
РФ (1998)	38 (1994 р.) 30 (1997 р.) 63 (1998 р.) [розраховано за: 89] 37 (1997 р.) [166]	27 (11.1997 в умовах азіатської валютної кризи) 14 (01.1998)
Україна (1998-99)	11 (1994 р.) 22 (1997 р.) [розраховано за: 89] 21 (1994 р.) 26 (1997 р.) [218] 18 (1997 р.) [розраховано за: 89; 297]	39 (09.1997 – 06.1998), особливо зменшення у 09.1997 і 11.1997, 01.1998, 04–06.1998, майже в усі ці періоди відбувалось істотне зменшення золотовалютних резервів і у РФ

Таблиця Б.19

Пропозиція грошей

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Зростання грошей (M1), %	18 (1993 р.) 1 (1994 р.) 207 (1990-93 р.) [розраховано за: 104]	22 (1997 р.) 7 (1998 р.) 100 (1995-97 рр.)	1,6 (1999 р.) -9 (2000 р.) 19 (1996-2000 рр.)	19 (2000 р.) 13 (2001 р.) 52 (1999-2001 р.)	12 (1995р.) 9 (1996 р.) 117 (1991-96 рр.)	13 (1995 р.) 17 (1996 р.) 192 (1991-96 рр.)	18 (1995 р.) 36 (1996 р.) 194 (1991-96 рр.)	51 (1994 р.) 47 (1995 р.) 194 (1993-95 рр.)	27 (1996 р.) 55 (1997р.) 335 (1995-97 рр.)	43 (1996р.) 35 (1997р.) 387 (1995-97 рр.)
Гроші (M1) / ВВП, %	3,8 (1989 р.) 9,8 (1993 р.) [розраховано за: 104]	7,3 (1994 р.) 5,8 (1997 р.)	4,2 (1991 р.) 6,4 (1995 р.) 7 (2000 р.)	6,4 (1999 р.) 7 (2001 р.)	9 (1990 р.) 9,2 (1996 р.)	21,3 (1990 р.) 29,2 (1996 р.)	5,9 (1990 р.) 6,9 (1996 р.)	16,8 (1993 р.) 12,7 (1995 р.)	10 (1995 р.) 12 (1997 р.)	8,6 (1995 р.) 9,7 (1997 р.)
Зростання грошей і квазігрошей (M2), %	національної валюти: 12 (1993 р.) 14 (1994 р.) 128 (1990-93 р.) [розраховано за: 104]	17 (1997 р.) 11 (1998 р.) 70 (1995-97 рр.)	5 (1999 р.) 5 (2000 р.) 100 (1996 – 2000 рр.)	0,5 (2000 р.) 12 (2001 р.) 19 (1999 – 2001 р.)	17 (1995 р.) 13 (1996 р.) 144 (1991-96 рр.)	21 (1995 р.) 24 (1996 р.) 206 (1991-96 рр.)	16 (1995 р.) 19 (1996 р.) 151 (1991-96 рр.)	77 (1994 р.) 40 (1995 р.) 283 (1993-95 рр.)	30 (1996 р.) 28 (1997 р.) 252 (1995-97 рр.)	35 (1996 р.) 34 (1997 р.) 290 (1995-97 рр.)
Ефект відкладеної інфляції (за індексом споживчих цін)	У 1995 р. інфляція 52 %, коли гроші (національна валюта) зросли на 0 % [розраховано за: 104]	У 1999 р. інфляція 6 %, коли гроші зросли на 24 % [111; розраховано за: 110]	У 2002 р. інфляція 41 %, коли гроші зросли на 78 % [розраховано за: 12; 112]	3 03.2001 по 04.2002 інфляція 18 %, коли гроші зросли на 18 %	3 06.1997 по 07.1998 інфляція 4,5 %, коли гроші зросли на 13,8 % [183]	3 06.1997 по 07.1998 інфляція 2,9 %, коли гроші зросли на 1,6 % [183]	3 06.1997 по 07.1998 інфляція 66,9 %, коли гроші зросли на 78,5 % [183]	У 1996 р. інфляція 311 %, коли гроші зросли на 216 % [280; розраховано за: 12]	У II пол. 1998 р. – I пол. 1999 р. інфляція 121 %, коли гроші зросли на 55 %	У II пол. 1998 р. – I пол. 1999 р. інфляція 26 %, коли гроші зросли на 32 %

Продовж. табл.Б.19

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Дефлятор ВВП, %	98 (1989-93 рр.)	126 (1995- 97 рр.)	-3 (1996 – 2000 рр.)	22 (1999 – 2001 р.)	32 (1991- 96 рр.)	23 (1991- 96 рр.)	61 (1991- 96 рр.)	325 (1993- 95 рр.)	344 (1995- 97 рр.)	912 (1995- 97 рр.)

Примітка. Джерело: якщо не вказано інакше, розраховано автором за даними [12; 89].

Таблиця Б.20

Фактори стійкості банківської системи: Латинська Америка

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)
Зростання кредитування	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 16 % ВВП (1988 р.) 32 % (1993 р.) 39 % (1994 р.); всіх банків, крім центрального банку: 35 % (1988 р.) 44 % (1993 р.) 58 % (1994 р.) [розраховано за: 12]. У 1989-94 рр. кредитування банками приватного сектора збільшувалося у середньому на 25 % на рік, так що його відношення до ВВП зросло з 13,4 % у 1988 р. до 50,7 % у 1994 р. [150, с. 9]	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 63 % ВВП (1994 р.) 41 % (1995 р.) 45 % (1997 р.); всіх банків, крім центрального банку: 76 % (1994 р.) 50 % (1995 р.) 53 % (1997 р.) [розраховано за: 12]. Темпи зростання кредитування у фінансовій системі не були високими, крім 1995 р., але тоді це було пов'язано з ще порівняно високою інфляцією [110]	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 26 % ВВП (1995 р.) 33 % (2000 р.) [розраховано за: 12]. Щорічно протягом 1993-99 рр. банківські кредити і позики зростали у середньому на 8 %. Їх зменшення відбулось лише з 2000 р. вже в умовах рецесії (приватному сектору з 1999 р.) [розраховано за: 180]	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 47 % ВВП (1999 р.) 47 % (2001 р.); всіх банків, крім центрального банку: 57 % ВВП (1999 р.) 58 % (2001 р.) [розраховано за: 12]
Чисті іноземні зобов'язання і валютна експозиція	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: -0,6 % активів (1988 р.) 3,6 % (1993 р.) 6 % (1994 р.); у інших банків: 83 % (1998 р.) 59 % (1993 р.) [розраховано за: 12]	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: 6 % активів (1994 р.) 9% (1997 р.); у інших банків: 1% активів (1994 р.) 7% (1997 р.) [розраховано за: 12]. У 1996-97 рр. відношення іноземних активів до всіх активів банків становило 6%, а іноземних зобов'язань 16% [282]	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: 10 % активів (1995 р.) 6 % (2000 р.) [розраховано за: 12]. Частка кредитів у іноземній валюті зросла з 1994 по 2000 р. з 53 % до 70 %, а депозитів з 48 % до 60 % [розраховано за: 180; 254]	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: 9% активів (1999 р.) 9% (2000 р.); у інших банків: 12% активів (1999 р.) 14% (2000 р.) [розраховано за: 12]

Фактори стійкості банківської системи: Східна Азія

Показник	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)
Зростання кредитування	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 61 % ВВП (1987 р.) 109 % (1996 р.); всіх банків і фінансових компаній, крім центрального банку: 82 % ВВП (1987 р.) 157 % (1996 р.) [розраховано за: 12]. Відношення лівериджу корпорацій збільшилось з 1988 по 1996 р. з 1,6 до 2,4, у тому числі завдяки значним доларовим позикам [157]	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 81 % ВВП (1987 р.) 86 % (1994 р.) 112 % (1996 р.); всіх банків, крім центрального банку: 146 % ВВП (1987 р.) 123 % (1993 р.) 162 % (1996 р.) [розраховано за: 12]	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 26 % ВВП (1987 р.) 59 % (1996 р.) [розраховано за: 12]
Чисті іноземні зобов'язання і валютна експозиція	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: 1 % активів (1989 р.) 21 % (1996 р.); у фінансових компаній та інвестиційних банків: 2,6 % активів (1989 р.) 8 % (1996 р.) [розраховано за: 12]. Чисті іноземні зобов'язання комерційних банків і фінансових компаній відносно МЗ зросли з 1986-90 рр. по 1994 і 1995 рр. з 5 % до 19 % і 25 % [157]	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: 1 % активів (1990 р.) 14 % (1993 р.) 6 % (1996 р.) [розраховано за: 12]. До середини 1997 р. середня чиста відкрита позиція банківського сектора була менше 5 % зобов'язань банків [189]	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: -10 % активів (1989 р.) 5 % (1994 р.) 3 % (1996 р.) [розраховано за: 12]. Валютні кредити часто використовувались для проектів, за якими надходження мали бути у рупіях. За оцінками глобальних фінансових консалтингових компаній, 2/3 компаній мали більше 40 % боргу в іноземній валюті та переважно це було без хеджування [95, с. 87]

Фактори стійкості банківської системи: Східна Європа

Показник	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Зростання кредитування [розраховано за: 12]	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 127 % ВВП (1993 р.) 71 % (1995 р.)	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 17 % ВВП (1995 р.) 19 % (1997 р.)	Внутрішні вимоги депозитних грошових банків: 29 % ВВП (1993 р.) 8 % (1996 р.) 10 % (1997 р.)
Чисті іноземні зобов'язання і валютна експозиція	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: 19 % активів (1994 р.) 8 % (1996 р.) [розраховано за: 12]. Банки відкривали значні депозити в іноземній валюті та інвестували в активи, деноміновані у левах [298]	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: -3 % активів (1996 р.) 6 % (1997 р.) [розраховано за: 12]. Іноземні зобов'язання російських банків зросли з 7 % до 17 % активів з 1994 по 1997 р. [218]. Якщо у 1993-94 рр. чисті іноземні зобов'язання банківського сектора були близько нуля, то у 1997 р. вже 21 млрд дол. [183]. У середині 1998 р. короткострокові зобов'язання перед нерезидентами в іноземній валюті становили 11,8 млрд дол., у той час як активи в іноземній валюті лише 5,9 млрд дол. Загальні іноземні зобов'язання в іноземній валюті перевищувати загальні закордонні активи, які мали до того ж сумнівну якість. З іншого боку, позабалансові форвардні вимоги в іноземній валюті перевищували 90 млрд дол., а зобов'язання 80 млрд дол. [117, с. 33]. За іншими даними, чисті зобов'язання по форвардних контрактах російських банків перед іноземними інвесторами у І пол. 1998 р. оцінювались принаймні у 6 млрд дол. [218]. Для багатьох головних банків форвардні контракти перевищували 100 % всіх активів, для деяких – навіть тисячі процентів [113, с. 8]	Чисті іноземні зобов'язання у депозитних грошових банків: -20 % активів (1995 р.) 0 % (1997 р.) [розраховано за: 12]

Таблиця Б.23

Фактори державних фінансів

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Стан балансу державного бюджету і його причина	Погіршення балансу у 1993 р. на 94 % за рахунок зменшення доходів порівняно з 1992 р.	Дефіцит у 1997 р. на 143 % за рахунок зменшення доходів порівняно з 1994 р.	Дефіцит у 1996 р. на 85 % за рахунок зменшення доходів порівняно з 1994 р. Дефіцит у 1999 р. на 55 % за рахунок зростання витрат порівняно з 1998 р.	Дефіцит у 1995 р. на 86 % за рахунок зменшення доходів порівняно з 1994 р.	Дефіцит у 1997 р. на 27 % за рахунок зменшення доходів порівняно з 1995 р.	Дефіцит у 1997 р. на 105 % за рахунок зменшення доходів порівняно з 1996 р. [розраховано за: 103]
Процентні ставки по казначейським векселям	50 (1989 р.) 12 (1993 р.) [104]	17,8 (1995 р.) 11,6 (1997 р.) 15 (1998 р.) [12]	—	44 (IV кв. 1993 р.) 57 (1994 р.) 50 (1995 р.) [12]	168 (1995 р.) 23 (1997 р.) [12]. У 1996 р. відбулось різке збільшення цього показника у реальному вимірі до 38 %	245 (I кв. 1995 р.) 43 (I кв. 1997 р.) [283, с. 14]. По єврооблігаціях: 17 % (1997 р.), коли середня ставка на Євворинку 7,7 % [299, с. 11]
Вплив зростання процентних платежів	зменшення відносно ВВП	зменшення відносно ВВП	100 % дефіциту бюджету у 2000 р. (порівняно з 1993 р.)	147 % дефіциту бюджету у 1995 р. (порівняно з 1992 р.)	70 % дефіциту бюджету у 1998 р. (порівняно з 1994 р.)	50 % дефіциту бюджету у 1997 р. [розраховано за: 12; 103; 300]
Непроцентні витрати державного бюджету / ВВП, %	9,9 (1989 р.) 12,3 (1993 р.)	18,9 (1994 р.) 21,1 (1997 р.)	13,7 (1996 р.) 13,6 (2000 р.)	35 (1993 р.) 26,3 (1995 р.) [розраховано за: 89]	22,1 (1995 р.) 19,6 (1998 р.) [розраховано за: 89]. Непроцентні витрати федерального бюджету зменшились до 10,1 % ВВП у перші 7 місяців 1998 р. [198].	—

Продовж. табл. Б.23

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Вплив зростання зарплати	зменшення відносно ВВП	8 % дефіциту бюджету 1998 р. (порівняно з 1997 р.)	9 % дефіциту бюджету 1999 р. (порівняно з 1998 р.)	відсутність зростання відносно ВВП	зменшення відносно ВВП	відсутність зростання відносно ВВП
Вплив зростання субсидій та інших поточних трансфертів	60 % погіршення балансу бюджету 1993 р. (порівняно з 1992 р.)	14 % дефіциту бюджету 1997 р. (порівняно з 1994 р.)	27 % дефіциту бюджету 1999 р. (порівняно з 1998 р.)	зменшення відносно ВВП	зменшення відносно ВВП	зменшення відносно ВВП
Максимальна маржинальна ставка податку на дохід фізичних осіб, % [178]	40 (1990 р.) 35 (1995 р.)	35 (1995 р.) 25 (1997 р.)	35 (1990 р.) 30 (1995 р.) 35 (2000 р.)	50 (1995 р.)	30 (1995 р.) 54 (1996 р.)	50 (1995 р.)

Примітка. Джерело: якщо не вказано інакше, розраховано автором за даними [12; 89].

Таблиця Б.24

Стан реального сектора економіки: Латинська Америка

Показник	Мексика (1994-95)	Бразилія (1998-99)	Аргентина (2001-02)	Бразилія (2002-03)
Приріст реального ВВП, %	5,1 (1990 р.) 2 (1993 р.) 4,4 (1994 р.) [89] 2,3 (I кв. 1994 р.) [104]	4,2 (1995 р.) 3,3 (1997 р.) 0,1 (1998 р.) [89] 1,1 (I пол. 1998 р.) [115]; на душу населення: 1,2 % (1998 р.) [111]. Приріст ВВП у Мексиці, Аргентині та Чілі був значно вищим: у 1996-97 рр. 5-8 %, у 1998 3-5 % [254]	8,1 (1997 р.) -3,4 (1999 р.) -0,8 (2000 р.) -4,5 (2001 р.) [89]. 3 IV кв. 1998 р. приріст ВВП стає негативним [112]	4,4 (2000 р.) 1,5 (2001 р.) [89]. У 2001 р.: у I кв. 4,33 %, II кв. 2,07 %, III кв. 0,5 %, IV кв. вже -0,69 % порівняно з аналогічними періодами 2000 р. [109]. У 2001 р. ВВП на душу населення майже не змінився [111]
Приріст ВВП / частка валових інвестицій у ВВП [розраховано за: 89]	21,9 (1990 р.) 15,6 (1992 р.) 9,3 (1993 р.)	26,6 (1994 р.) 15,4 (1997 р.) 0,5 (1998 р.)	41,9 (1997 р.) 19,3 (1998 р.)	20,2 (2000 р.) 7,2 (2001 р.)
Зростання імпорту, % [розраховано за: 12]	28,6 (1992 р.) 5,6 (1993 р.)	13,8 (1997 р.) -1 (1998 р.)	24,1 (1997 р.) 3,3 (1998 р.) -29 (1999–2001 рр.)	14,7 (2000 р.) 5,7 (2001 р.)
Падіння цін на акції перед уповільненням зростання або падінням ВВП і пов'язане з цим зростання процентних ставок	31 % (06–09.1992) [розраховано за: 104]; одночасно зростання процентних ставок [12]	30 % (08–10.1997) [розраховано за: 12]; після цього зросли процентні ставки [12]	40 % (08–09.1998) [112]; одночасно зростання процентних ставок [12]	23 % (09–11.2000) [розраховано за: 12]

Таблиця Б.25

Стан реального сектора економіки: Східна Азія

Показник	Таїланд (1997-98)	Малайзія (1997-98)	Індонезія (1997-98)
Приріст реального ВВП, %	11,2 (1990 р.) 9,2 (1995 р.) 5,9 (1996 р.) [89]; падіння ВВП з II кв. 1997 р. [205]	9 (1990 р.) 10 (1996 р.) 7,3 (1997 р.) [89]	9 (1990 р.) 8,4 (1995 р.) 7,6 (1996 р.) 4,7 (1997 р.) [89]
Приріст ВВП / частка валових інвестицій у ВВП	27 (1990 р.) 21,9 (1995 р.) 14,1 (1996 р.) [розраховано за: 89] 32,6 (1985-95 рр.) 19,6 (1991-96 рр.) [301, с. 27]	42,2 (1988 р.) 22,4 (1994 р.) 24,1 (1996 р.) [розраховано за: 89]	21,6 (1992 р.) 27,4 (1995 р.) 25,4 (1996 р.) [розраховано за: 89]. З 1990 по 1996 р. при- бутковість корпорацій відносно активів зменшилась з 12,8 % до 4,9 % [290, с. 8]
Зростання імпорту, %	29,3 (1995 р.) 1,5 (1996 р.) [розраховано за: 12]	—	—
Падіння цін на акції перед уповільненням зростання або падінням ВВП і пов'язане з цим зростання процентних ставок	Удвічі (з 1993 по 1996 р.) [125]; у 1994-95 рр. зростання процентних ставок [12]. Тимчасово на 64 % (13.02.1997) [розраховано за: 132]	14 % (03–05.1997) [розраховано за: 12]; після цього незначне зростання процент- них ставок [12]	14 % (05–07.1997) [розраховано за: 12]

Таблиця Б.26

Стан реального сектора економіки: Східна Європа

Показник	Болгарія (1996-97)	РФ (1998)	Україна (1998-99)
Приріст реального ВВП, %	-7,3 (1992 р.) 1,8 (1994 р.) 2,9 (1995 р.) [89]	-12,6 (1994 р.) -3,4 (1996 р.) 0,9 (1997 р.) [89]; спад з початку 1998 р. [137]	-22,9 (1994 р.) -10 (1996 р.) 3 (1997 р.) [89]. У 05–08.1998 мінімальний приріст [103]
Приріст ВВП / частка валових інвестицій у ВВП [розраховано за: 89]	-37 (1992 р.) 19,3 (1994 р.) 18,3 (1995 р.)	-13,8 (1996 р.) 4 (1997 р.)	-44 (1996 р.) -14 (1997 р.)
Падіння цін на акції перед уповільненням зростання або падінням ВВП і пов'язане з цим зростання процентних ставок	—	51 % (з 06.10.1997 до кінця січня 1998 р.) [186]; з 12.1997 зростання процентних ставок [12]	—

Таблиця Б.27

Зовнішні фактори падіння цін на акції перед валютною кризою

Країни (роки валютної кризи)	Падіння цін на акції, % і його причини		
	Падіння цін на акції в інших країнах [12]	Валютні кризи в інших країнах	Зростання світових процентних ставок [12]
Мексика (1994-95)	18 (02–04.1994) – США	–	18 (02–04.1994) [розраховано за: 104]
Бразилія (1998-99)	40 (08.1998) – США	30 (08–10.1997) – криза у Східній Азії; 16 (05.1998) – криза у РФ; 40 (08.1998) – криза у РФ	–
Аргентина (2001-02)	40 (08–09.1998) – США; 24 (04–05.2000) – Бразилія; 21 (08–09.2000) – США; 12 (02–04.2001) – США; 51 (07–11.2001) – США; 23 (05–06.2002) – Бразилія і США	40 (08–09.1998) – криза у РФ; 21 (12.1998 – 01.1999) – криза у Бразилії; 21 (02–04.2001) – криза у Туреччині	24 (04–05.2000)
Бразилія (2002-03)	23 (09–11.2000) – Аргентина; 23 (09–11.2000) – США; 18 (02–03.2001) – США; 27 (07–09.2001) – США; 24 (06–07.2002) – США; 17 (09.2002) – США	18 (02–03.2001) – криза у Туреччині; 27 (07–09.2001) – криза у Аргентині; 24 (06–07.2002) – криза у Аргентині	23 (09–11.2000)
Таїланд (1997-98)	64 (13.02.1997) – країни Східної Азії [розраховано за: 132]; 25 (04–06.1997) – США	25 (08.1997) – криза у Малайзії і Індонезії [розраховано за: 12; 132]	вдвічі (з 1993 по 1996 р.) [125]
Малайзія (1997-98)	14 (03–05.1997) – США	22 (07–08.1997) – криза у Таїланді [розраховано за: 188]	–
Індонезія (1997-98)	42 (13.02.1997) – країни Східної Азії [розраховано за: 132]; 29 (08.1998) – США	–	–

Країни (роки валютної кризи)	Падіння цін на акції, % і його причини	
	Падіння цін на акції в інших країнах [12]	Валютні кризи у інших країнах
РФ (1998)	27.10.1997 – рекордне падіння на 554 пункти Dow Jones Industrial Average, а протягом 1997-98 рр. спостерігалась залежність російського індексу RTS-1 від Dow Jones Average, причому асиметрична, тобто переважно у часи падіння останнього [186]. 36 (08.1998) – США [12; 285]. 11.08.1998 Японське агентство економічного планування застосувало слово криза замість стагнація при визначенні становища національної економіки у звіті. Курс ієни впав. Dow Jones Industrial Average втратив 300 пунктів у очікуванні продовження зменшення прибутків компаній. Через день на Московській фондовій біржі були призупинені торги після падіння цін на 10 % [117, с. 36].	51 (з 06.10.1997 до кінця 01.1998) – криза у Східній Азії [розраховано за: 186]
Україна (1998-99)	12 (11.1997) – РФ; 22 (01–02.1998) – РФ; 38 (08.1998) – РФ [розраховано за: 285; 286]	12 (11.1997) – криза у Східній Азії [розраховано за: 286]

Примітка. Джерело: якщо не вказано інакше, розраховано автором за даними [12].

Додаток В

Джерела і розрахунків незалежних змінних

Таблиця В.1

Джерела і розрахунків незалежних змінних

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Курс національної валюти до долара середній, од. національної валюти / дол.	e1Exr\$a	[12] RF, XF, WF; середнє за період
Курс національної валюти до долара, од. національної валюти / дол.	e1Exr\$e	[12] AE, AG, WE; на кінець періоду
Приріст курсу національної валюти до долара, 1	e1Exr\$gr	$e1Exr$a / e1Exr$a(t-1)$
Курс національної валюти до СДР, од. національної валюти / СДР	e1Exr\$SDR	[12] AA; на кінець періоду
Приріст курсу національної валюти до СДР*, 1	e1Exr\$SDRgr	$e1Exr$SDR(t-1) / e1ExrSDR
Курс долара до СДР, дол. / СДР	e1Exr\$SDR	[12] 111..AA
Приріст курсу долара*, 1	e1Exr\$SDRgr	$e1Exr$SDR / e1Exr$SDR(t-1)$
Різниця між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку*, %	e1BlackExr	[302] black market premium (%); (паралельний курс / офіційний курс - 1) × 100)
Зміна різниці між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку*, %	e1BlackExrch	$e1BlackExr2 - e1BlackExr2(t-1)$
Коефіцієнт ПКС, од. національної валюти / міжнародний дол.	e2PPP	[89] PA.NUS.PPP; зменшення - здешевлення національної валюти
Коефіцієнт ПКС / офіційний валютний курс*, 1	e2PPP/Exr	[89] PA.NUS.PPPC.RF; зменшення – реальне здешевлення національної валюти
Теоретичне відношення ПКС до валютного курсу, 1	e2PPP/Exrth	Регресія: $e2PPP/Exrth = a + b \times r1GDPpcdev$; де $a = 0,395$; $b = 0,156$; розраховані по всіх країнах за 1975–2001 рр.
Відхилення від теоретичного відношення ПКС до валютного курсу*, 1	e2PPP/Exrdev	$e2PPP/Exr / e2PPP/Exrth$
Реальний ефективний валютний курс, індекс	e2REER	[89] PX.REX.REER
Приріст реального ефективного валютного курсу*, 1	e2REERgr	$e2REER / e2REER(t-1)$
Реальна переоцінка валютного курсу за торговим балансом*, 1	e2REERtb	$e2REER / e2REER(tt)$; (tt) - рік до зміни знаку торгового балансу

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Реальна переоцінка валютного курсу за поточним рахунком*, 1	e2REERcb	e2REER / e2REER(tc); (tc) - рік до зміни знаку поточного рахунку
Приріст індексу споживчих цін*, %	e3CPIgr	[89] FP.CPI.TOTL.ZG; середнє за період
Приріст індексу споживчих цін (кінець року)*, %	e3CPIgrend	[166] consumer prices % change end-period; на кінець періоду
Приріст дефлятора ВВП*, %	e3Deflgr	[89] NY.GDP.DEFL.KD.ZG
Індекс цін виробників, індекс	e3PPI	[12] 63, 63A, 63B; середнє за період
Приріст індексу цін виробників*, 1	e3PPIgr	e3PPI / e3PPI(t-1)
Індекс зарплати, індекс	e3Wage	[12] 65; середнє за період
Приріст індексу зарплати*, 1	e3Wagegr	e3Wage / e3Wage (t-1)
Умови торгівлі, індекс	e3TTrade	[89] TT.PRI.MRCH.XD.WD
Приріст умов торгівлі*, 1	e3TTradegr	e3TTrade / e3TTrade(t-1)
Регулювання цін*, бали	e3PriceReg	[178] 5Ci;!
Ціна залізної руди, дол. / од. товару	e4Iron	[12] 22376G; середнє за період
Приріст ціни залізної руди*, 1	e4Irongr	e4Iron / e4Iron(t-1)
Ціна природного газу, дол. / од. товару	e4NGas	[12] 11176NG; середнє за період
Приріст ціни природного газу*, 1	e4NGasgr	e4NGaz / e4NGaz(t-1)
Ціна нафти, дол. / од. товару	e4Oil	[12] 00176A; середнє за період
Приріст ціни нафти*, 1	e4Oilgr	e4Oil / e4Oil(t-1)
Ціна пшениці, дол. / од. товару	e4Wheat	[12] 11176D; середнє за період
Приріст ціни пшениці*, 1	e4Wheatgr	e4Wheat / e4Whea(t-1)
Поточний рахунок, дол.	t1CurAc	[89] BN.CAB.XOKA.CD
Поточний рахунок / ВВП*, %	t1CurAc/GDP	[89] BN.CAB.XOKA.GD.ZS)
Кумулятивний поточний рахунок / ВВП*, 1	t1CumCurAc/GDP	Σ t1CurAc/GDP; сума з часу зміни знаку показника на негативний
Торговий баланс / ВВП*, %	t2TBal/GDP	[89] NE.RSB.GNFS.ZS
Зовнішньоторговий оборот / ВВП*, %	t2FTrade/GDP	[89] NE.TRD.GNFS.ZS
Експорт, дол.	t3Exp	[89] BX.GSR.GNFS.CD
Експорт / ВВП*, %	t3Exp/GDP	[89] NE.EXP.GNFS.ZS
Приріст експорту*, %	t3Expgr	[89] NE.EXP.GNFS.KD.ZG
Зміна приросту експорту*, %	t3Expgrch	t3Expgr - t3Expgr(t-1)
Експорт і надходження доходів, дол.	t3ExpIncr	[89] BX.GSR.TOTL.CD

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Експорт послуг, дол.	t3ExpServ	[89] TX.VAL.SERV.CD.WT
Імпорт, дол.	t4Imp	[89] BM.GSR.GNFS.CD
Імпорт / ВВП*, %	t4Imp/GDP	[89] NE.IMP.GNFS.ZS
Приріст імпорту*, %	t4Impgr	[89] NE.IMP.GNFS.KD.ZG
Зміна приросту імпорту*, %	t4Impgrch	$t4Impgr - t4Impgr(t-1)$
Імпорт і виплата доходів, дол.	t4ImpIncp	[89] BM.GSR.TOTL.CD
Імпорт послуг, дол.	t4Impserv	[89] TM.VAL.SERV.CD.WT
Приріст світового імпорту*, 1	t4WImpgr	[89] NE.IMP.GNFS.KD.ZG
Зміна приросту світового імпорту*, 1	t4WImpgrch	$t4WImpgr - t4WImpgr(t-1)$
Імпорт зброї / імпорт, %	t5ArmImp/Imp	[89] MS.MIL.MPRT.ZS
Імпорт зброї / ВВП*, 1	t5ArmImp/GDP	$t5ArmImp/Imp \times t4Imp/GDP$
Чистий енергетичний імпорт / комерційне використання енергії*, %	t5EnImp/EnUse	[89] EG.IMP.CON.S.ZS
Страховання і фінансові послуги / експорт послуг, %	t5Fin/ExpServ	[89] BX.GSR.INSF.ZS
Страховання і фінансові послуги / експорт*, 1	t5Fin/Exp	$t5Fin/ExpServ \times t3ExpServ / t3Exp$
Продовольчий експорт / експорт товарів, %	t5FoodExp/ExpG	[89] TX.VAL.FOOD.ZS.UN
Продовольчий імпорт / імпорт товарів, %	t5FoodImp/ImpG	[89] TM.VAL.FOOD.ZS.UN
Чистий продовольчий експорт / ВВП*, 1	t5NetFoodExp/GDP	$(t5FoodExp/ExpG \times (t3Exp - t3ExpServ) - t5FoodImp/ImpG \times (t4Imp - t4ImpServ)) / r1GDP$
Паливний експорт / експорт товарів, %	t5FuelExp/ExpG	[89] TX.VAL.FUEL.ZS.UN
Паливний імпорт / імпорт товарів, %	t5FuelImp/ImpG	[89] TM.VAL.FUEL.ZS.UN
Чистий паливний експорт / ВВП*, 1	t5NetFuelExp/GDP	$(t5FuelExp/ExpG \times (t3Exp - t3ExpServ) - t5FuelImp/ImpG \times (t4Imp - t4ImpServ)) / r1GDP$
Високотехнологічний експорт / експорт товарів*, %	t5HTExp/ExpG	[89] TX.VAL.TECH.MF.ZS
Експорт продукції обробної промисловості / експорт товарів*, %	t5ManufExp/ExpG	[89] TX.VAL.MANF.ZS.UN
Імпорт продукції обробної промисловості / імпорт товарів*, %	t5ManufImp/ImpG	[89] TM.VAL.MANF.ZS.UN
Експорт руди і металів / експорт товарів*, %	t5MetExp/ExpG	[89] TX.VAL.MMTL.ZS.UN

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Надходження від туризму, дол.	t5Tour	[89] ST.INT.RCPT.CD
Надходження від туризму / ВВП*, 1	t5Tour/GDP	t5Tour / r1GDP
Зміна надходжень від туризму / ВВП*, 1	t5Tourney/GDP	t5Tour/GDP - t5Tour/GDP(t-1)
Експортні мита / Експорт*, 1	t6ExpD/Exp	g4ExpD/Tax × g3Tax/GDP / t3Exp/GDP
Імпортні мита / Імпорт*, 1	t6ImpD/Imp	g4ImpD/Tax × g3Tax/GDP / t3Imp/GDP
Тарифний протекціонізм*, 1	t6ImpDminExpD	t6ImpD/Imp - t6ExpD/Exp
Зміна тарифного протекціонізму*, 1	t6ImpDminExpDch	t6ImpDminExpD - t6ImpDminExpD(t-1)
Приховані імпорتنі бар'єри *, бали	t6ImpBar	[178] 4Bi;!
Міжнародна допомога / ВНД*, %	c1Aid/GNI	[89] DT.ODA.ALLD.GN.ZS
Міжнародна допомога / імпорт*, %	c1Aid/Imp	[89] DT.ODA.ALLD.MP.ZS
Поточні трансфери: надходження, дол.	c1CurTransf	[89] BX.TRF.CURR.CD
Поточні трансфери: надходження / ВВП*,	c1CurTransf/GDP	c1CurTransf / r1GDP
Чисті надходження доходів, дол.	c2Inc	[89] BN.GSR.FCTY.CD
Чисті надходження доходів / ВВП*, 1	c2Inc/GDP	c2Inc / r1GDP
Тренд чистих надходжень доходів / ВВП*, 1	c2Inctr/GDP	2 × c2Inc/GDP - c2Inc/GDP(t-1)
Процентні платежі закордон, дол.	c2Intpay	[166] interest payments due
Процентні платежі закордон / ВВП*, 1	c2Intpay/GDP	c2Intpay / r1GDP
Тренд процентних платежів закордон / ВВП*, 1	c2Intpaytr/GDP	2 × c2Intpay/GDP - c2Intpay/GDP(t-1)
Обслуговування зовнішнього боргу, дол.	c2EDebpay	[166] total debt service
Обслуговування зовнішнього боргу / експорт і надходження доходів*, %	c2EDebtpay/ExpIncr	[166] total debt service % exports goods, services & income
Обслуговування зовнішнього боргу / експорт*, %	c2EDebtpay/Exp	[89] DT.TDS.DECT.EX.ZS
Тренд обслуговування зовнішнього боргу / експорт*, %	c2EDebtpaytr/Exp	2 × c2EDebtpay/Exp - c2EDebtpay/Exp(t-1)
Обслуговування зовнішнього боргу / ВНД*, %	c2EDebtpay/GNI	[89] DT.TDS.DECT.GN.ZS
Тренд обслуговування зовнішнього боргу / ВНД*, %	c2EDebtpaytr/GNI	2 × c2EDebtpay/GNI - c2EDebtpay/GNI(t-1)

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Обслуговування державного і гарантованого державою зовнішнього боргу / поточні доходи центрального уряду*, %	c2PPGEDebt pay/CurRev	[89] DT.TDS.DPPG.RV.ZS
Обслуговування державного і гарантованого державою зовнішнього боргу і боргу перед МВФ / експорт*, %	c2PPGEDebt pay/Exp	[89] DT.TDS.DECA.XP.ZS
Фінансовий рахунок, дол.	c3Fin	[12] 78BJD - financial account
Фінансовий рахунок / ВВП*, 1	c3Fin/GDP	c3Fin / r1GDP
Зміна фінансового рахунку / ВВП*, 1	c3Finch/GDP	c3Fin/GDP - c3Fin/GDP(t-1)
Фінансовий рахунок / гроші і квазігроші *, 1	c3Fin/M2	c3Fin/GDP / m1M2/GDP)
Фінансовий рахунок мінус чисті прямі інвестиції / ВВП*, 1	c3FinminFDI/GDP	c3Fin/GDP - c4NetFDI/GDP
Кумулятивний фінансовий рахунок мінус прямі інвестиції / ВВП*, 1	c3CumFinmin FDI/GDP	Σ c3FinminFDI/GDP; сума з часу зміни знаку показника на позитивний
Чисті помилки та пропуски, дол.	c3Error	[89] BN.KAC.EOMS.CD
Чисті помилки та пропуски / ВВП*, 1	c3Error/GDP	c3Error / r1GDP
Загальний платіжний баланс, дол.	c3PBal	[12] 78CBD
Загальний платіжний баланс / ВВП*, 1	c3PBal/GDP	c3PBal / r1GDP
Прямі інвестиції в країну, дол.	c4FDI	[12] 78BED
Прямі інвестиції в країну / поточний рахунок*, 1	c4FDI/CurAc	c4FDI / t1CurAc; якщо поточний рахунок < 0
Чисті прямі інвестиції, дол.	c4NetFDI	[89] BN.KLT.DINV.CD
Чисті прямі інвестиції / ВВП*, %	c4NetFDI/GDP	[89] BX.KLT.DINV.DT.GD.ZS
Зміна чистих прямих інвестицій / ВВП*, %	c4NetFDIch/GDP	c4NetFDI/GDP - c4NetFDI/GDP(t-1)
Чисті прямі інвестиції / валові інвестиції*, %	c4NetFDI/Inv	[89] BX.KLT.DINV.DT.GI.ZS
Чисті прямі інвестиції / поточний рахунок*, 1	c4NetFDI/CurAc	c4NetFDI / t1CurAc; якщо поточний рахунок < 0
Портфельні інвестиції: активи, дол.	c5Portfa	[12] 78BFD
Портфельні інвестиції: зобов'язання, дол.	c5Portfl	[12] 78BGD
Портфельні інвестиції: зобов'язання, боргові цінні папери, дол.	c5Portfd	[12] 78BND

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Чисті портфельні інвестиції / ВВП*, 1	c5NetPortf/ GDP	$(c5Portfa + c5Portfl) / r1GDP$
Портфельні інвестиції в країну / ВВП*, 1	c5Portfl/GDP	$c5Portfl / r1GDP$
Зміна портфельних інвестицій у країну / ВВП*, 1	c5Portflch/ GDP	$c5Portfl/GDP - c5Portfl/GDP(t-1)$
Портфельні інвестиції в боргові цінні папери країни / ВВП*, 1	c5Portfd/GDP	$c5Portfd / r1GDP$
Інші інвестиції: активи, дол.	c6Otha	[12] 78BHD
Інші інвестиції: зобов'язання, дол.	c6Othl	[12] 78BID
Чисті інші інвестиції / ВВП*, 1	c6Oth/GDP	$(c6Otha + c6Othl) / r1GDP$
Зміна чистих інвестицій у країну / ВВП*, 1	c6Othch/GDP	$c6Oth/GDP - c6Oth/GDP(t-1)$
Інші інвестиції в країну / ВВП*, 1	c6Othl/GDP	$c6Othl / r1GDP$
Інші інвестиції: зобов'язання, монетарна влада, дол.	c6Othlcb	[12] 78BSD
Інші інвестиції в країну в монетарну владу / ВВП*, 1	c6Othlcb/ GDP	$c6Othlcb / r1GDP$
Інші інвестиції: зобов'язання, загальний уряд, дол.	c6Othlgov	[12] 78BTD
Інші інвестиції в країну в загальний уряд / ВВП*, 1	c6Othlgov/ GDP	$c6Othlgov / r1GDP$
Інші інвестиції: зобов'язання, банки, дол.	c6Othlbank	[12] 78BUD
Інші інвестиції в країну в банки / ВВП*, 1	c6Othlbank/ GDP	$c6Othlbank / r1GDP$
Інші інвестиції: зобов'язання, інші сектори, дол.	c6Othlent	[12] 78BVD
Інші інвестиції в країну в інші сектори / ВВП*, 1	c6Othlent/ GDP	$c6Othlent / r1GDP$
Інші інвестиції: активи, інші сектори, дол.	c6Othaent	[12] 78BRD
Інші інвестиції закордон інших секторів / ВВП*, 1	c6Othaent/ GDP	$c6Othaent / r1GDP$
Інші інвестиції закордон інших секторів плюс чисті помилки та упушення / ВВП*, 1	c6OthaentErr or/GDP	$(c6Othaent + c3Error) / r1GDP$
Інші інвестиції інших секторів / ВВП*, 1	c6Othent/ GDP	$(c6Othaent + c6Othlent) / r1GDP$
Валові потоки приватного капіталу / ВВП*, %	c7GPrivCap/ GDP	[89] BG.KAC.FNEI.GD.ZS; сума абсолютних значень надходжень і відпливу
Чисті потоки приватного капіталу, дол.	c7NetPrivCap	[89] BN.KLT.PRVT.CD.DT

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Чисті потоки приватного капіталу / ВВП*, 1	c7NetPrivCap/GDP	c7NetPrivCap / r1GDP
Зміна чистих потоків приватного капіталу / ВВП*, 1	c7NetPrivCapch/GDP	c7NetPrivCap/GDP - c7NetPrivCap/GDP(t-1)
Чисті фінансові потоки МВФ на пільгових умовах, дол.	c7IMFcons	[89] DT.NFL.IMFC.CD
Чисті фінансові потоки МВФ на пільгових умовах / ВВП*, 1	c7IMFcons/GDP	c7IMFcons / r1GDP
Чисті фінансові потоки МВФ не на пільгових умовах, дол.	c7IMFncons	[89] DT.NFL.IMFN.CD
Чисті фінансові потоки МВФ не на пільгових умовах / ВВП*, 1	c7IMFncons/GDP	c7IMFncons / r1GDP
Обмеження на рух капіталу*, бали	c8CapBar	[178] 4E; !
Золотовалютні резерви, дол.	a1FRes	[89] FL.RES.TOTL.CD
Використання кредитів та позик МВФ, СДР	a1IMFcr	[12] 2TL; на кінець періоду
Використання кредитів та позик МВФ / ВВП*, 1	a1IMFcr/GDP	a1IMFcr / r1GDP
Інші зобов'язання центрального банку (крім МВФ), дол.	a1CBFLiab	[12] 4..D; на кінець періоду
Зобов'язання монетарної влади, дол.	a1CBTFLiab	aIMFcr + aCBFLiab
Зобов'язання монетарної влади / ВВП*, 1	a1CBTFLiab/GDP	a1CBTFLiab / r1GDP
Зміна зобов'язань монетарної влади / ВВП*, 1	a1CBTFLiabch/GDP	a1CBTFLiab/GDP - a1CBTFLiab/GDP(t-1)
Чисті золотовалютні резерви, дол.	a1NFRes	a1FRes - a1CBTFLiab
Золотовалютні резерви / імпорт*, міс.	a1FRes/Imp	[89] FL.RES.TOTL.MO
Золотовалютні резерви / імпорт і доходи сплачені*, 1	a1FRes/ImpIncp	a1FRes / t4ImpIncp
Чисті золотовалютні резерви / імпорт і доходи сплачені*, 1	a1NFRes/ImpIncp	a1NFRes / t4ImpIncp
Золотовалютні резерви / ВВП*, 1	a1FRes/GDP	a1FRes / r1GDP
Зміна золотовалютних резервів / ВВП*, 1	a1FResch/GDP	a1FRes/GDP - a1FRes/GDP(t-1)
Тренд золотовалютних резервів / ВВП*, 1	a1FRestr/GDP	2 × a1FRes/GDP - a1FRes/GDP(t-1)
Чисті золотовалютні резерви / ВВП*, 1	a1NFRes/GDP	a1NFRes / r1GDP
Зміна чистих золотовалютних резервів / ВВП*, 1	a1NFResch/GDP	a1NFRes/GDP - a1NFRes/GDP(t-1)

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Тренд чистих золотовалютних резервів / ВВП*, 1	a1NFResr/ GDP	$2 \times a1NFRes/GDP - a1NFRes/GDP(t-1)$
Золотовалютні резерви / поточний рахунок*, 1	a1FRes/ CurAc	a1FRes / t1CurAc; якщо поточний рахунок < 0
Чисті золотовалютні резерви / поточний рахунок *, 1	a1NFRes/ CurAc	a1NFRes / t1CurAc; якщо поточний рахунок < 0
Золотовалютні резерви / зовнішній борг*, 1	a1FRes/EDebt	a1FRes / a2EDebt
Чисті золотовалютні резерви / зовнішній борг*, 1	a1NFRes/ EDebt	a1NFRes / a2EDebt
Золотовалютні резерви / короткостроковий зовнішній борг*, 1	a1FRes/ ShEDebt	$a1FRes / (a3ShEDebt/EDebt \times a2EDebt)$
Чисті золотовалютні резерви / короткостроковий зовнішній борг*, 1	a1NFRes/ ShEDebt	$a1NFRes / (a3ShEDebt/EDebt \times a2EDebt)$
Золотовалютні резерви / короткостроковий зовнішній борг2*, 1	a1FRes/ ShEDebt2	a1FRes / a3ShEDebt2
Чисті золотовалютні резерви / короткостроковий зовнішній борг 2*, 1	a1NFRes/ ShEDebt2	a1NFRes / a3ShEDebt2
Золотовалютні резерви / резервні гроші*, 1	a1FRes/ ResMon	a1FRes / m1ResMon
Чисті золотовалютні резерви / резервні гроші*, 1	a1NFRes/ ResMon	a1NFRes / m1ResMon
Приріст золотовалютних резервів *, 1	a1FResgr	a1FRes / a1FRes(t-1)
Приріст чистих золотовалютних резервів *, 1	a1NFResgr	a1NFRes / a1NFRes(t-1); якщо чисті золотовалютні резерви попереднього періоду > 0
Зовнішній борг, дол.	a2EDebt	[89] DT.DOD.DECT.CD
Зовнішній борг 2, дол.	a2EDebt2	[166] total external debt, convertible currency external debt
Зовнішній борг / ВВП*, 1	a2EDebt/GDP	a2EDebt / r1GDP
Зміна зовнішнього боргу / ВВП*, 1	a2EDebtch/ GDP	$a2EDebt/GDP - a2EDebt/GDP(t-1)$
Тренд зовнішнього боргу / ВВП*, 1	a2EDebtr/ GDP	$2 \times a2EDebt/GDP - a2EDebt/GDP(t-1)$
Зовнішній борг 2 / ВВП*, %	a2EDebt2/ GDP	[166] total external debt % GDP, convertible currency external debt % GDP
Зовнішній борг / експорт і доходи отримані*, 1	a2EDebt/ ExpIncr	a2EDebt / t3ExpIncr
Зовнішній борг 2 / експорт і доходи отримані*, 1	a2EDebt2/ ExpIncr	a2EDebt2 / t3ExpIncr

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Зовнішній борг у доларах / зовнішній борг*, %	a3EDebt\$/EDebt	[166] % total external debt in \$
Приватний негарантований зовнішній борг / зовнішній борг *, %	a3PrivEDebt/EDebt	[89] DT.DOD.DPNG.ZS
Короткостроковий зовнішній борг / зовнішній борг, %	a4ShEDebt/EDebt	[89] DT.DOD.DSTC.ZS
Короткостроковий зовнішній борг 2, дол.	a4ShEDebt2	[166] short term debt
Короткостроковий зовнішній борг / ВВП*, 1	a4ShEDebt/GDP	$(a3ShEDebt/EDebt \times a2EDebt) / r1GDP$
Зміна короткострокового зовнішнього боргу / ВВП*, 1	a4ShEDebtch/GDP	$a4ShEDebt/GDP - a4ShEDebt/GDP(t-1)$
Тренд короткострокового зовнішнього боргу / ВВП*, 1	a4ShEDebttr/GDP	$2 \times a4ShEDebt/GDP - a4ShEDebt/GDP(t-1)$
Короткостроковий зовнішній борг 2 / ВВП*, 1	a4ShEDebt2/GDP	$a4ShEDebt2 / r1GDP$
Короткостроковий зовнішній борг / експорт і доходи отримані*, 1	a4ShEDebt/ExpIncr	$(a3ShEDebt/EDebt \times a2EDebt) / t3ExpIncr$
Короткостроковий зовнішній борг 2 / експорт і доходи отримані*, 1	a4ShEDebt2/ExpIncr	$a4ShEDebt2 / t3ExpIncr$
Активи іноземних банків, дол.	a5FBankAss	[255] external positions of reporting banks vis-à-vis individual countries: assets
Зобов'язання іноземних банків, дол.	a5FBankLiab	[255] external positions of reporting banks vis-à-vis individual countries: liabilities
Активи іноземних банків / ВВП*, 1	a5FBankAss/GDP	$a5FBankAss / r1GDP$
Чисті активи іноземних банків / ВВП*, 1	a5NetFBankAss/GDP	$(a5FBankAss - a5FBankLiab) / r1GDP$
Резервні гроші, од. національної валюти	m1ResMon	[12] 14; на кінець періоду
Резервні гроші / ВВП*, 1	m1ResMon/GDP	$m1ResMon / r1GDPnc$
Зміна резервних грошей / ВВП*, 1	m1ResMonch/GDP	$m1ResMon/GDP - m1ResMon/GDP(t-1)$
Приріст резервних грошей*, 1	m1ResMongr	$m1ResMon / m1ResMon(t-1)$
Приріст реальних резервних грошей*, 1	m1ResMonrgr	$m1ResMonrgr / e3CPIgrend$
Гроші, од. національної валюти	m1M1	[12] 34 – money; на кінець періоду
Гроші / ВВП*, 1	m1M1/GDP	$m1M1 / r1GDPnc$
Зміна грошей / ВВП*, 1	m1M1ch/GDP	$m1M1/GDP - m1M1/GDP(t-1)$

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Приріст грошей*, 1	m1M1gr	m1M1 / m1M1(t-1)
Приріст реальних грошей*, 1	m1M1rgr	m1M1gr / e3CPIgrend
Гроші і квазігроші / валютні резерви*, 1	m1M2/FRes	[89] FM.LBL.MQMY.IR.ZS
Приріст грошей і квазігрошей / валютні резерви*, 1	m1M2gr/FRes	m1M2/Fres / m1M2/Fres(t-1)
Гроші і квазігроші / ВВП*, %	m1M2/GDP	[89] FM.LBL.MQMY.GD.ZS
Зміна грошей і квазігрошей / ВВП*, 1	m1M2ch/GDP	m1M2/GDP - m1M2/GDP(t-1)
Приріст грошей і квазігрошей *, %	m1M2gr	[89] FM.LBL.MQMY.ZG
Ліквідні зобов'язання / ВВП*, %	m1M3/GDP	[89] FS.LBL.LIQU.GD.ZS
Зміна ліквідних зобов'язань / ВВП*, %	m1M3ch/GDP	m1M3/GDP - m1M3/GDP(t-1)
Квазіліквідні зобов'язання / ВВП*, %	m1QM3/GDP	[89] FS.LBL.QLIQ.GD.ZS; квазіліквідні зобов'язання (M3 мінус M1)
Зміна квазіліквідних зобов'язань / ВВП, %	m1QM3ch/GDP	m1QM3/GDP - m1QM3/GDP(t-1)
Облікова ставка*, %	m2RRate	[12] 60; на кінець періоду
Зміна облікової ставки*, %	m2RRatech	m2RRate - m2RRate(t-1)
Процентна ставка грошового ринку*, %	m2MRate	[12] 60B; середнє за період
Зміна процентної ставки грошового ринку *, %	m2MRatech	m2MRate - m2MRate(t-1)
Ставка по казначейським вексям*, %	m2TRate	[12] 60C; середнє за період
Зміна ставки по казначейським вексям*, %	m2TRatech	m2TRate - m2TRate(t-1)
Депозитна ставка*, %	m2DRate	[89] FR.INR.DPST
Зміна депозитної ставки*, %	m2DRatech	m2DRate - m2DRate(t-1)
Кредитна ставка*, %	m2LRate	[89] FR.INR.LEND
Зміна кредитної ставки*, %	m2LRatech	m2LRate - m2LRate(t-1)
Реальна процентна ставка*, %	m2RLRate	[89] FR.INR.RINR; на основі дефлятора ВВП і кредитної ставки
Зміна реальної процентної ставки*, %	m2RLRatech	m2RLRate - m2RLRate(t-1)
Спред по процентних ставках*, %	m2Spread	[89] FR.INR.LNDP; різниця між кредитною і депозитною ставкою
Зміна спреду по процентних ставках*, %	m2Spreadch	m2Spread - m2Spread(t-1)

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Середня процентна ставка по зовнішньому боргу*, %	m2EDebtRate	[166] average interest rate on external debt
Зміна середньої процентної ставки по зовнішньому боргу *, %	m2EdebtRatech	m2EDebtRate - m2EDebtRate(t-1)
Світова процентна ставка*, %	m2WIRate	[12] 11160LDD; середнє за період
Зміна світової процентної ставки*, %	m2WIRatech	m2WIRate - m2WIRate(t-1)
Процентний диференціал*, %	m2IRateDif	m2MRate - m2WIRate; з поправкою на зміну валютного курсу
Зміна процентного диференціалу*, %	m2IRateDifch	m2IRateDif - m2IRateDif(t-1)
Резерви банків, од. національної валюти	b1BRes	[12] 20; на кінець періоду
Ліквідні резерви банків / активи банків*, %	b1BRes/Ass	[89] FD.RES.LIQU.AS.ZS
Резерви банків / депозити в банках*, 1	b1BRes/BDep	b1BRes / b2BDep
Зміна резервів банків / депозити в банках*, 1	b1BResch/BDep	b1BRes/BDEp - b1BRes/BDEp(t-1)
Внутрішні вимоги банків, од. національної валюти	b1Cldom	bClggov + bClsent + bClpriv + bClfin
Внутрішні вимоги банків / ВВП*, 1	b1Cldom/GDP	b1Cldom / r1GDPnc
Зміна внутрішніх вимог банків / ВВП*, 1	b1Cldomch/GDP	b1Cldom/GDP - b1Cldom/GDP(t-1)
Вимоги банків до центрального уряду, од. національної валюти	b1Clcgov	[12] 22A; на кінець періоду
Вимоги банків до місцевих урядів, од. національної валюти	b1Cllgov	[12] 22B; на кінець періоду
Вимоги банків до загального уряду, од. національної валюти	b1Clggov	[12] 22A; на кінець періоду
Вимоги банків до державних підприємств, од. національної валюти	b1Clsent	[12] 22C, 22BX; на кінець періоду
Вимоги банків до приватного сектору, од. національної валюти	b1Clpriv	[12] 22D; на кінець періоду
Вимоги банків до інших фінансових інституцій, од. національної валюти	b1Clfin	[12] 22F, 22G; на кінець періоду
Вимоги банків до загального уряду / внутрішні вимоги банків*, 1	b1Clggov/Cldom	b1Clggov / b1Cldom
Зміна вимог банків до загального уряду / внутрішні вимоги банків*, 1	b1Clggovch/Cldom	b1Clggov/b1Cldom - b1Clggov/b1Cldom(t-1)
Вимоги до державних підприємств / вимоги до підприємств*, 1	b1Clsent/Clent	b1Clsent / (b1Clsent + b1Clpriv)

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Зміна вимог до державних підприємств / вимоги до підприємств*, 1	b1Clsentch/ Clent	b1Clsent/Clent - b1Clsent/Clent(t-1)
Депозити в банках, од. національної валюти	b2BDep	bDDep + bODep
Депозити в банках / ВВП*, 1	b2BDep/GDP	b2BDep / r1GDPnc
Зміна депозитів у банках / ВВП*, 1	b2BDepch/ GDP	b2BDep/GDP - b2BDep/GDP(t-1)
Депозити в банках до запитання, од. національної валюти	b2DDep	[12] 24; на кінець періоду
Інші депозити в банках, од. національної валюти	b2ODep	[12] 25 або b2Tdep + b2FDep; на кінець періоду
Термінові і ощадні депозити в банках, од. національної валюти	b2TDep	[12] 25, 25A; на кінець періоду
Валютні депозити в банках, од. національної валюти	b2FDep	[12] 25B, 35X; на кінець періоду
Депозити в банках до запитання / депозити в банках*, 1	b2DDep/ BDep	b2DDep / b2BDep
Зміна депозитів у банках до запитання / депозити в банках*, 1	b2DDepch/ BDep	b2DDep/BDep - b2DDep/BDep(t-1)
Кредит банкам від монетарної влади, од. національної валюти	b2CBCred	[12] 26G; на кінець періоду
Зміна кредиту банкам від монетарної влади / ВВП*, 1	b2CBCredch/ GDP	(b2CBCred - b2CBCred(t-1)) / r1GDPnc
Внутрішній кредит банківської системи / ВВП*, %	b3DomCr/ GDP	[89] FS.AST.DOMS.GD.ZS
Зміна внутрішнього кредиту банківської системи / ВВП*, %	b3DomCrch/ GDP	b3DomCr/GDP - b3DomCr/GDP(t-1)
Вимоги банківської системи до держави, од. національної валюти	b3SCLgov	[89] FM.AST.GOVT.CN; за Monetary Survey IFS
Вимоги банківської системи до держави / ВВП*, 1	b3SCLgov/ GDP	b3SCLgov / r1GDPnc
Зростання вимог банківської системи до держави / M2*, %	b3SCLgovgr/ M2	[89] FM.AST.GOVT.ZG.M2; за Monetary Survey IFS
Вимоги банківської системи до приватного сектору, од. національної валюти	b3SCLpriv	[89] FM.AST.PRVT.CN; за Monetary Survey IFS
Внутрішній кредит приватному сектору / ВВП*, %	b3DomCrpriv/ GDP	[89] FS.AST.PRVT.GD.ZS; у деяких країнах включає кредит державним підприємствам
Приріст вимог банківської системи до приватного сектору*, 1	b3SCLprivgr	b3SCLpriv / b3SCLpriv(t-1)
Зростання вимог банківської системи до приватного сектору / M2*, %	b3SCLprivgr/ M2	[89] FM.AST.PRVT.ZG.M2; за Monetary Survey IFS

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Активи фінансової системи / ВВП*, 1	b3FSysAss/ GDP	[303] Сума central bank assets to GDP, deposit money bank assets to GDP, other financial institutions assets to GDP
Зміна активів фінансової системи / ВВП*, 1	b3FSysAssch/ GDP	b3FSysAss/GDP - b3FSysAss/GDP(t-1)
Регулювання кредитного ринку*, бали	b4CredReg	[178] 5A; !
Наявність системи страхування депозитів*, бали	b4DepInsur	[304]
Свобода громадян мати банківські рахунки в іноземній валюті всередині країни і за кордоном*, бали	b4ifFDep	[178] 3D; !
Банківська криза*, бали	b5BCris	[281]
Баланс державного бюджету / ВВП*, %	g1BBal/GDP	[89] GB.BAL.OVRL.GD.ZS
Зміна балансу державного бюджету / ВВП*, %	g1BBalch/ GDP	g1BBal/GDP - g1BBal/GDP(t-1)
Внутрішнє фінансування дефіциту державного бюджету / ВВП*, %	g1DBDefFin/ GDP	[89] GB.FIN.DOMS.GD.ZS
Зовнішнє фінансування дефіциту державного бюджету / ВВП*, %	g1FBDefFin/ GDP	[89] GB.FIN.ABRD.GD.ZS
Витрати державного бюджету / ВВП*, %	g2Sp/GDP	[89] GB.XPD.TOTL.GD.ZS
Зміна витрат державного бюджету / ВВП*, %	g2Spch/GDP	g2Sp/GDP - g2Sp/GDP(t-1)
Поточні витрати державного бюджету, од. національної валюти	g2CurSp	[89] GB.XPC.TOTL.CN
Поточні витрати державного бюджету / ВВП*, 1	g2CurSp/GDP	g2CurSp / r1GDPnc
Капітальні витрати державного бюджету / витрати державного бюджету*, %	g2CapSp/Sp	[89] GB.XPK.TOTL.ZS
Субсидії та інші поточні трансфери / витрати державного бюджету*, %	g2Subs/Sp	[89] GB.XPC.TRFT.ZS
Витрати на зарплату / витрати державного бюджету*, %	g2WageSp/Sp	[89] GB.XPC.WAGE.ZS
Зміна витрат на зарплату / витрати державного бюджету*, %	g2WageSpch/ Sp	g2WageSp/Sp - g2WageSp/Sp(e-1)
Військові витрати / ВВП*, %	g2ArmSp/ GDP	[89] MS.MIL.XPND.GD.ZS
Процентні платежі / поточні доходи державного бюджету*, %	g2IntSp/ CurRev	[89] GB.INT.DECT.RV.ZS

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Процентні платежі / витрати державного бюджету *, %	$g2IntSp/Sp$	[89] GB.XPC.INTP.ZS
Зміна процентних платежів / витрати державного бюджету*, %	$g2IntSpch/Sp$	$g2IntSp/Sp - g2IntSp/Sp(t-1)$
Тренд процентних платежів / витрати державного бюджету *, %	$g2IntSptr/Sp$	$2 \times g2IntSp/Sp - g2IntSp/Sp(t-1)$
Процентні платежі / ВВП*, 1	$g2IntSp/GDP$	$g2IntSp/Sp \times g2Sp/GDP$
Доходи державного бюджету / ВВП*, %	$g3Rev/GDP$	$g2Sp/GDP + g1BBal$
Зміна доходів державного бюджету / ВВП*, %	$g3Revch/GDP$	$g3Rev/GDP - g3Rev/GDP(t-1)$
Поточні доходи державного бюджету / ВВП*, %	$g3CurRev/GDP$	[89] GB.RVC.TOTL.GD.ZS
Податкові надходження / ВВП, %	$g3Tax/GDP$	[89] GB.TAX.TOTL.GD.ZS
Неподаткові надходження / поточні надходження державного бюджету*, %	$g3NTaxRev/CurRev$	[89] GB.NTX.TOTL.RV.ZS
Експортні мита / податкові надходження, %	$g4ExpD/Tax$	[89] GB.TAX.EXPT.ZS
Імпортні мита / податкові надходження, %	$g4ImpD/Tax$	[89] GB.TAX.IMPT.ZS
Максимальна маржинальна ставка податку на прибуток корпорацій*, %	$g4CorpTax$	[89] GB.TAX.CMAR.ZS
Максимальна маржинальна ставка податку на дохід фізичних осіб*, %	$g4IncomeTax$	[178] 1Di; !
Борг центрального уряду / ВВП*, %	$g5CGDebt/GDP$	[89] GB.DOD.TOTL.GD.ZS
Зміна боргу центрального уряду / ВВП*, %	$g5CGDebtch/GDP$	$g5CGDebt/GDP - g5CGDebt/GDP(t-1)$
Тренд боргу центрального уряду / ВВП*, %	$g5CGDebtttr/GDP$	$2 \times g5CGDebt/GDP - g5CGDebt/GDP(t-1)$
Державний борг, од. національної валюти	$g5PDebt$	$gDDebt + gFDebt$
Державний борг / ВВП*, 1	$g5PDebt/GDP$	$g5PDebt / r1GDPnc$
Зміна державного боргу / ВВП*, 1	$g5PDebtch/GDP$	$g5PDebt/GDP - g5PDebt/GDP(t-1)$
Тренд державного боргу / ВВП*, 1	$g5PDebtttr/GDP$	$2 \times g5PDebt/GDP - g5PDebt/GDP(t-1)$
Державний борг / доходи державного бюджету*, 1	$g5PDebt/Rev$	$g5PDebt/GDP / g3Rev/GDP$
Внутрішній державний борг, од. національної валюти	$g5DDebt$	[12] 88, 88A, 88B; переважно на кінець періоду

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Зовнішній державний борг, од. національної валюти	g5FDebt	[12] 89A, 89B; переважно на кінець періоду
Зовнішній державний борг / ВВП*, 1	g5FDebt/GDP	g5FDebt / r1GDPnc
Зміна зовнішнього державного боргу / ВВП*, 1	g5FDebtch/GDP	g5FDebt/GDP - g5FDebt/GDP(t-1)
Тренд зовнішнього державного боргу / ВВП*, 1	g5FDebttr/GDP	$2 \times g5FDebt/GDP - g5FDebt/GDP(t-1)$
Зовнішній державний борг / державний борг *, 1	g5FDebt/PDebt	g5FDebt / g5PDebt
ВВП у доларах за валютним курсом, дол.	r1GDP	[89] NY.GDP.MKTP.CD
Частка у світовому ВВП*, 1	r1GDPs	r1GDP / r1GDP(w); (w) - світовий
ВВП у національній валюті, од. національної валюти	r1GDPnc	[12] 99B, 99BP
Приріст реального ВВП*, %	r1GDPgr	[89] NY.GDP.MKTP.KD.ZG
Зміна приросту ВВП*, %	r1GDPgrch	r1GDPgr - r1GDPgr(t-1)
Тренд приросту ВВП*, %	r1GDPgrtr	$2 \times r1GDPgr - r1GDPgr(t-1)$
Відхилення приросту ВВП від тренду*, %	r1GDPgrdev	r1GDPgr - r1GDPgrtr(t-1)
Приріст світового ВВП*, 1	r1WGDPgr	[89] NY.GDP.PCAP.KD.ZG
Диференціал приросту ВВП*, 1	r1GDPgrdif	r1GDPgr - r1WGDPgr
ВВП на душу населення, дол.	r1GDPpcppp	[89] NY.GDP.PCAP.PP.CD
Відхилення від середнього ВВП на душу населення*, 1	r1GDPpcdev	r1GDPpcppp / r1GDPpcppp(tav); (tav) – середній світовий у відповідному році
Приріст ВВП на душу населення*, %	r1GDPpcgr	[89] NY.GDP.PCAP.KD.ZG
Приріст ВВП на душу населення в країнах – торгових партнерах*, %	r1TGDPgr	[302] trading partners' GDP per capita growth (% , weighted average by trade share)
Приріст кінцевого споживання*, %	r2FConsgr	[89] NE.CON.TETC.KD.ZG
Кінцеве споживання / ВВП*, %	r2FCons/GDP	[89] NE.CON.TETC.ZS
Кінцеве споживання уряду / ВВП*, %	r2FConsgov/GDP	[89] NE.CON.GOV.T.ZS
Кінцеве споживання домогосподарств / ВВП*, %	r2FConspriv/GDP	[89] NE.CON.PETC.ZS
Валові внутрішні заощадження / ВВП*, %	r3DSav/GDP	[89] NY.GDS.TOTL.ZS
Зміна валових внутрішніх заощаджень / ВВП*, %	r3DSavch/GDP	r3DSav/GDP - r3DSav/GDP(t-1)

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Валові національні заощадження / ВВП*, %	r3NSav/GDP	[89] NY.GNS.ICTR.ZS
Валові інвестиції / ВВП*, %	r3Inv/GDP	[89] NE.GDI.TOTL.ZS
Приріст валових інвестицій*, %	r3Invgr	[89] NE.GDI.TOTL.KD.ZG
Зміна приросту валових інвестицій*, %	r3Invgrch	r3Invgr - r3Invgr(t-1)
Валові інвестиції в основні засоби / ВВП*, %	r3Invfix/GDP	[89] NE.GDI.FTOT.ZS
Приріст валових інвестицій в основні засоби*, %	r3Invfixgr	[89] NE.GDI.FTOT.KD.ZG
Зміни запасів, дол.	r3Invench	[89] NE.GDI.STKB.CD
Зміни запасів / ВВП*, 1	r3Invench/GDP	r3Invench / r1GDP
Державні інвестиції / ВВП*, %	r3Invgov/GDP	[302] public investment (% of GDP)
Приватні інвестиції / ВВП*, %	r3Invpriv/GDP	[302] private investment (% of GDP)
Державні інвестиції / інвестиції*, 1	r3Invgov/Inv	r3Invgov/GDP / (r3Invgov/GDP + r3Invpriv/GDP)
Виробництво сільськогосподарських культур, індекс	r4Agr	[89] AG.PRD.CROP.XD
Приріст виробництва сільськогосподарських культур*, 1	r4Agrgr	r4Agr / r4Agr(t-1)
Врожайність, кг/га	r4AgrYield	[89] AG.YLD.CREL.KG
Приріст врожайності*, 1	r4AgrYieldgr	r4AgrYield / r4AgrYield(t-1)
Приріст доданої вартості в промисловості*, %	r4Indgr	[89] NV.IND.TOTL.KD.ZG
Ціни на акції, індекс	r5ShPr	[12] 62, 62A; середнє за період
Приріст цін акцій*, 1	r5ShPrgr	r5ShPr / r5ShPr(t-1)
Приріст цін акцій у доларах*, %	r5ShPr\$gr	[89] CM.MKT.INDX.ZG
Приріст цін акцій у США*, 1	r5USShPrgr	r5ShPrgr
Відношення цін акцій до доходів*, 1	r5P/E	[305] price earning ratio; на головній біржі країни
Дивідендний бруто-дохід*, %	r5Divid	[305] gross dividend yield; на головній біржі країни
Зміна дивідендного бруто-доходу*, %	r5Dividch	r5Divid - r5Divid(t-1)
Ринкова капіталізація / ВВП*, %	r5MarkCap/GDP	[89] CM.MKT.LCAP.GD.ZS
Торгівля акціями / ВВП*, %	r5ShTrade/GDP	[89] CM.MKT.TRAD.GD.ZS
Оборот торгівлі акціями*, %	r5ShTurn	[89] CM.MKT.TRNR

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Приріст обороту торгівлі акціями*, %	r5ShTurngr	$r5ShTurn / r5ShTurn(t-1)$
Коефіцієнт GINI*, %	r6GINI	[89] SI.POV.GINI; відсутні дані = значення найближчого року (але не далі 3 років)
Безробіття*, %	r6Unem	[89] SL.UEM.TOTL.ZS
Зміна безробіття*, %	r6Unemch	$r6Unem - r6Unem(t-1)$
Регулювання ринку праці*, бали	r6LaborReg	[178] 5B; !
Чисельність вчених та інженерів*, чол.	r6SciEng	[89] SP.POP.SCIE.RD.P6
Приріст чисельності вчених та інженерів*, чол.	r6SciEngch	$r6SciEng / r6SciEng(t-1)$
Розмір неформальної економіки / ВНД*, %	r7InformEc/GNI	[196] informal economy; за даними на 2002 р.
Умова кінцевого терміну служби голови уряду*, бали	p1PresEnd	[306] chief executive: is there a finite term in office?
Строк до кінця служби голови уряду*, роки	p1PresTillEnd	[306] chief executive: years left in current term
Підтримка президента на виборах*, %	p1PresSup	[306] chief executive: president got what % of votes in the 1st / only round?
Сила парламенту*, бали	p1ParlPres	[306] chief executive: direct presidential; strong president elected by assembly; parliamentary
Роздробленість парламенту*, 1	p1ParlFract	[306] legislature: total fractionalization
Поляризація уряду і парламенту*, бали	p1Polariz	[306] stability and checks & balances: polarization
Виборність парламенту*, бали	p1Elect	[306] electoral rules: legislative IEC
Тип правлячої партії*, бали	p1LeftRight	[306] chief executive's party
Зміна правлячої партії*, бали	p1LeftRightch	$p1LeftRight - p1LeftRight(t-1)$
Зловживання на виборах*, 1	p2ElectFraud	[306] electoral rules: were vote fraud or candidate intimidation serious enough to affect the outcome of elections?
Політичні вбивства*, шт.	p2Assas	[302] assassinations
Великі урядові кризи*, 1	p2GovCris	[302] major government crises
Заворушення*, 1	p2Riot	[302] riots
Значні страйки*, 1	p2Strike	[302] general strikes
Партизанський рух*, 1	p3Guerill	[302] guerrilla warfare
Революції*, 1	p3Revol	[302] revolutions
Війни і збройні конфлікти*, бали	p3War	[307]

Показник, одиниці виміру	Коротке позначення	Джерело, код чи назва в джерелі / формула; примітки
Посилення збройних конфліктів*, бали	p3Warch	p3War - p3War(t-1)
Регулювання бізнесу*, бали	o1BusReg	[178] 5C; !
Корупція*, бали	o1Corrupt	[308] corruption perceptions index; дані за 2002 р.
Економічна свобода*, бали	o1EcFree	[178] summary index; !
Економічна свобода 2*, бали	o1EcFree2	[309] index of economic freedom rankings
Зміна економічної свободи 2*, бали	o1EcFree2ch	o1EcFree2 - o1EcFree2(t-1)
Правова система і права власності*, бали	o1LegalSys	[178] 2; !
Регіон*, назва	o2Region	-
Основний кредитор – країна, назва	o2Creditor	[255] consolidated international claims of reporting banks on individual countries: amounts outstanding; на сер. 2002 р.; частка в міжнародних вимогах $\geq 25\%$; можливо 2 основних кредитори
Основний торговий партнер – країна, назва	o2Trade Partner	[126]; на 1997 р.; частка в зовнішньоторговому обороті $\geq 20\%$; можливо 2 основних торгові партнери
Валютні кризи в регіоні*, 1	o3CCris Region	d1CCris, o2Region; відношення кількості валютних криз у поточному році до середньої кількості валютних криз за рік у регіоні
Валютні кризи в країні – основному кредиторі або її зоні*, 1	o3CCris Creditor	d1CCris, o2Creditor; відношення кількості валютних криз у поточному році до середньої кількості валютних криз за рік у зоні
Валютні кризи в країні – основному торговому партнері або її зоні*, 1	o3CCris Trade	d1CCris, o2TradePartner; відношення кількості валютних криз у поточному році до середньої кількості валютних криз за рік у зоні
Валютні кризи у світі*, шт.	o3WCCris	d1CCris
Наявність валютної кризи (залежна змінна), бали	d1CCris	1 або 0; з використанням формули (1.4)

Примітки:

1. Зіркою (*) позначені показники, що використовуються як незалежні змінні. Решта показників використовуються для їх розрахунку.
2. ... $(t-1)$ – показник попереднього року.
3. Формули для розрахованих показників передбачають, що аргументи мають бути приведені до однакових грошових одиниць і масштабу.
4. Знаком оклику (!) позначені примітки до показників, відсутні дані по яких замінені на трендові на основі найближчих попередніх і наступних даних, якщо вони мало відрізняються (менше ніж на 1 бал) або не відрізняються.
5. Одиницею (1) позначені одиниці виміру: кількість одиниць або частки одиниці щодо відносних показників, на відміну від відсотків (%).

Додаток Д

Фактори виникнення валютних криз

Таблиця Д.1

Фактори виникнення валютних криз

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Подорожчання національної валюти e1ExrSDRgr	—	0,55 (0,88) 0,93 значне здешевлення 0,9301 (0,97) 1 невелике здешевлення 1,0001 (1,03) 1,44 подорожчання
Здешевлення долара e1Exr\$SDRgr	e4NGasgr (-68)*!	0,93 (0,95) 0,97 подорожчання долара 0,9701 (0,99) 1,03 стійкий курс долара 1,04 (1,07) 1,09 здешевлення долара
Різниця між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку e1BlackExr	—	-62 (0) 1 близькі курси 1,01 (4,1) 10 невелике відхилення 10,1 (19) 102623 значне відхилення
Зростання різниці між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку e1BlackExrch	—	-2568 (-9) -3,01 швидке зменшення відхилення -3 (-0,4) 0 повільне зменшення відхилення 0,01 (3,4) 574 зростання відхилення
Реальна переоцінка національної валюти за ПКС e2PPP/Exrdev	e2PPP/Exr (90)	0,23 (0,5) 0,62 значна недооцінка 0,6201 (0,75) 0,9 невелика недооцінка 0,901 (1,1) 6,7 переоцінка
Зростання реального ефективного валютного курсу e2REERgr	m2DRatech (-65)	0,61 (0,96) 1 зменшення 1,0001 (1,02) 1,04 невелике зростання 1,041 (1,07) 1,83 значне зростання
Реальна переоцінка національної валюти за торговим балансом e2REERtb	—	0,045 (0,85) 0,95 недооцінка 0,9501 (1,02) 1,1 нульова переоцінка 1,101 (1,2) 2,27 переоцінка

Продовж. Табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Реальна переоцінка національної валюти за поточним рахунком e2REERcb	—	0,43 (0,77) 0,95 недооцінка 0,951 (1,01) 1,1 нульова переоцінка 1,101 (1,25) 2,24 переоцінка
Покращення умов торгівлі e3TTradegr	—	0,66 (0,92) 0,97 погіршення 0,9701 (1,0) 1,02 стійкі умови торгівлі 1,021 (1,09) 1,74 покращення
Регулювання цін e3PriceReg	o1BusReg (68)	0 (2) 3 значне 3,1 (4) 5 середнє 5,1 (6) 10 незначне
Зростання цін на пшеницю e4Wheatgr	—	0,77 (0,8) 0,93 зменшення 0,94 (1,07) 1,17 мінімальне зростання 1,1701 (1,171) 1,182 значне зростання
Поточний рахунок t1CurAc/GDP	r3NSav/GDP (77), c3Fin/GDP (-71), a1FRes/CurAc (-72)*	-45 (-7,7) -5,001 значний дефіцит -5 (-3) 0 невеликий дефіцит 0,01 (2) 41 профіцит
Кумулятивний поточний рахунок t1CumCurAc/GDP	—	-512 (-71) -37,1 значний кумулятивний дефіцит -37 (-21) -7,1 середній кумулятивний дефіцит -7 (-1,5) 206 мінімальний кумулятивний дефіцит
Зовнішньоторговий оборот t2FTrade/GDP	t3Exp/GDP (95), t4Imp/GDP (95), a2EDebt2/ExpIncr (-69)*	1,5 (40) 55 невеликий 55,001 (71) 90 середній 90,1 (118) 362 великий
Зростання експорту t3Expgr	t3Expgrch (68)	-62 (-1,2) 0 зменшення 0,001 (7) 10 невелике зростання 10,01 (17) 121 значне зростання
Зростання імпорту t4Impgr	t4Impgrch (65)	-41 (-3) 0 зменшення 0,01 (7) 10 невелике зростання 10,01 (20) 85 значне зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Імпорт зброї t5ArmImp/GDP	—	0 (0) 0,001 невеликий 0,00101 (0,003) 0,005 середній 0,00505 (0,01) 0,23 значний
Частка страхування і фінансових послуг у експорті t5Fin/Exp	—	-0,0017 (0) 0,0015 низька 0,00151 (0,0035) 0,006 середня 0,00601 (0,01) 0,101 значна
Чистий продовольчий експорт t5NetFoodExp/GDP	—	-0,14 (-0,03) -0,0101 чистий імпорт -0,01 (0) 0,02 нульовий чистий експорт 0,0201 (0,05) 0,27 чистий експорт
Частка високотехнологічного експорту t5HTExp/Exp _g	—	0 (0,7) 2 низька 2,1 (3,8) 7 середня 7,1 (18) 74 значна
Частка експорту продукції обробної промисловості t5ManufExp/Exp _g	—	0,18 (12) 25 низька 25,01 (44) 70 середня 70,01 (80) 99 значна
Частка імпорту продукції обробної промисловості t5ManufImp/Imp _g	—	35 (61) 66 низька 66,01 (72) 76 середня 76,01 (80) 91 значна
Частка експорту руди і металів t5MetExp/Exp _g	—	0,0002 (0,35) 1 низька 1,001 (1,9) 4 середня 4,01 (11) 87 значна
Надходження від туризму t5Tour/GDP	—	0 (0,007) 0,02 невеликі 0,02001 (0,026) 0,04 середні 0,04001 (0,07) 0,24 значні
Зростання надходжень від туризму t5Tou _{rch} /GDP	—	-0,08 (-0,004) -0,0011 зменшення -0,001 (0) 0,001 стійкі надходження 0,00101 (0,006) 0,062 зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Експортні мита $t6ExpD/Exp$	$r5ShPrgr$ (69)	0 нульові 0,000001 (0,0006) 0,0025 низькі 0,00251 (0,005) 0,24 високі
Тарифний протекціонізм $t6ImpDminExpD$	$t6ImpD/Imp$ (99), $c1CurTransf/GDP$ (66)	-0,15 (0,02) 0,04 низький 0,0401 (0,065) 0,1 середній 0,1001 (0,17) 1,42 значний
Зростання тарифного протекціонізму $t6ImpDminExpDch$	—	-0,29 (-0,02) -0,0051 зменшення -0,005 (-0,001) 0,002 мінімальне зменшення 0,00201 (0,013) 0,43 зростання
Баланс доходів $c2Inctr/GDP$	$c2Inc/GDP$ (96)	-0,29 (-0,046) -0,0251 значний дефіцит -0,025 (-0,016) 0 невеликий дефіцит 0,00001 (0,007) 0,72 профіцит
Обслуговування зовнішнього боргу відносно ВНД $c2EDebtpaytr/GNI$	$c2EDebtpay/GNI$ (88), $c2EDebtpaytr/Exp$ (78)	-3,7 (1,7) 3 невелике 3,01 (4,6) 7 середнє 7,01 (9,7) 150 значне
Обслуговування зовнішнього боргу відносно надходжень $c2PPGEDebtpay/Exp$	$c2EDebtpay/Exp$ (91), $c2EDebtpaytr/Exp$ (80), $c2EDebtpay/ExpIncr$ (77), $c2PPGEDebtpay/CurRev$ (67), $a2EDebt2/ExpIncr$ (67)	0 (4,5) 7 невелике 7,001 (11,6) 17 середнє 17,1 (24) 181 значне
Кумулятивний фінансовий рахунок мінус прями інвестиції $c3CumFinminFDI/GDP$	—	-2,3 (-0,017) 0 від'ємний 0,0001 (0,06) 0,1 невеликий додатній 0,1001 (0,3) 1,22 значний додатній
Чисті надходження прямих інвестицій і приватного капіталу $c4NetFDI/GDP$	$c7NetPrivCap/GDP$ (89), $c4NetFDI/Inv$ (87), $c4NetFDI/CurAc$ (-75), $c4FDI/CurAc$ (-73)	-6,9 (0,3) 0,9 мінімальні 0,901 (1,7) 3 середні 3,001 (5,1) 38,1 значні
Зростання чистих надходжень прямих інвестицій і приватного капіталу $c4NetFDIch/GDP$	$c7NetPrivCapch/GDP$ (88)	-24 (-1) -0,201 зменшення -0,2 (0) 0,2 стійкі чисті надходження 0,201 (1,2) 28 зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Портфельні інвестиції 5Portfl/GDP	c5Portfd/GDP (79), c5NetPortf/GDP (74)*	-0,05 (-0,002) 0 відплив 0,00001 (0,003) 0,01 невеликі надходження 0,01001 (0,02) 0,37 значні надходження
Зростання надходжень портфельних інвестицій у країну c5Portflch/GDP	—	-0,37 (-0,01) -0,0011 зменшення -0,001 (0,0007) 0,005 стабільні надходження 0,00501 (0,01) 0,42 зростання
Інші інвестиції c6Oth/GDP	c3Fin/GDP (93), c3FinminFDI/GDP (89), c3Error/GDP (-65), c3Fin/M2 (74)*, c6Othl/GDP (68)*	-0,53 (-0,03) -0,0071 відплив -0,007 (0,006) 0,02 мінімальні надходження 0,02001 (0,05) 0,51 значні надходження
Зростання надходжень інвестицій і витрат державного бюджету c6Othch/GDP	c3Finch/GDP (95), g2Spch/GDP (88)	-0,67 (-0,03) -0,0101 зменшення -0,01 (0) 0,01 стійкі надходження 0,0101 (0,04) 0,42 зростання
Інші інвестиції в країну в монетарну владу c6Othlcb/GDP	—	-0,31 (-0,0045) -0,0011 від'ємні -0,001 (0) 0,0002 нульові 0,00021 (0,002) 0,09 додатні
Інші інвестиції в країну в загальний уряд c6Othlgov/GDP	—	-0,24 (-0,02) -0,0031 від'ємні -0,003 (0) 0,01 нульові 0,0101 (0,025) 0,144 додатні
Інші інвестиції в країну в банки c6Othlbank/GDP	c6Othl/GDP (95)	-2,4 (-0,005) 0 від'ємні 0,000001 (0,002) 0,007 невеликі додатні 0,00701 (0,016) 3,16 значні додатні
Інші інвестиції в країну в інші сектори c6Othlent/GDP	—	-0,29 (-0,005) 0 від'ємні 0,00001 (0,007) 0,015 невеликі додатні 0,01501 (0,3) 0,19 значні додатні
Втеча капіталу c6OthaentError/GDP	c3Error/GDP (78), c6Othaent/GDP (67)*	-0,28 (-0,03) -0,01001 пряма втеча -0,01 (0) 0,01 нульова втеча 0,01001 (0,02) 0,27 обернена втеча

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Інші інвестиції інших секторів c6Othent/GDP	–	-0,138 (-0,017) -0,0051 збільшення чистих іноземних активів -0,005 (0,004) 0,015 мінімальне їх зменшення 0,0151 (0,026) 0,191 значне їх зменшення
Валові потоки приватного капіталу c7GPrivCap/GDP	–	0,20 (3,6) 6 невеликі 6,01 (9,2) 12 середні 12,01 (19) 689 значні
Пільгова допомога МВФ c7IMFcons/GDP	c7INFncons/GDP (-68)	-0,04 (-0,002) -0,000001 виплати 0 неучасть 0,00001 (0,006) 0,362 надходження
Зростання зовнішнього боргу a1CBTFLiabch/GDP	a1NFResch/GDP (-92), a2EDebtch/GDP (78), a4ShEDebtch/GDP (73), m2RLRatech (-70),	-0,507 (-0,017) -0,005001 значне зменшення -0,005 (-0,002) -0,0000001 невелике зменшення 0 (0,005) 0,581 зростання
Чисті золотовалютні резерви a1NFRes/ImpIncp	a1FRes/Imp (100), a1NFRes/GDP (82), a1NFRestr/GDP (78), a1CBFLiab/GDP (-74), a4ShEDebt/ExpIncr (-68), a1NFRes/ShEDebt2 (66), a2EDebt/ExpIncr (-65), a1NFRes/Edebt (89)*, a1NFRes/CurAc (-87)*, a1NFRes/ShEDebt (81)*, a1NFRes/ResMon (81)*, a1FRes/ImpIncp (73)*, a1FRes/EDebt (72)*	-2,36 (0) 0,1 нульові 0,101 (0,18) 0,25 невеликі 0,25001 (0,37) 1,84 значні
Зростання золотовалютних резервів a1FResch/GDP	a1FResgr (79)*, m1M2gr/Fres (-76)*, a1NFResch/GDP (69)*, a1NFResgr (68)*	-0,21 (-0,015) -0,0051 зменшення -0,005 (0,006) 0,015 мінімальне зростання 0,01501 (0,03) 0,27 значне зростання
Золотовалютні резерви a1FRestr/GDP	a1FRes/GDP (97), a1FRes/EDebt (74), a1FRes/Imp (70), a1FRes/ImpIncp (70), a1NFRes/Edebt (66), a1NFRestr/GDP (77)*, a1NFRes/GDP (71)*	-0,21 (0,06) 0,1 невеликі 0,1001 (0,13) 0,17 середні 0,17001 (0,24) 1,98 значні

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Золотовалютні резерви відносно короткострокового зовнішнього боргу a1FRes/ShEDebt	a1NFRes/ShEDebt (97), a1FRes/ShEDebt2 (79), a1NFRes/ShEDebt2 (71), a4ShEDebt/ExpIncr (-82)*, a4ShEDebt/GDP (-80)*, a4ShEDebttr/GDP (-73)*,	0,00038 (0,8) 1,5 невеликі 1,501 (2,4) 4 середні 4,001 (9) 838 значні
Зовнішній і державний борг a2EDebt/GDP	a2EDebttr/GDP (95), a4ShEDebt/GDP (90), a4ShEDebttr/GDP (89), a1CBFLiab/GDP (86), g5FDebt/GDP (85), g5PDebt/GDP (81), a1NFRes/GDP (-81), a1IMFcr/GDP (78), a1NFRestr/GDP (-78), g5FDebttr/GDP (76), a5FBankAss/GDP (75), g5CGDebt/GDP (73), a5NetFBankAss/GDP (72), g5PDebttr/GDP (72), a2EDebt/ExpIncr (69), g5CGDebttr/GDP (67), c3PBal/GDP (-66), g5PDebt/Rev (66), a2EDebt2/GDP (87)*, c2Intpay/GDP (78)*, a1FRes/GDP (70)*, c2Intpaytr/GDP (65)*	0,046 (0,28) 0,4 невеликий 0,4001 (0,53) 0,7 середній 0,701 (1) 16 значний
Частка зовнішнього боргу в доларах a3EDebt\$/EDebt	—	7 (42) 50 низька 50,1 (64) 73 середня 73,1 (81) 92 значна
Частка приватного у зовнішньому боргу a3PrivEDebt/EDebt	g5FDebt/GDP (-65)*	0 (0) 1 нульова 1,1 (2,2) 10 низька 10,01 (22) 80,1 значна
Короткостроковий зовнішній борг a4ShEDebt2/ExpIncr	a4ShEDebt2/GDP (69), a4ShEDebt/ExpIncr (78)*	0,027 (0,14) 0,2 невеликий 0,2001 (0,25) 0,37 середній 0,371 (0,57) 1,76 значний
Відносне зростання резервних грошей m1ResMonch/GDP	m1ResMonrgr (74)	-0,123 (-0,014) -0,0051 зменшення -0,005 (0) 0,005 нульове зростання 0,0051 (0,013) 0,132 зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Рівень монетизації $m1M1/GDP$	$m1ResMon/GDP$ (73)	0,0087 (0,08) 0,1 низький 0,10001 (0,13) 0,16 середній 0,161 (0,23) 0,71 високий
Відносне зростання грошей $m1M1ch/GDP$	$m1M1rgr$ (65)	-0,196 (-0,012) -0,0051 зменшення -0,005 (0,001) 0,005 нульове зростання 0,00501 (0,014) 0,096 зростання
Кількість грошей і квазігрошей відносно золотовалютних резервів $m1M2/FRes$	$e3CPIgrend$ (67), $m1M2gr/Fres$ (65), $a1FRes/ResMon$ (-69)*	0,19 (1,6) 2,5 невелика 2,5001 (3,1) 4 середня 4,0001 (5,7) 2380 значна
Зростання грошей і інфляція $m1M2gr$	$r5ShPrgr$ (98), $m1M1gr$ (97), $e3PPIgr$ (95), $m1ResMongr$ (90), $b3SClprivgr$ (87), $e3CPIgr$ (84), $e3Wagegr$ (80), $e3Deflgr$ (79), $b3SClgovgr/M2$ (77), $e3CPIgrend$ (71), $b3SClprivgr/M2$ (71), $m2TRate$ (69)	-21,4 (7) 12 мінімальне 12,01 (17) 22 середнє 22,1 (34) 142 значне
Відносне зростання грошей і квазігрошей $m1M3ch/GDP$	$m1M2ch/GDP$ (94), $m1QM3ch/GDP$ (85), $b2BDepch/GDP$ (83), $b3Domcrch/GDP$ (82)	-193 (-2,3) -0,301 зменшення -0,3 (1) 2 мінімальне зростання 2,001 (4,2) 249 значне зростання
Процентні ставки $m2RRate$	$r5ShPrgr$ (84), $m2TRate$ (79), $m2DRate$ (84)*, $m2MRate$ (83)*, $m2LRate$ (83)*, $e3CPIgr$ (73)*, $e3CPIgrend$ (72)*, $e3Wagegr$ (67)*, $b3FSysAss/GDP$ (-67)*, $e3Deflgr$ (65)*	1,75 (7) 10 низькі 10,1 (12) 15 середні 15,1 (25) 219 високі
Зростання облікової ставки $m2RRatech$	$r5ShPrgr$ (-94), $m2MRate$ (-94), $m2TRatech$ (72)	-449 (-4,7) -1,51 зменшення -1,5 (0) 0 незмінна ставка 0,01 (2) 40 зростання
Зростання процентних ставок $m2LRatech$	$m2MRatech$ (99), $m2DRatech$ (88), $m2Spreadch$ (87), $m2TRatech$ (80)	-1421 (-4,5) -1,501 значне зменшення -1,5 (-0,4) 0 невелике зменшення 0,001 (1) 16 зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Реальна процентна ставка m2RLRate	–	-57 (2) 6 мінімальна 6,01 (9) 12 середня 12,01 (17) 128 висока
Спред по процентних ставках m2Spread	r5ShPrgr (98), m2MRate (97), e3PPIgr (92), m2LRate (87), r5Divid (68), e3Wagegr (67), m2TRate (67), g5PDebt/Rev (65)	-42 (3) 5 мінімальний 5,01 (7) 10 середній 10,01 (13) 164 великий
Процентна ставка по зовнішньому боргу m2EDebtRate	–	2 (4,7) 5,25 низька 5,251 (5,8) 6,25 середня 6,251 (7,2) 12 висока
Зростання процентної ставки по зовнішньому боргу m2EDebtRatech	–	-3,61 (-0,7) -0,21 зменшення -0,2 (0) 0,3 незмінна ставка 0,3001 (0,65) 4,31 зростання
Світова процентна ставка m2WIRate	e4Irongr (72)!	1,79 (3,9) 5 низька 5,1 (5,5) 5,8 середня 5,9 (6,5) 9,3 висока
Процентний диференціал m2IRateDif	m2MRate (100), r5ShPrgr (98), b3SClgovgr/M2 (92), b3SClprivgr/M2 (69), e3CPIgrend (69), m2MRatech (65)	-145 (-7) -2,01 від’ємний -2 (1) 3 мінімальний додатній 3,01 (9) 74 значний додатній
Зростання процентного диференціалу m2IRateDifch	m2MRatech (100), m2RLRatech (66)	-10000000 (-8) -3,1 зменшення -3 (0) 3 незмінний процентний диференціал 3,1 (12) 765 зростання
Банківські резерви b1BRes/BDep	b1BRes/Ass (81)	-0,27 (0,06) 0,1 мінімальні 0,10001 (0,15) 0,2 середні 0,201 (0,27) 1,75 значні
Зростання банківських резервів b1BResch/BDep	–	-1,36 (-0,04) -0,0101 зменшення -0,01 (0) 0,01 незмінні банківські резерви 0,0101 (0,03) 0,40 зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Зростання внутрішніх вимог банків b1Cldomch/GDP	b3DomCrch/GDP (67)*	-0,53 (-0,02) -0,0051 зменшення -0,005 (0,01) 0,02 мінімальне зростання 0,0201 (0,04) 0,30 значне зростання
Частка вимог банків до загального уряду b1Clggov/Cldom	—	-0,18 (0,04) 0,08 мінімальна 0,0801 (0,15) 0,23 середня 0,2301 (0,35) 0,91 значна
Зростання частки вимог банків до загального уряду b1Clggovch/Cldom	b2BDepch/GDP (69)	-0,31 (-0,03) -0,0101 зменшення -0,01 (0) 0,01 стійка частка 0,01001 (0,04) 0,52 зростання частки
Частка вимог банків до державних підприємств b1Clsent/Clent	b4CredReg (-65)	0 (0,007) 0,025 низька 0,0251 (0,05) 0,09 середня 0,0901 (0,19) 0,92 значна
Зростання частки вимог банків до державних підприємств b1Clsentch/Clent	—	-0,46 (-0,03) -0,0101 зменшення -0,01 (0) 0,001 стійка частка 0,00101 (0,009) 0,86 зростання
Величина фінансового сектору b2BDep/GDP	m1M2/GDP (96), m1M3/GDP (95), m1QM3/GDP (94), b1Cldom/GDP (91), b3DomCrpriv/GDP (79), b3FSysAss/GDP (78), b3DomCr/GDP (69), r5MarkCap/GDP (69)	0,028 (0,14) 0,22 невеликий 0,221 (0,3) 0,38 середній 0,3801 (0,59) 2,28 значний
Частка депозитів до запитання у всіх депозитах b2DDep/BDep	m1QM3/GDP (-66)*	0,017 (0,13) 0,17 низька 0,1701 (0,23) 0,33 середня 0,3301 (0,44) 0,78 значна
Зростання частки депозитів до запитання в банках b2DDepch/BDep	—	-0,27 (-0,03) -0,0081 зменшення -0,008 (-0,002) 0,008 стійка частка 0,00801 (0,2) 0,24 зростання
Зростання кредиту банкам від монетарної влади b2CBCredch/GDP	—	-0,17 (-0,003) -0,0011 зменшення -0,001 (0) 0,001 стійкий кредит 0,00101 (0,005) 0,07 зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Вимоги банківської системи до держави b3SClgov/GDP	–	-0,96 (-0,01) 0 від'ємні 0,00001 (0,06) 0,1 невеликі додатні 0,1001 (0,21) 1,91 значні додатні
Зростання активів фінансової системи b3FSysAssch/GDP	a4ShEDebttr/GDP (70)	-0,67 (-0,03) -0,011 зменшення -0,01 (0,006) 0,025 незмінні активи 0,0251 (0,05) 0,98 зростання
Наявність системи страхування депозитів b4DepInsur	–	0 відсутня; 1 наявна
Банківська криза b4BCris	–	0 відсутня; 1 (2) 2 наявна
Зростання (сальдо) балансу державного бюджету g1BBalch/GDP	g2Spch/GDP (-67)	-14,5 (-1,9) -0,7001 зменшення -0,7 (0,1) 0,7 стійкий баланс 0,7001 (2) 14,3 зростання
Дефіцит державного бюджету g1DBDefFin/GDP	b1BBal/GDP (-85)	-16,3 (-1,3) 0 профіцит 0,01 (0,8) 2 невеликий дефіцит 2,01 (4) 16,4 значний дефіцит
Зовнішнє фінансування дефіциту державного бюджету g1FBDefFin/GDP	–	-4 (-0,5) 0 від'ємне 0,001 (0,4) 1,3 невелике додатне 1,301 (2,8) 12,9 значне додатне
Величина державного бюджету g2Sp/GDP	g2CurSp/GDP (95), g3Rev/GDP (91), r2FConsGov/GDP (74), g3CurRev/GDP (71)	2,5 (16) 20 невеликий 20,1 (25) 30 середній 30,01 (36) 60,6 значний
Капітальні витрати державного бюджету g2CapSp/Sp	–	0 (8) 12 невеликі 12,01 (16) 20 середні 20,01 (26) 53,7 значні
Витрати на зарплату в державному бюджеті g2WageSp/Sp	g2Subs/Sp (-67)	3,8 (13) 17 невеликі 17,1 (23) 30 середні 30,1 (36) 61,2 значні

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Зростання витрат на зарплату в державному бюджеті g2WageSpch/Sp	—	-16,6 (-2) -0,701 зменшення -0,7 (0) 0,7 стійкі витрати 0,701 (2) 15,7 зростання еті
Витрати на оборону g2ArmSp/GDP	—	0 (1,2) 1,7 низькі 1,8 (2,3) 3 середні 3,1 (4,8) 31,2 значні
Зростання процентних платежів по державному боргу g2IntSpch/Sp	—	-19,5 (-1,8) -0,71 зменшення -0,7 (-0,1) 0,7 стійкі платежі 0,71 (1,5) 14 зростання
Процентні платежі по державному боргу g2IntSptr/Sp	g2IntSp/Sp (94), g2IntSp/CurRev (91), g2IntSp/GDP (85)	-12,1 (3) 5 мінімальні 5,01 (9) 12 середні 12,01 (19) 52,2 значні
Зростання доходів державного бюджету g3Revch/GDP	—	-16,5 (-1,8) -0,71 зменшення -0,7 (0,2) 0,7 мінімальне зростання 0,71 (2) 13,2 зростання
Частка неподаткових надходжень державного бюджету g3NTaxRev/CurRev	t5NetFuelExp/GDP (70), t5EnImp/EnUse (-67)	0,24 (7,7) 10 низька 10,01 (14) 20 середня 20,01 (33) 97,5 значна
Податки на прибуток корпорацій g4CorpTax	—	0 (20) 27 низькі 28 (30) 32 середні 33 (35) 45 високі
Податки на дохід фізичних осіб g4IncomeTax	—	0 (13) 25 низькі 26 (32) 35 середні 36 (45) 87 високі
Зростання державному боргу g5CGDebtch/GDP	g5PDebtch/GDP (80), g5FDebtch/GDP (74)	-63,9 (-6) -2,41 значне зменшення -2,4 (-0,8) 1 мінімальне зменшення 1,01 (4) 37,1 зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Частка зовнішнього у державному боргу g5FDebt/PDebt	g5FDebt/GDP (67), g5FDebttr/GDP (77)*	0 (0,18) 0,3 низька 0,301 (0,48) 0,67 середня 0,6701 (0,84) 1 значна
Частка у світовому ВВП (величина економіки) r1GDPs	c1Aid/GNI (-77)*, c1Aid/Imp (-68)*, c1CurTransf/GDP (-67)*	0 (0,0001) 0,0002 мала економіка 0,00021 (0,0004) 0,0012 середня економіка 0,00121 (0,003) 0,0375 велика економіка
Прискорення економічного зростання r1GDPgrch	r1GDPgrtr (87), r1GDPgrdev (81)	-42,2 (-2,7) -1,401 уповільнення -1,4 (0) 1,4 стійке зростання 1,401 (3,8) 18,8 прискорення
Зростання світового виробництва і попиту r1WGDPgr	t4WImpgr (93), m2WIRatech (81)!, e4Oilgr (69)!, t4WImpgrch (65)!	1,09 (1,5) 2,4 повільне 2,5 (2,9) 3,1 середнє 3,2 (3,4) 3,94 швидке
Рівень економічного розвитку r1GDPpcdev	o1Corrupt (76), t6ImpBar (76), o1EcFree2 (-68), o1BusReg (66), c1Aid/Imp (-84)*, c1Aid/GNI (-80)*, g5FDebt/GDP (-76)*, g5FDebttr/GDP (-73)*, g5PDebt/Rev (66)*	0,06 (0,23) 0,4 низький 0,401 (0,6) 1 середній 1,0001 (1,5) 4,48 високий
Економічне зростання r1GDPpcgr	r1GDPgr (98), r1GDPgrdif (97), r1GDPgrtr (85), r4Indgr (73)*	-43,7 (-0,6) 1 рецесія або стагнація 1,001 (2,5) 4 повільне зростання 4,001 (6) 30,5 швидке зростання
Економічне зростання в країнах – торгових партнерах r1TGDPgr	–	-10,1 (0,9) 1,6 рецесія або стагнація 1,61 (2,1) 2,5 повільне зростання 2,51 (3,1) 6,9 швидке зростання
Зростання кінцевого споживання r2FConsgr	r1GDPgr (66), r1GDPgrdif (65)	-27,5 (0,6) 2,5 мінімальне 2,501 (4,2) 6 середнє 6,001 (8,2) 32,7 швидке
Частка споживання r2FCons/GDP	r3DSav/GDP (-100), r2FConspriv/GDP (89), t2TBal/GDP (-85), c1CurTransf/GDP (68), r3NSav/GDP (-73)*, c1Aid/GNI (69)*, c1Aid/Imp (67)*	49,1 (72) 79 низька 79,01 (84) 88 середня 88,01 (94) 160,8 значна

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Зростання внутрішніх заощаджень r3DSavch/GDP	—	-50 (-2,5) -1,01 зменшення -1 (0) 1 стійкі заощадження 1,01 (2,8) 30,9 зростання
Зростання інвестицій r3Invgr	r3Invfixgr (78), r3Invgrch (68)	-81,8 (-5,4) 0 зменшення 0,001 (6,4) 11 повільне зростання 11,01 (20) 107 швидке зростання
Частка інвестицій r3Invfix/GDP	r3Inv/GDP (91), r3Invpriv/GDP (79)	5,9 (15,6) 18 низька 18,01 (21) 23 середня 23,01 (27,4) 65,1 значна
Зростання запасів r3Invench/GDP	—	-0,09 (-0,001) 0 зменшення 0,000001 (0,004) 0,01 невелике зростання 0,01001 (0,02) 0,31 значне зростання
Частка державних інвестицій r3Invgov/Inv	r3Invgov/GDP (74)*, r3Invpriv/GDP (-65)*	0 (0,2) 0,25 низька 0,251 (0,32) 0,39 середня 0,391 (0,52) 0,82 значна
Зростання виробництва сільськогос- подарських культур r4Agrgr	—	0,45 (0,95) 1 зменшення 1,0001 (1,03) 1,05 повільне зростання 1,0501 (1,12) 2,12 швидке зростання
Зростання врожайності r4AgrYieldgr	—	0,28 (0,91) 0,98 зменшення 0,981 (1,01) 1,05 стійка врожайність 1,0501 (1,13) 3,78 зростання
Зростання цін акцій у доларах r5ShPr\$gr	r5Dividch (-69)*	-67,7 (-28) -17,1 зменшення -17 (-1) 13 стійкі ціни 13,1 (38) 284 зростання
Зростання цін акцій у США r5USShPrgr	—	0,78 (0,83) 1,06 зменшення або стійкість цін 1,07 (1,14) 1,21 повільне зростання 1,22 (1,26) 1,3 швидке зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Відношення цін акцій до доходів r5P/E	—	3,1 (12,4) 14,5 низьке 14,51 (16,3) 21,5 середнє 21,6 (27,4) 99,2 високе
Обсяги торгівлі акціями r5ShTrade/GDP	r5MarkCap/GDP (72), r5ShTurn (78)*	0,009 (0,42) 1 низькі 1,001 (3,1) 7,5 середні 7,501 (24) 287 значні
Зростання обороту торгівлі акціями r5ShTurngr	—	0,0018 (0,61) 0,82 зменшення 0,8201 (1,05) 1,32 стійкий оборот 1,3201 (1,96) 295 зростання
Нерівність у доходах населення r6GINI	—	24,4 (32) 37 низька 37,1 (40) 45 середня 45,1 (56) 70,7 висока
Безробіття r6Unem	—	0,8 (3,2) 6 низьке 6,1 (8,4) 11 середнє 11,1 (16) 39,3 високе
Зростання безробіття r6Unemch	—	-27,1 (-1,1) -0,5 зменшення -0,4 (0) 0,3 стійке безробіття 0,4 (1,4) 13,9 зростання
Регулювання ринку праці r6LaborReg	—	3,3 (4,2) 4,66 значне 4,661 (5,2) 5,85 середнє 5,851 (6,6) 8,3 незначне
Чисельність вчених та інженерів r6SciEng	—	3,25 (113) 240 мала 241 (444) 1260 середня 1261 (2030) 4140 велика
Зростання чисельності вчених та інженерів r6SciEngch	—	0,6 (0,93) 0,994 зменшення 0,9941 (1,01) 1,04 мінімальне зростання 1,041 (1,8) 2,48 швидке зростання

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Розмір неформальної економіки r7InformEc/GNI	—	13,1 (20) 30 мала 30,1 (34) 40 середня 40,1 (46) 67,3 велика
Умова кінцевого терміну служби голови уряду p1PresEnd	—	0 відсутній кінцевий термін; 1 наявний кінцевий термін
Строк до кінця служби голови уряду p1PresTillEnd	—	0 (0) 1 передвиборчий період 2 міжвиборчий період 3 (3) 6 післявиборчий період
Підтримка президента на виборах p1PresSup	—	19,6 (36) 47 низька 47,1 (52) 58 середня 58,1 (75) 100 висока
Сила парламенту p1ParlPres	—	0 президентська форма правління 1 президентсько-парламентська форма правління 2 парламентська форма правління
Поляризація уряду і парламенту p1Polariz	—	0 низька; 1 (2) 2 висока
Виборність і роздробленість парламенту p1Elect	p1ParlFract (67)*	1 (3) 4 юридично однопартійна система 5 (6) 6,5 фактично однопартійна система 7 фактично багатопартійна система
Тип правлячої партії p1LeftRight	—	1 лівий уряд 2 центристський уряд 3 правий уряд
Зміна правлячої партії p1LeftRightch	—	-2 (-2) -1 прихід до влади лівих сил 0 незмінність орієнтації правлячої партії 1 (1) 2 прихід до влади правих сил
Зловживання на виборах p2ElectFraud	—	0 відсутні; 1 наявні

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Політичні вбивства p2Assas	–	0 відсутні; 1 (2) 13 наявні
Великі урядові кризи p2GovCris	–	0 відсутні; 1 (1) 2 наявні
Заворушення p2Riot	–	0 відсутні; 1 (2) 15 наявні
Значні страйки p2Strike	–	0 відсутні; 1 (1) 3 наявні
Партизанський рух p3Guerill	–	0 відсутній; 1 (1) 3 наявні
Революції p3Revol	–	0 відсутні; 1 (1) 3 наявні
Війни і збройні конфлікти p3War	–	0 мир 1 (2) 2 обмежені збройні конфлікти 3 війна
Посилення збройних конфліктів p3Warch	–	-3 (-1) -1 послаблення 0 незмінність 1 (1) 3 посилення
Економічна свобода o1EcFree	b4CredReg (80), o1EcFree2 (-79), o1BusReg (72), t6ImpBar (69), c8CapBar (67), b4ifFDep (68)*	2,9 (5) 5,5 низький рівень 5,501 (6) 6,5 середній рівень 6,51 (7) 9,1 високий рівень
Зменшення економічної свободи o1EcFree2ch	–	-0,6 (-0,2) -0,11 значне зростання -0,1 (-0,03) 0,02 мінімальне зростання 0,03 (0,1) 4 зменшення
Дієвість законодавства o1LegalSys	t6ImpBar (76), o1Corrupt (69), o1BusReg (68)	1,9 (4,2) 5 низька 5,0001 (5,6) 6 середня 6,0001 (6,7) 8,6 висока

Продовж. табл. Д.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелюючі змінні	Характеристики груп
Регіон o2Region	–	Центральна та Східна Європа і СНД (I); Близький Схід і Північна Африка (II); Латинська Америка (III); Східна Азія (IV); Африка південніше Сахари (V)
Валютні кризи в регіоні o3CCrisRegion	–	0 (0,3) 0,6 мала кількість 0,61 (0,7) 1,1 середня кількість 1,11 (1,5) 8,1 велика кількість
Валютні кризи в країні – основному кредиторі або її зоні o3CCrisCreditor	–	0 (0,27) 0,65 мала кількість 0,66 (0,84) 1,2 середня кількість 1,201 (1,45) 3,47 велика кількість
Валютні кризи в країні – основному торговому партнері або її зоні o3CCrisTrade	–	0 мала кількість 0,15 (0,7) 1,05 середня кількість 1,06 (1,5) 5,94 велика кількість
Валютні кризи у світі o3WCCris	–	13 (17) 22 мала кількість 23 (28) 32 середня кількість 33 (37) 46 велика кількість

Примітки:

1. У другому стовпчику в дужках звичайні коефіцієнти кореляції Пірсона або, якщо позначені зіркою (*), рангові коефіцієнти кореляції Спірмана з сурогатною змінною відповідного фактора, у відсотках.
2. У характеристиках груп для кожної групи значень сурогатної змінної (при поділі на три групи: I, II і III; дві групи: I і III; або п'ять груп: I, II, III, IV, V) вказані або єдино можливе значення в групі або мінімальне значення (у дужках – медіана) максимальне значення; назва діапазону значень у групі.
3. Для світових показників знаком оклику (!) позначені коефіцієнти кореляції менші за 65 %, або які не можна встановити для більшого періоду (з 1960-х рр.).
4. Одиниці виміру і методику розрахунку показників див. у додатку В.

Додаток Е

Імовірність виникнення валютних криз при подвійному групуванні за факторами

Таблиця Е.1

Подорожчання національної валюти

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	18+	13+	13+	m2LRatech II	15	10+	3+
o2Region II**	19*	4	4+	m2LRatech III**	15	14+	28*+
e1BlackExr I	6	16	15	m2WIRate II	13+	17+	22+
e4Wheatgr II	29*+	14+	7*+	m2WIRate III	26*+	10+	7
e4Wheatgr III	13+	6+	16+	b1Clent/Clent I	13+	19	241
t5ArmImp/GDP II**	9+	7+	24*	b3SClgov/GDP II	13+	18+	11+
t5NetFoodExp/ GDP I	17	7+	3	g1DBDefFin/GDP I	11	5	16
t5ManufExp/ Expg I	19	19	5*	g2Sp/GDP III	13	4+	16
t5Tour/GDP III**	7	3+	12+	g2IntSpch/Sp I**	9	8	22
t6ExpD/Exp II	8-	5	17-	r2FConsgr III**	12	8+	21+
t6ImpDmin ExpDch II	15	2	15	r5USShPrgr II	25*+	9+	8+
c5Portflch/GDP II	13	5	20	r5USShPrgr III	13+	17+	22+
a1FRestr/GDP III**	13	4+	13+	r7InformEc/GNI III	16+	28	17
m1M1/GDP I	13+	21+	16	p1PresSup II	9	26-	13-
m1M2gr I	24	13+	6+	o1LegalSys III**	11	0	9
m2RRate III	21+	22	37	-	-	-	-

Примітки до таблиць у додатку:

1. По стовпчиках – дані по групах спостережень за фактором впливу, вказаним у назві таблиці.
2. По рядках – дані по всіх спостереженнях або групах спостережень за факторами умов, де вплив фактору впливу значуще відрізняється від впливу по всіх спостереженнях при умові достатньої кількості спостережень. Опушені рядки, якщо вплив фактору впливу по всіх спостереженнях незначущий і значуще інший вплив у цих рядках також незначущий.
3. У комірках – частка спостережень із значенням 1 змінної наявності валютної кризи з лагом у 1 рік (тобто розрахована постфактум імовірність виникнення валютної кризи).
4. Жирним шрифтом позначені частки, що значуще відрізняються від інших груп у рядку (при рівні значущості менше 0,05), якщо кількість спостережень не менше 20. При кількості спостережень 15-19 додатково припускається випадкова зміна значення в двох

спостереженнях не на користь спостерігаємої закономірності; якщо частка залишається значуще іншою, вона також позначається жирним шрифтом.

5. Зіркою (*) позначені частки, що особливо значуще відрізняються (при рівні значущості менше 0,01) від інших груп у рядку, якщо кількість спостережень у групах не менше 30.

6. Двома зірками (**) позначені рядки, де вплив фактору впливу особливо значуще відрізняється (при рівні значущості менше 0,01) від впливу за усіма спостереженнями, якщо кількість спостережень у групах у рядку не менше 30.

7. Курсивом позначені рядки з групами по змінній регіону, в яких вплив фактору впливу значуще не відрізняється від впливу за усіма спостереженнями (у разі якщо він не є значущим або інший), але якщо в цих групах по змінній регіону цей вплив є значущим.

8. Знаком (^) позначено рядки, де частки в спостереженнях з відсутніми даними по факторах впливу або умов, значуще відрізняються (при рівні значимості менше 0,05) від інших груп, якщо кількість таких спостережень з відсутніми даними не менше 15% від усіх спостережень – для часткового врахування спотворюючого ефекту відсутніх даних.

9. Знаком (+) позначені частки в групах спостережень, якщо кількість цих спостережень не менше 80.

10. Знаком (-) позначені частки в групах спостережень, якщо кількість цих спостережень від 10 до 40 (частки не показані при кількості спостережень менше 10).

11. Дані про діапазони значень по кожній групі спостережень див. у додатку Д.

Таблиця Е.2

Здешевлення долара

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	12+	13+	c7GPrivCap/GDP III**	23*+	4*+	10
o2Region II	4	8	11	m1M2gr II	14+	8+	20
e1BlackExr I	29*-	8+	8-	b3SClGov/GDP I	21*	5	6-
e3PriceReg III	15+	2	13-	g2IntSptr/Sp I	13	5	0-
e4Wheatgr II**	11+	22+	19	g4IncomeTax I	13	0-	6-
e4Wheatgr III**	19*+	4	7+	g4IncomeTax III	6	8-	23-
t3Expgr III**	12+	4+	20	r1WGDPgr I	11+	15+	8
t4Impgr II	14+	11+	24	r1WGDPgr II	–	7*+	20*+
t5ManufExp/Expgr II	17+	5*+	19	r6Unemch III	22*	2*	12-
t5ManufImp/Impgr I**	12+	7	26*	r7InformEc/GNI I	12+	3	9
t5Tour/GDP III**	14*+	1	4	p2GovCris I	7	18+	19
t6ExpD/Exp II	13	2	15-	o1EcFree III	12+	2	3
c2PPGEDebtPay/Exp I**	22*+	3*	8-	o1LegalSys III**	10+	0	6-
c3CumFinminFDI/GDP I	12	3-	22-	o3WCCris I	15+	–	7+
c7GPrivCap/GDP I	10	21+	22	o3WCCris II	29*	8*+	–

Таблиця Е.3

Різниця між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	12*+	20+	26+	g1FBDefFin/GDP I [^]	18-	18	0-
e1BlackExrch II	8	30*-	10-	g2Sp/GDP III**	7	18	3-
e2REERgr I	0*-	14-	31-	g2CapSp/Sp I	11-	33-	14-
e3PriceReg III	7	29*-	11-	g2IntSptr/Sp I	13-	14-	4-
e4Wheatgr III [^]	37-	17	17-	g3Revch/GDP III** [^]	6-	26*	9-
t5ArmImp/GDP II	18	13	15	p1PresEnd I	0-	10-	38*-
c5Portflch/GDP I	8-	33-	5-	p1PresTillEnd I [^]	19	26	13
m2IRateDif III [^]	26-	14-	14-	p1PresSup II	20-	16-	9-
b2DDep/BDep I**	14	20	3-	o1LegalSys III	5	13-	4-
g1DBDefFin/GDP I** [^]	16-	21	6-	o3WCCris I [^]	37-	20	16-

Таблиця Е.4

Зростання різниці між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	17+	14+	23+	b2DDepch/Bdep I	13	3	25*
e1BlackExr II**	15-	30-	13	g2WageSp/Sp I	0-	14-	29-
m1M2gr II**	11	22	8	r2FConsgr I	9-	8-	34*

Таблиця 3.5

Реальна переоцінка національної валюти за ПКС

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	16+	15+	g2Sp/GDP II	12	26	10
e2REERcb II	22-	5	8-	g2Sp/GDP III**	22*	3*+	11
t5Toureh/GDP III**	17+	15+	3*	g2WageSp/Sp III	32-	10+	13
c2Inctr/GDP III	19	10	6	g2ArmSp/GDP III**	22*	8	8+
c4NetFDIch /GDP III**	6*+	16+	21+	g3Revch/GDP I	23	11	9
c6Othlbank/GDP I**	19+	18	6*+	g4IncomeTax II	5-	10	27*-
a1NFRes/ImpIncp III	9+	9+	22*+	r1GDPgrch II	18+	19+	8+
a1FResch/GDP II	13+	13+	26*+	r1GDPpcdev I	13*+	30	29
a1FRes/ShEDebt III**	5+	11+	19*	r1GDPpcdev III**	18-	7+	8+
a4ShEDebt2/ExpIncr I	8-	3-	29-	r5ShTrade/GDP II	14	6	17
m1M1/GDP III	18	8+	10	o1LegalSys III	22-	5	4
b2BDep/GDP III**	16	6+	8+	-	-	-	-

Таблиця Е.6

Зростання реального ефективного валютного курсу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	9*+	26*+	c5Portfl/GDP II	22-	0*-	19-
e1BlackExr I	0*-	10-	29-	m1ResMonch /GDP I	29-	9	16
t2FTrade/GDP III	4	6	24*-	m1M3ch/GDP III	11-	4*	36*
t5ArmImp/GDP II**	3-	2	31*-	b1Clsentch/Clent II	4-	3-	38-
t5Tour/GDP III**	0-	3	24*-	g2ArmSp/GDP III	17	2	10-
t6ImpDminExpD II	7-	0-	32*-	r1GDPpcdev II**	8-	0*	39*

Таблиця Е.7

Реальна переоцінка національної валюти за торговим балансом

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	18+	13+	19+	b1Clent/Clent I	6-	15-	32-
<i>o2Region III</i>	8	9-	29-	r2FConsgr III	38-	4-	9-
m2RRate I	13-	14-	0-	-	-	-	-

Таблиця Е.8

Реальна переоцінка національної валюти за поточним рахунком

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	10+	16+	c6Oth/GDP III	11-	3-	30-
c5Portfl/GDP II	30-	7-	0-	r1GDPpcgr III	20-	5	5

Таблиця Е.9

Покращення умов торгівлі

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	14+	18+	a1FRes/ShEDebt III	14	5	6
t5NetFoodExp/GDP I	16	0-	13	m2RRate I	13	2	11
t5ManufImp/Impg I	16	2*	25	m2IRateDifch I	23-	32-	3*-
t6ImpDminExpDch II	0-	13	23-	g1BBalch/GDP I**	2*	19	25-
c3CumFinminFDI/GDP I	12-	3-	27-	g2WageSp/Sp III**	4	23	13-
c6Oth/GDPI	19	3*	17	-	-	-	-

Таблиця Е.10

Регулювання цін

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	15+	11+	b1Clsent/Clent II	11-	20*	0*
t5NetFoodExp/GDP I	8	10	0	b3SClgov/GDP II	5	27*	10+
t6ImpDminExpD I	-	2	12	p3War II	6-	14-	38-
c6Othch/GDP I [^]	0-	10	2	-	-	-	-

Таблиця Е.11

Зростання цін на пшеницю

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	16+	12+	m1M3ch/GDP III**	10+	12+	23*
<i>o2Region III</i>	19	25	7	m2IRateDif III**	26*-	5-	8
o2Region IV**	3-	6	21*	m2IRateDifch III**	19	0	9
e1ExrSDRgr III**	16+	7+	16+	b2DDepch/BDep I	10+	18+	17+
e1Exr\$SDRgr I**	29*	11*+	19+	g4IncomeTax II	30*-	8	9-
e1Exr\$SDRgr II**	11+	22*+	4*	r1GDPpcgr III**	12+	5+	18+
e1BlackExr I	9*+	-	37-	r5ShTrade/GDP III**	15	5	26-
e2REERgr I	7	25*	11-	p1ParlPres III	19+	8	21
t5ManufExp/Expgr III**	15	4	16	p1Elect I	11	25*	7
t5MetExp/Expgr III	19	7+	18	p1Elect II	24	5	19
t6ImpDminExpD I	13	5	15	o3CCrisRegion III	13+	21*+	2*
t6ImpDminExpDch II**	13	2	17	o3CCrisTrade III	8	18	36-
a3PrivEDebt/EDebt III**	12+	9+	22	o3WCCris II	17*+	-	4*

Таблиця Е.12

Поточний рахунок

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	16+	12+	m2IRateDifch III	0-	18	8-
o2Region V	24+	26	11	b2CBCredch/GDP II**	11+	16+	29
t1CumCurAc/GDP I	19+	7	17-	g2IntSpch/Sp I*	7	10	23
c2Inctr/GDP III	15	18	3*	o1EcFree2ch I	5-	15	0-
m2LRatech II	16	6+	6	-	-	-	-

Таблиця Е.13

Кумулятивний поточний рахунок

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	17+	14+	b2CBCredch/GDP I	10	22*	3-
o2Region I	2	14	14-	b3FsysAssch/GDP III	41-	14-	9-
t5NetFoodExp/GDP I**	2	12	8	g2ArmSp/GDP II	24	9	15
t5HTExp/ExpG I	7	8-	28-	r5ShTurngr I	0-	18-	12-
t5HTExp/ExpG III	12-	19	2*	r6LaborReg II	6-	5-	24-
c2Inctr/GDP III**	12	20	2	-	-	-	-

Таблиця Е.14

Зовнішньоторговий оборот

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	22*+	15+	10*+	a1FRes/ShEDebt III	10+	11+	12+
o2Region IV	4-	24*-	8	m2IRateDifch II	29*-	16-	0*
e3PriceReg III	25*	9	5*+	m2IRateDifch III**	27*-	0-	8
t5ArmImp/GDP II	13	10+	15	b4BCris III	13	25	10
t5ArmImp/GDP III	35*	19+	3*	r1GDPpcdev III	24*	8+	5*+
t5NetFoodExp/GDP I**	25*-	7	2*+	r2FCons/GDP I	27*	10+	7*+
c3CumFinminFDI/GDP I**	13-	24*-	0*-	r6GINI II	8	20	8-
c6Oth/GDP I	15	23	6*+	p3War II	15	24-	36-
c6OthaentError/GDP II	24*+	10	0*	o3CCrisRegion I**	23*	11+	1*

Таблиця Е.15

Зростання експорту

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	24*+	17+	11*+	c6Othlgov/GDP III	18	12+	18
e1Exr\$SDRgr III [^]	14-	15	20	a1CBTFLiabch/GDP II	26*	16+	2*
e2REERcb II	17-	7	17-	m2LRatech II	6-	13+	5
t5ManufExp/Expg II	9	15+	15	b1Cldomch/GDP II	30	22+	3*+
t5ManufImp/Impg I	13-	12+	17	g2WageSp/Sp I	8	22	-
t5ManufImp/Impg III	9-	25*	6*	r1GDPpcdev III	4-	17+	9+
t5Tour/GDP III	22*-	7+	4	r5ShTrade/GDP II	0-	16+	13
t6ImpDminExpD I	10-	25*	2*	r6GINI I	31-	2	7
c5Portfl/GDP I	0-	19	6	r6Unem III	11-	15	19
c6Oth/GDP II**	18-	24*+	4*+	o3CCrisRegion I	36-	13+	3*+

Таблиця Е.16

Зростання імпорту

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	20+	15+	16+	c6Othent/GDP III	19-	22	7
t1CurAc/GDP III	13	6	21	a1CBTFLiabch /GDP II	22	16+	6+
t5NetFoodExp/GDP I** [^]	10-	2	18	a1FRestr/GDP III**	15	3*+	13+
t5NetFoodExp/GDP II	6-	24	13+	a1Fres/ShEDebt III	17	3+	12+
t5HTEExp/Expg I ** [^]	12-	3*	24*	m1ResMonch /GDP II	25*	14+	6*+
t5HTEExp/Expg II **	9-	22*	7	b3FSysAssch /GDP I	0-	31-	25-
t5ManufExp/Expg II**	7	20+	11+	r2FConsgr III	26-	4	14+
t6ExpD/Exp II	10-	18-	4	r5ShTrade/GDP III	19-	31-	10+
c3CumFinminFDI/GDP I	5-	3-	18	r6GINI I**	25*-	0*	9
c6OthaentError/GDP II	24	20	6*+	o1EcFree2ch II	26-	5	16

Таблиця Е.17

Імпорт зброї

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	19+	13+	19+	b3SClgov /GDP II	15+	7*+	25*
<i>o2Region V</i>	19	18	35	g1BBalch /GDP II	8	15	26-
e1ExrSDRgr III** [^]	19	24	11	g2IntSprr/Sp I**	10-	9	0-
e1BlackExr I	13	18	7	g3Revch/GDP III	6	16	16
e2REERgr II	22-	2	10-	g3NTaxRev/CurRev II [^]	8	15+	26
e2REERtb II	35-	9-	0-	r1GDPpcdev III**	15	13	4
t2FTrade/GDP III**	13	15	3	r2FConsgr III	9	11+	24*
t5ManufExp/Expgr III [^]	5-	17	19	r5ShTrade/GDP III	28-	21	9
t5Tour/GDP III**	9	15+	0*	r6Unemch III	26*-	2	10-
c2Inctr/GDP III**	14	15	4	o1EcFree III	13-	14	0-
a1FRestr/GDP III**	12	14	6+	o1EcFree2ch II	27-	12	4-
b1Clsent/Clent II**	3-	13	29	o1LegalSys III	12-	9	0-
b2BDep/GDP III**	16-	12	5+	o3WCCris II	22*+	9+	10+
b3SClgov /GDP I	22-	15	7	-	-	-	-

Таблиця Е.18

Частка страхування і фінансових послуг у експорті

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	19+	14+	14+	b2BDep/GDP I	33*	16	8*
<i>o2Region III</i>	36-	15	17+	r5ShTrade/GDP II	26*-	6	7
c3CumFinminFDI/GDP I	26*-	6-	0-	r5ShTrade/GDP III**	8	12	27-
c6Oth/GDP II	20	7*	23	p1Elect II [^]	24-	10	0-
c6Othlbank/GDP III	14	6	17	o1EcFree2ch I	17-	3-	6-

Таблиця Е.19

Чистий продовольчий експорт

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	8*+	15+	17+	m2IRateDifch III	9-	19-	0-
o2Region II	1*	14*-	-	b2BDep/GDP III	5+	15	6
e2REERcb I	24-	7-	14-	b2DDepch/Bdep II	5	24*	10
t1CumCurAc/GDP I^	2*	16-	21-	g2Sp/GDP III^	1*+	10	19-
t4Impgr III	19	13+	14+	r1GDPpcgr I	2*	13	23*
c6OthaentError/GDP II	17-	12	10	r2FCons/GDP III^	4	3-	20*
a1FRestr/GDP III	6+	15	5	r6Unem I	22-	14-	11
a1FRes/ShEDebt III^	9	4	7	o1LegalSys III	4	14-	4
m2EDebtRate I	20-	5-	0-	-	-	-	-

Таблиця Е.20

Частка високотехнологічного експорту

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	11+	13+	12+	m1M2/FRes I**^	17*	3	5-
e1BlackExrch I^	25-	5-	0-	m2Spread II	14	7	25-
t1CumCurAc/GDP III	28-	19	2*	b1BResch/BDep III^	16	5	5-
t4Impgr II	3*	22	16	b2BDep/GDP III	2	15	10+
t4Impgr III**	24*	7	11+	b2DDepch/BDep I	3	14	2
c6Othch/GDP I	2	10	11	g2CapSp/Sp II^	14	0-	5-
c6Othch/GDP III^	20	14	5	r1GDPpcgr III**	16	2	8+
a1FRestr/GDP III**^	8	0	10+	r6GINI I	19-	0*	10-

Таблиця Е.21

Частка експорту продукції обробної промисловості

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	13+	11+	g2WageSpch/Sp III^	16	5	3-
t6ImpDminExpDch II	0-	8	16	g2ArmSp/GDP III**	5	7	19*
c2EDebtpaytr /GNI II	18	10+	27	g2IntSpch/Sp I	17-	6	21
c6Oth/GDP I	23*	10	4	g5CGDebtch/GDP II	4-	8-	20
a1NFRes/ImpIncp III	25*	10	9	g5FDebt/PDebt III^	42-	2*	15-
a4ShEDebt2/ExpIncr II	0-	20-	12-	r3Invfix/GDP III**	22*	4	9+
m2RLRate III	19	9	0-	r5ShTrade/GDP I	25-	12	0-
b1Clggovch/Cldom I**	24*	4	8	r7InformEc/GNI I**	0-	17*	7+
g2Sp/GDP II	11	10	28-	-	-	-	-

Таблиця Е.22

Частка імпорту продукції обробної промисловості

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	15+	13+	g2WageSpch/Sp II	17	6	18
o2Region I	18-	4	4-	g2WageSpch/Sp III	3-	16	4
t3Expgr III	17	9	6	r5ShTrade/GDP II	21	7	12
c4NetFDI/GDP III	10	6	17+	r6Unemch III	20-	7	5-
a4ShEDebt2/ExpIncr I	5-	0-	17-	p2Riot I	24	13	6
m1M2/FRes II	3*	16+	18+	o1EcFree2ch II	0-	11	20
b1Clggov/Cldom II**	6*+	15	23*	o1LegalSys II**^	0*	21*-	8-
b1Clsentch/Clent I	18	2	10-	o3CCrisRegion I	2	16	11
g2WageSp/Sp III^	2	14	16	-	-	-	-

Таблиця Е.23

Частка експорту руди і металів

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	10+	14+	g1FBDefFin/GDP I	8	15	7
o2Region II	9	8-	2	g2IntSpch/Sp I	13	19	9
e1ExrSDRgr III	5	12+	16	g3NTaxRev/CurRev III	22-	9	5
e2REERgr II	13-	3-	3-	r1GDPs II	20*+	4	7
e4Wheatgr III	6	13	18	r3Invfix/GDP III**	23*	5+	7
m2IRateDifch III	5-	5	23*-	r6Unemch III	0-	10	17
g1BBalch/GDP I**	10	23	10	o1EcFree III	14	7	2
g1BBalch/GDP III**^	17*	0*	9	o1EcFree2ch I	4-	3	18*-

Таблиця Е.24

Надходження від туризму

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	21*+	14+	8*+	b1Clggovch/Cldom I**	24*	8	0*+
o2Region II	7	20-	2	b1Clggovch/Cldom II	17+	25	6*
o2Region IV^	9-	25-	9-	b2BDep/GDP III	8	15	6+
e2REERcb II	38-	5-	2*	b2DDep/BDep I	11+	17	5+
t5ArmImp/GDP II**	13+	8	15+	g3Revch/GDP I	17	23	3*
t5NetFoodExp/GDP I	18*	7-	1*	g4IncomeTax III	6-	14-	9-
t6ImpDminExpD I	21*	16-	0*	r1WGDPgr I	21*+	4	6+
t6ImpDminExpD II	6-	16	10	o1EcFree III**	6	9-	9
a1CBFLiabch/GDP III	27*+	4	6	o1LegalSys III**	6-	5	7+
m1M1ch/GDP I	19	28*	4*	o3CCrisCreditor III	25*+	6	3*
m2EDebtRate II	6-	23-	12-	o3WCCris I	15+	24	10+
m2IRateDifch III	19-	21-	0*	-	-	-	-

Таблиця Е.25

Зростання надходжень від туризму

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	19+	13+	g2IntSpch/Sp II	15	8	6
o2Region I	0*	25-	14	g4IncomeTax I	17-	10	3-
o2Region II**	8	9-	0	r3DSavch/GDP I	3*	25*	12+
<i>o2Region III</i>	27	17	11	r4Agrgr I	14+	21	6+
e2PPP/Exrdev I	5	14+	17+	r6GINI I**	0*	20*	8-
e2PPP/Exrdev III	15+	24*	3*	r7InformEc/GNI II	17	21	5*+
t1CumCurAc/GDP III	10	28*	5	p1Polariz III	11	22*	3
c5Portflch/GDP III	18	29*-	2*	o1LegalSys III**	2	6-	9
b1Clsentch/Clent I	9-	33*-	7	o3CCrisRegion I	15	16	5+
g1BBalch/GDP III	2	17-	9	o3CCrisCreditor III**	4	12	19

Таблиця Е.26

Експортні мита

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	9+	19+	g2IntSpch/Sp II	10+	3-	27*-
b1Clsentch/Clent II	24	16-	4	r1GDPpcdev II	22*+	5*	11-

Таблиця Е.27

Тарифний протекціонізм

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	10+	17+	17+	c6Oth/GDP II^	26	12	18
o2Region II	5-	22-	0	c6OthaentError/GDP II**	7	10	35*-
e2REERgr II	9-	0-	10-	a1FRestr/GDP III	6	20*	6
e3PriceReg II	2*	24-	12-	a1FRes/ShEDebt III	10	16-	5+
t1CurAc/GDP III**	8	25*	3-	b2BDep/GDP III	11+	11	6
t3Expgr II	25	17	15+	g1FBDefFin/GDP I	13	19-	7

Продовж. табл. Е.27

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
t3Expgr III	2*	16	17	g3NTaxRev/CurRev III**	6	30*	7
t4Impgr II	19	13	11	o1EcFree II	14	19	6
t5NetFoodExp/GDP I	2*	14	15	o1EcFree2ch I	9-	0-	17-
t5ManufExp/Expgr II	14	11	8	o1LegalSys III	8	0-	7-
c6Oth/GDP I	2	20	12	-	-	-	-

Таблиця Е.28

Зростання тарифного протекціонізму

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	12+	10+	19+	m2WIRate I	15	0-	15
o2Region II	3-	12-	6-	m2IRateDif III	8-	19-	10
e1BlackExr I	3-	14	9-	b1Cldomch/GDP II	9	0*-	27*
t5Tour/GDP III**	0	10	8	b2BDep/GDP III**	7	15	6
t6ExpD/Exp II	12	8-	4	g2IntSpch/Sp I	9	21	11
m1M2gr II	14+	10	7	g5CGDebtch/GDP III	5	3-	31*
m2RRate II	8	30-	18	r7InformEc/GNI I^	12	15	7
m2RLRate II	18	13	9	o1LegalSys III	5	11	0-

Таблиця Е.29

Баланс доходів

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	16+	12+	g2WageSpch/Sp II	9+	21*	4-
e3PriceReg III	6	18+	9	g2ArmSp/GDP III	10+	19+	6
t1CurAc/GDP III**	21*	11	3*	g5CGDebtch /GDP II	7	22	6-
t1CumCurAc/GDP III	15	19	2*	r6GINI I	6	15	3-
t5HTEExp/Expgr I	8	18	5-	r7InformEc/GNI I	12	12+	0
c6Oth/GDP I	22*+	8+	10	-	-	-	-

Таблиця Е.30

Обслуговування зовнішнього боргу відносно ВНД

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	16+	18+	16+	g5CGDebtch/GDP II	11-	26*	3-
o2Region I	21*	3-	7	g5CGDebtch/GDP III	30-	12-	8
o2Region V	17+	28	30-	r3DSavch/GDP I	25	17+	10
t5ManufExp/Exp _g III**	6	27*	8	r3DSavch/GDP III	8+	15+	22
g1BBalch/GDP III	12	18	4	r3Invgov/Inv II	3-	20	27-
g1DBDefFin/GDP II	23	8	10	r6GINI II**	5	8	26*-
g2WageSpch/Sp II	16-	23	7	r6Unemch III	35-	7	3-
g4IncomeTax II	3-	16-	22	-	-	-	-

Таблиця Е.31

Обслуговування зовнішнього боргу відносно надходжень

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	14+	13+	23*+	r1TGDPgr II	21-	16	13+
e1Exr\$SDRgr II [^]	3*	16+	22*+	r6GINI I	18	3*	25-
a1FRestr/GDP III	8+	13+	10	r6Unemch III**	21-	0-	13
m1M1ch/GDP III [^]	10	22+	19+	p3War II	15-	28	17
m2IRateDifch I**	23	17-	6-	o1EcFree III	13	8	5-
b1Clsent/Clent II [^]	4*	16	29*	o1LegalSys III	10	2	6-

Таблиця Е.32

Кумулятивне сальдо фінансового рахунку мінус прями інвестиції

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	11+	15+	13+	m1M2gr II	5-	6	17+
t2FTrade/GDP III	0-	13	11	m2RLRate II	10-	6	20
c5Portfl/GDP II	0-	24*	10	o3CCrisRegion I	15-	13	4

Таблиця Е.33

Чисті надходження прямих інвестицій і приватного капіталу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	21*+	13+	13+	m2IRateDif II [^]	18-	33-	9-
o2Region II	17*	0*	0-	b2BDep/GDP III**	15	13	3*
e2REERgr I	34*-	14	4*	g1BBalch/GDP III	21*	10	3
e3TTradegr II	14	21	9	g2IntSptr/Sp I**	5	13-	6
e3PriceReg II**	8-	13+	26	g3NTaxRev/CurRev I	22	21	4*-
t5ManufExp/Expgr III	14	16	4	g4IncomeTax I	0-	13-	19-
t5ManufImp/Impgr II	18	19+	6	g4IncomeTax III	31-	3-	0-
t6ImpDminExpDch I**	10	19	8	r1GDPpcdev III	10	15	7+
t6ImpDminExpDch II	28-	8	5	r5ShTrade/GDP I**	13	6	22
c6Othlcb/GDP II	9	10	18	r6Unemch III	26-	11	2
c6Othlbank/GDP II**	19+	8	27	r7InformEc/GNI II**	20+	5*+	22
c6Othlbank/GDP III	13	16	5	o1EcFree2ch II	6-	13	18
a3EDebt\$/EDebt I	14-	13-	0-	o1LegalSys III**	5-	9	9
m2RRate I	14*+	4	2+	o3CCrisTradePartner I	15	24	7

Таблиця Е.34

Зростання чистого припливу прямих інвестицій і приватного капіталу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	15+	19+	15+	a1FResch/GDP III	16	20	7*+
o2Region II	6-	17	2	m1M2/FRes I	10+	27*	12+
e2PPP/Exrdev I	19+	18+	6*+	m2RRate II	24	21	5*
e2REERgr I**	12	35*-	7	g2ArmSp/GDP III	15	20+	5
t3Expgr III	18	10	8+	g4IncomeTax I	4-	4-	19-
t5Fin/Exp II	11	25*	8+	g4IncomeTax III	9-	30-	0*-
t5ManufExp/Expgr III	8	19*	5	g5CGDebtch/GDP III	3-	20-	17
c7IMFcons/GDP I	23-	22-	0*-	r6GINI I**	10	21*-	3
a1CBTFLiabch/GDP II	6	15	20+	-	-	-	-

Таблиця Е.35

Портфельні інвестиції

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	10+	15+	16+	m2Spread I	5	2	14
e2REERcb III	13-	0-	23-	b4BCris III	14-	5	21-
t6ExpD/Exp II	3-	0	26-	r1GDPgrch I	3-	7	20
c6Othch/GDP I	0-	8	18	-	-	-	-

Таблиця Е.36

Зростання надходжень портфельних інвестицій у країну

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	12+	15+	a1FResch/GDP III	5	5	18
t5Touorch/GDP III	16	12	2	g2ArmSp/GDP II	19	15	3
a1FResch/GDP I^	18	12	0-	-	-	-	-

Таблиця Е.37

Інші інвестиції

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	15+	15+	g2WageSpch/Sp II	9	19	5
e3TTradegr II	3*	19	18	g4IncomeTax III	0-	17-	7-
t3Expgr III**	11	4*+	19*+	g5CGDebtch/GDP I	9-	20-	5
t5HTEExp/Expgr II	18-	20	6	g5FDebt/PDebt I	0-	19	15-
t6ImpDminExpD I**	2	26*	5	r1GDPpcdev III**	4+	20*+	7
b1BRes/BDep I	6	18	8	r4Agrgr II**	9	10	27*
b2BDep/GDP III**	3+	17	10	r6LaborReg II	0-	17-	14-
g1FBDefFin/GDP I**	2*	18	17-	r7InformEc/GNI I	9	15	4
g2WageSp/Sp I	7	22*	9	o1EcFree III	2	14	13

Таблиця Е.38

Зростання надходжень інвестицій і витрат державного бюджету

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	9*+	16+	16+	b1BRes/BDep I	6	23*	9+
e1BlackExrch I	3-	10-	30*-	b2BDep/GDP III	7	18	5+
t5HTExp/Expgr I	2*	11-	20*	g1FBDefFin/GDP I	4-	28*	5
t5HTExp/Expgr III**	11	25*	5	r3Invench/GDP III	15	5	19
t5ManufExp/Expgr III	9	19	6	r6GINI I	4	18-	6
m1M1/GDP III	9	24*-	7+	o1EcFree III	6	20-	6
m2RRate I**	6	12	2	o1EcFree2ch I**^	0-	14*-	3
m2IRateDif III**	18-	13-	7	o1LegalSys III	4	19-	5

Таблиця Е.39

Інші інвестиції в країну в монетарну владу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	18+	12+	16+	b1Clggov/Cldom III**	42*-	7	14
t3Expgr III	2	13	15+	b1Clggovch/Cldom II**	12	2	25*
c2Inctr/GDP III	24-	4*	18-	r7InformEc/GNI I	4	10	19
m2RRate I	4-	2	13	o1EcFree2ch II	17-	22-	0-

Таблиця Е.40

Інші інвестиції в країну в загальний уряд

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	13+	15+	g5CGDebtch/GDP III	30-	7	10-
c6Oth/GDP II	17	19+	5	r4AgrYieldgr III	21	16	6+
b1Clggovch/Cldom I	9	7	19	p3Revol I	12	4	21
b1Clggovch/Cldom II	27*	9+	12	o1LegalSys I	18	31	11

Таблиця Е.41

Інші інвестиції в країну в банки

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	18+	11+	m2RRate I	11+	5	3
e2PPP/Exrdev III**	6*+	27*	13+	m2IRateDif III	21-	3-	11-
t5NetFoodExp/GDP I	6	18*	4	g2CapSp/Sp II	7	28*	8
t5ManufExp/Expgr I	6*	29*	16-	g5CGDebtch/GDP III	8-	33-	7
t5ManufImp/Impgr III	6	27*	9	r6GINI I**	20-	8-	4
c4NetFDI/GDP III**	8+	27*	5	p1PresEnd I	11	31-	0*-
a3EDebt\$/EDebt III	0-	23-	11-	-	-	-	-

Таблиця Е.42

Інші інвестиції в країну в інші сектори

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	15+	15+	c6OthaentError/GDP II	11	24*	8
t1CurAc/GDP III	14+	3-	19	b1Clsentch/Clent I	20	5	20
t5MetExp/Expgr III	7	23*	10	o1EcFree2ch I	3-	15	5

Таблиця Е.43

Втеча капіталу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	14+	13+	c6Othlent/GDP II	12+	24	12
o2Region I	17	4	6-	a1FRestr/GDP III	15+	2	10
o2Region III	29	12	18	a4ShEDebt2/ExpIncr I	23*-	0-	-
t1CurAc/GDP III^	17+	3-	25-	m2RRate I	11	10	0-
t2FTrade/GDP III**	15+	0	8	m2RRatech III	8	29-	10-
t4Impgr III	19	6+	17	m2IRateDifch III	14-	21-	0-
t5ManufImp/Impgr III**	24*	4*	6-	b1Clggov/Cldom III**	4*	21	18
t6ImpDminExpD III**	9*-	35*-	12	g2IntSpch/Sp I	26*	5	11-
c6Othch/GDP I	13	13	2	-	-	-	-

Таблиця Е.44

Інші інвестиції інших секторів

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	17+	14+	g4IncomeTax III^	0-	17-	6-
t6ImpDminExpDch II	5-	6-	19	-	-	-	-

Таблиця Е.45

Валові потоки приватного капіталу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	18+	16+	14+	g1BBalch/GDP III**	24*	8	5
e1Exr\$SDRgr I	10	21+	23+	g2WageSpch/Sp III**	21*	5	5
e1Exr\$SDRgr II**	21*+	8+	4*+	r6GINI III	8-	14	28
c4NetFDI/GDP II**	6+	14+	20	p3War II	13	23-	36-
a3PrivEDebt/EDebt III	3	23	12+	o1EcFree2ch II	0-	15	21

Таблиця Е.46

Пільгова допомога від МВФ

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	16+	17+	16+	g2ArmSp/GDP I	3*-	25+	20
c4NetFDIch/GDP III	0-	18+	13	g2ArmSp/GDP III^	42-	1*+	10-
c6OthaentError/GDP I	0-	23+	8-	r1GDPpcdev I	17+	32*	15+
a1CBTFLiabch/GDP II	0-	19*+	4-	r3Invfix/GDP II	0-	20+	13-
m1M1/GDP III	39-	9+	11-	r6GINI I	20-	7*+	18-

Таблиця Е.47

Зростання зовнішнього боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci:	19+	14+	17+	c6Othent/GDP I	11	8	23
o2Region III	14+	18	33-	a2EDebt/GDP II**	13+	10+	28*
o2Region V	33+	14	20	a4ShEDebt2/ExpIncr I	18-	14-	0-
t3Expgr III**	12+	2*	18+	m2LRatech II	18	5	8+
t4Impgr III	19+	7*+	23	g1BBalch/GDP III**	21*	2	8
t5Fin/Exp III**	8	20	18	g4IncomeTax I	7	25-	0-
t5Tour/GDP II	21	17	4*	g5CGDebtch/GDP III**	30*-	15	2*
c6Othlcb/GDP III	8	11-	25	r6Unemch III**	3-	14-	19-

Таблиця Е.48

Чисті золотовалютні резерви

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	23*+	14+	14+	m2LRatech II	18	11	4+
o2Region IV	9-	21-	8	g1DBDefFin/GDP II	8-	18	12
e2PPP/Exrdev III^	33*	7*	22+	g2WageSpch/Sp I	36*	27	8*
t5ManufImp/Impg I	26*	11+	4*	g2WageSpch/Sp III**	12	4	23
c5Portflch/GDP II	9-	10	20	g3Revch/GDP I	13	21	10
a3PrivEDebt/EDebt III	9-	18	13+	g4IncomeTax III	25-	15-	4
m2RRate I	18-	11	3*+	r1WGDPgr II**	28*	10+	5*
m2RRate III	21+	27	29	o1LegalSys III	12-	13-	4

Таблиця Е.49

Зростання золотовалютних резервів

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	17+	13+	g2WageSpch/Sp III	18	8	5
o2Region I	14-	16	2	g4IncomeTax III	27-	7-	3-
e2PPP/Exrdev III	13	26*+	9+	r1WGDPgr II	17	6+	13+
t6ImpDminExpD I	4	17	6	r1GDPpcdev III**	7+	15*+	4+
c5Portflch/GDP III	0-	19	18	r1TGDPgr II	24*	7	14
g1BBalch/GDP II**	33*	12+	6	r5ShTrade/GDP III	5	22	12
g2CapSp/Sp III	24*	6	11	o1EcFree2ch III	10	31*	12

Таблиця Е.50

Золотовалютні резерви

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	23*+	14+	9*+	g2WageSpch/Sp III	13	4	12
e3PriceReg III	25*	8	4*	g2IntSpch/Sp I**	11	9	15
t5MetExp/Expgr III	30*	8	5*+	g2IntSpch/Sp II	25*	9	4*+
c2PPGEDebtpay/Exp II	13+	14+	13+	g2IntSptr/Sp I**	9-	0	9
c5Portfl/GDP I**	5-	15-	11	r1WGDPgr I	24*+	5+	6+
c5Portflch/GDP II**	12	6	18	r1WGDPgr II**	14+	19+	3*+
c6Othlbank/GDP II	17+	25	12	r5ShTurngr I	23-	3-	9
a1FResch/GDP III	21-	19+	7*+	r6GINI I	26-	4	6
m2RRate I**	22*	7	2*+	o1EcFree2ch I**	27*	5	2*
m2RRate III	24+	25	26	o1EcFree2ch II	17	9	17
m2Spread I	21*	5	5+	o1LegalSys III	19-	9-	3*+
b4DepInsur III	22	11	23	-	-	-	-

Таблиця Е.51

Золотовалютні резерви відносно короткострокового зовнішнього боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	21*+	18+	10*+	b1BResch/BDep III [^]	24+	9	15+
e1ExrSDRgr II [^]	16+	26*	6*+	g2IntSptr/Sp I	6	14-	10
t2FTrade/GDP III	10	12	12+	g4IncomeTax III	21-	9-	0-
t4Impgr II	26*	15+	3*+	r5ShPr\$gr I	30-	0-	0-
m2Spread I	18*	7	3	o1EcFree2ch I**	24*	3-	2

Таблиця Е.52

Зовнішній і державний борг

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	15+	16+	20+	r5ShTrade/GDP I	8	8	28*-
a1CBTFLiabch/GDP III	13+	28*	14+	r2SciEng I	35-	4-	10-
g2WageSpch/Sp II	19	14+	0	p2Assas I	4*	20	25
r3Invench/GDP II**	4*	23	17	p3Revol I [^]	7	14	29*

Таблиця Е.53

Частка зовнішнього боргу в доларах

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	9+	21*+	9+	m2RRate I	0-	9-	0-
t5Fin/Exp II [^]	0-	21-	0-	b1Clggovch/Cldom I [^]	0-	17-	0-
t5Touorch/GDP III	14-	7-	5-	g2ArmSp/GDP III	8-	21-	0*
c4NetFDI/GDP III	0-	17-	17-	r1GDPs II	0-	8-	12-
m1M2/FRes III	13-	36-	0-	-	-	-	-

Таблиця Е.54

Частка приватного у зовнішньому боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci [^]	18+	18+	13+	g2ArmSp/GDP III [^]	13+	27*	4
o2Region I [^]	26-	15	5	g4IncomeTax I	7-	19-	0-
e2REERgr II	26-	7	5-	g4IncomeTax II	8-	10	23
e2REERtb I	45-	10-	16-	r3Invfix/GDP II	10+	22	18
t6ExpD/Exp II**	3-	8	18-	p1Polariz III	0-	18	16
b2BDep/GDP III**	0-	13	14+	-	-	-	-

Таблиця Е.55

Короткостроковий зовнішній борг

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	10+	10	21+	m1M2gr II	0*-	15-	23-

Таблиця Е.56

Відносне зростання резервних грошей

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	12+	16+	g5CGDebtch/GDP I	10	5-	28-
m1M2gr II	15	15+	7+	g5CGDebtch/GDP II**	19	21	3*
m1M3ch/GDP III	19	3*+	18+	g5FDebt/PDebt I	21-	12	2
g4IncomeTax III	21-	13-	3-	o1EcFree2ch I	0-	9	14

Таблиця Е.57

Рівень монетизації

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	16+	11+	g2CapSp/Sp III	29-	11	8
o2Region IV	21-	10	4	r1WGDPgr I	7+	19*+	7+
t6ImpDminExpD I	19-	5	10	p3Revol I	5	20	12
m2RRate II	8	22	21	o1LegalSys II	26*	9	5
m2IRateDif II	39-	4*	12	o1LegalSys III**	0	7	12
m2IRateDifch II	25*-	8	6-	o3CCrisRegion I**	19*+	4	6+

Таблиця Е.58

Відносне зростання грошей

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	14+	14+	m2IRateDifch II	11-	22	3-
o2Region III	6	22+	18	g2WageSp/Sp I	27-	15	5
e2REERgr II	3-	18	8	g5FDebt/PDebt I	26-	9	7
e2REERtb II	4-	6-	24*-	r1GDPpcdev III**	13	12+	3+
e2REERcb II	4-	3-	18-	r6GINI II	3-	19	5-
t5Tour/GDP II	28*	8	11	r2SciEng II	35-	0-	11-
c2PPGEDebtpay/Exp II	13	8+	22+	r7InformEc/GNI I**	17*	6	4+
c4NetFDI/GDP III	8	20+	10+	-	-	-	-

Таблиця Е.59

Кількість грошей і квазігрошей відносно валютних резервів

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	14+	18+	g2CapSp/Sp II**	19	2*	21
o2Region I	6+	8	33-	g3NTaxRev/CurRev III	15	3	15
o2Region II	18-	0*	10+	r1WGDPgr II	5+	14+	16+
o2Region V	17+	26	32	r1GDPpcdev III	3	10+	13+
t5HTEExp/Expgr II	3*	15	20	r5USShPrgr I	8+	10	24*+
t5ManufImp/Impgr I**	9	3*	22*+	p1PresEnd I	23	12	8

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
a3EDebt\$/EDebt III	10-	21-	0*-	p2Riot I	12	6	25*+
a3PrivEDebt/EDebt III	6+	15+	23	o1EcFree2ch I**	2*	14	19-
m2RRate I	3	5	12	o1EcFree2ch II	20	14	4
b1BRes/BDep II	8+	19+	16+	o1LegalSys III**	2	5	13

Таблиця Е.60

Зростання грошей і інфляція

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	12+	13+	21*+	m2IRateDifch I	27-	13	14
o2Region II	4+	4	27-	m2IRateDifch III	0-	15	14
e1ExrSDRgr III	6*+	11+	27*+	g1DBDefFin/GDP III	3*	18	30*
e1BlackExr I	4	11	26*	g2CapSp/Sp II	5	10	27
e1BlackExrch II	7	22	12-	g3Revch/GDP III	13	3*	18+
t5HTExp/Expgr I	4	7	25*	g3NTaxRev/CurRev I	28-	13	16
a1FRes/ShEDebt III	7+	4+	20*+	r1GDPpcdev III	8+	12+	8
a4ShEDebt2/ExpIncr I	9-	0*-	24-	p1Polariz III	14-	16	10
m1ResMonch/GDP II	10	15+	10+	p1LeftRight I	19	14+	11
m1ResMonch/GDP III	9	7*+	31*+	o3CCrisRegion I	9+	4+	21*+
m2RLRate II	9+	20+	17+	-	-	-	-

Таблиця Е.61

Відносне зростання грошей і квазігрошей і кредитування

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	17+	13+	g4IncomeTax III	25-	13-	0*
e4Wheatgr III**	10+	10	23	r5ShTurngr I**	3-	22*-	6
t5ManufExp/Expgr I	9	13	23	r7InformEc/GNI I	13	13	4+
m1ResMonch/GDP II	15	17+	3*+	p1PresTillEnd II	27	5-	20
m2RRate I**	13	2	7+	p1Elect II**	17	6	29-
g2WageSpch/Sp III	16	2	11	-	-	-	-

Таблиця Е.62

Процентні ставки

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	7*+	16+	24*+	a1FRestr/GDP III	2*+	11+	26*
e1ExrSDRgr III	3*+	13	37*	m2LRatech II	7+	8	10-
t6ImpDminExpDch II	6	30-	13-	r5ShTrade/GDP III	4*	29*-	30-
c3CumFinminFDI/GDP I	5-	0-	26-	r7InformEc/GNI I	3*+	17	11
c4NetFDI/GDP III**	2*+	7	31*	p2Assas I	16	15	19
c6Othlcb/GDP II	2*	3-	26*	o3CCrisRegion I**	2*+	6	29*
a1FRestr/GDP I	22	27	24+	-	-	-	-

Таблиця Е.63

Зростання облікової ставки

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	13+	16+	b1BRes/BDep I**	8	17+	7
o2Region IV	8-	7	21-	b4BCris III	18	6*	27-
t1CurAc/GDP III	20	11	3-	o1LegalSys II	29-	6*	20-

Таблиця Е.64

Зростання процентних ставок

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	18+	9*+	19+	g1DBDefFin/GDP I**^	2	7	17*
e1ExrSDRgr III**	13	3*+	28*	g2WageSp/Sp III	35-	9	11
t5HTExp/Expgr I	23*-	2	10	g2ArmSp/GDP III**	15	10+	6
m1ResMonch/GDP I	29*	8	12	g3NTaxRev/CurRev III**	27*-	5	9
m1M2gr I	22*	7+	9	g4IncomeTax I**	22*-	0-	3-
m2RRate I**	9	7+	4	r7InformEc/GNI II	15	2*	24*
m2IRateDifch II	26-	3-	8	o1EcFree III	17*	3	6
g1BBalch/GDP III	7	12	13	o1EcFree2ch I	6	5-	24

Таблиця Е.65

Реальна процентна ставка

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	15+	15+	m1M2gr II	11+	20*+	5
t5NetFoodExp/GDP I**	12	2	10-	m2RRate I**	10	2+	8
t6ImpDminExpDch I	3	18	11	g2Sp/GDP II	18	13	4
c5Portfl/GDP II**	9	9	29*	g2IntSpch/Sp II	7	7	18
c6Othch/GDP II	13	25*	7	-	-	-	-

Таблиця Е.66

Спред по процентних ставках

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	10*+	17+	19+	g3Revch/GDP III	3	19	10
c6Othch/GDP I	5	12	3	r3Invfix/GDP I	23	21	17+
c6Othlent/GDP II^	15	14	9	o1EcFree2ch I	6-	3	21*
g1DBDefFin/GDP I	12+	14	5-	o3CCrisRegion I	4	10	21*
g2Sp/GDP II	17	13	9	o3CCrisTradePartner I	14	9	29-
g2CapSp/Sp II	4	22*	9	-	-	-	-

Таблиця Е.67

Процентна ставка по зовнішньому боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	7+	12+	21+	g2ArmSp/GDP III	8-	12-	5-
c7GPrivCap/GDP II	0-	30*-	14-	r1WGDPgr I	0-	5-	18-
b1Clggovch/Cldom I^	7-	0-	7-	r1WGDPgr II	11-	14-	4-

Таблиця Е.68

Зростання процентної ставки по зовнішньому боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III
Bci	8	15	16

Таблиця Е.69

Світова процентна ставка

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	12+	18+	15+	g1BBalch/GDP III	2*	16	13
o2Region IV**	2	25*-	7	g1FBDefFin/GDP I	5	21*	7
e1ExrSDRgr I	16+	13+	26*+	g2IntSprr/Sp I**	0	13	6
e1ExrSDRgr III	7+	22*+	7	r1WGDPgr I	11+	8	19
e1Exr\$SDRgr III	12+	8	22	r1WGDPgr II**	19	9+	11+
e2REERgr I	18-	7	21	r1GDPpcgr III	8+	18*+	6+
e4Wheatgr III**	9+	22*+	4	r6GINI I	15-	11	3-
t3Expgr III	14	14+	6+	r6Unem I	14-	26*	4
t5HTExp/Expgr II	19	12+	9	r6Unem III	27-	13	11-
t5Tour/GDP III	7	12+	3	p1Elect III	20+	16+	13+
t6ImpDminExpDch II	0-	17	10	p2Assas I	7+	-	19+
c2PPGEDebtpay/Exp I	13	21*+	4*	o1EcFree III	4	14*	3
m2IRateDif III**	6	27*	6	o3CCrisRegion III	7+	12+	21*+
m2IRateDifch III	5	21*-	7	o3WCCris II	12	19*+	4*
b3SClgov/GDP I	2	22*	10	o3WCCris III	16+	8	22+
g1BBalch/GDP I	19	15	7	-	-	-	-

Таблиця Е.70

Процентний диференціал

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	15+	12+	b1Clggovch/Cldom II	12	25*-	2
t5MetExp/Expgr II	2	12	15	g3Revch/GDP II	5-	34-	8-
m1M1/GDP II	18	4	15	r5USShPrgr II	16	19-	2*-

Таблиця Е.71

Зростання процентного диференціалу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	13+	9+	b3SClgov/GDP II	10	24	4
o2Region IV	32-	5-	5-	b4DepInsur I	23*	4	6
e4Wheatgr II^	13	17	0*	g2WageSp/Sp III	32-	3-	5-
t2FTrade/GDP III	13	0	8	g2WageSpch/Sp II	7-	31-	1
t5Tour/GDP III**	15*	3-	0	g2IntSptr/Sp I	18*-	0-	4-
t6ImpDminExpDch I	3-	24-	11-	g2IntSptr/Sp II	10-	21-	0-
a1FRestr/GDP III	16	2	7	g5FDebt/PDebt I	40-	0-	10-
m1M2gr I	27*-	6	0-	r7InformEc/GNI II	5	25-	13
b1BRes/BDep I**	22*-	6	2	o1EcFree III^	32-	4	5-
b2BDep/GDP III**	26*	3	8	o1LegalSys III	16*-	0-	3-
b3SClgov/GDP I	35-	3*-	10-	-	-	-	-

Таблиця Е.72

Банківські резерви

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	11+	14+	19+	g2WageSpch/Sp II	7	19	10
t5ManufExp/Expgr III	10	15+	3-	g4IncomeTax II	25-	13	10
t6ImpDminExpDch II	11	15-	6	g5FDebt/PDebt III	39-	21	10
c6Othch/GDP II	23	17	13	r1GDPs I	27	14+	21+
a1NFRes/ImpIncp II**	21	13+	10+	r1WGDPgr II	4*	17+	15+
a1FRes/ShEDebt I	27	23+	17+	r2FCons/GDP III	28-	12+	18+
a3PrivEDebt/EDebt III	16+	16	6	r3Invgov/Inv II	31-	15	11-
m1ResMonch/GDP II	8+	17+	11	r5ShPr\$gr I	24-	7-	0-
m1M2gr II	13+	16+	9+	r6GINI I**	17	5	12-
m2RRatech II	17+	10+	14	p1PresSup III	32-	10	17-
m2IRateDifch III	2	15	9-	p1LeftRight I	19	11+	13
g1DBDefFin/GDP II	21-	10	11	o1LegalSys III	6+	10	0-

Таблиця Е.73

Зростання банківських резервів

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	12+	14+	r1GDPpcdev III	12+	11+	2
m2WIRate I	13+	6+	17+	p1LeftRightch II	19+	16+	7+
g5CGDebtch/GDP III**	8	23	9-	o1EcFree2ch I**	3	8	16
r1WGDPgr I**	9+	7+	20*+	-	-	-	-

Таблиця Е.74

Зростання внутрішніх вимог банків

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	15+	14++	g4IncomeTax II	10-	5-	26-
t3Expgr III**	13	3*	16	r1WGDPgr I	13	18+	7+
t5Tour/GDP III**	8	1	10+	r1WGDPgr II	20	9+	9
t6ImpDminExpDch II	11-	0-	16	r5USShPrgr I	23	11+	9+
c6OthaentError/GDP III	4	19	11	r7InformEc/GNI I	14	3	10
m2EDebtRatech II	5-	4-	35-	p1PresTillEnd I	4	18+	13
g1DBDefFin/GDP I	5	7	15	o3CCrisCreditor III	8	19	8
g2IntSpch/Sp I	10-	6	22	-	-	-	-

Таблиця Е.75

Частка вимог банків до загального уряду

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	14+	17+	c6Othlcb/GDP I	11	15	42*-
e4Wheatgr III	8+	8+	20*+	c6Othlbank/GDP III	17	5	13
t5ArmImp/GDP II	6*+	19	17	c6OthaentError/GDP I**	22+	21	4*
t5ManufImp/Impg III	12	23	7	m2WIRate I	9+	7+	20*+
t6ImpDminExpD I**	20	8	6	g1DBDefFin/GDP I**	19	8	5
c3CumFinminFDI/GDP I	10-	22-	0-	r2FConsgr III	9+	9	27*
c6Othch/GDP I	10	3+	12	p1LeftRight III	8+	14	28*

Таблиця Е.76

Зростання частки вимог банків до загального уряду

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	12+	14+	18+	a3EDebt\$/EDebt III	0-	6-	25-
o2Region V	29	23	18+	m2RRatech II	15+	19+	10+
t5ArmImp/GDP II	6	11+	28*	m2LRatech II	8	14+	6
t5ManufExp/ExpG I	24	10	16	m2IRateDif II	3*	25-	22-
t5ManufExp/ExpG II	4*	12	23*+	m2IRateDif III	15	2	15
t5Tour/GDP III**	0*+	6	17*	b2DDep/BDep I	2*+	13+	16+
t5TouCh/GDP I	8	6	25*	g2Sp/GDP III	4*+	10-	20*
t5TouCh/GDP III	5+	17+	13+	g5FDebt/PDebt III	23	23	3-
t6ImpDminExpD I	2*	17	14	r1GDPpcdev III	2+	10+	15
t6ImpDminExpDch II	2	17	15-	r3DSavch/GDP III	7+	21	13+
c5Portflch/GDP III	5-	10	32*	r5ShTurngr III	31-	11-	15-
c6Othlcb/GDP II	10	2	21*	o1LegalSys II	2	11	21
c6Othlgov/GDP I	9	27*	15	o3WCCris II	8+	7	25*+

Таблиця Е.77

Частка вимог банків до державних підприємств

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	18+	13+	21+	m1M2gr I**	27*	11	8
e2PPP/Exrdev I	12	19	13+	m2RRatech II	11-	18	13
e3PriceReg III	20*	0*	14	g1DBDefFin/GDP I	22*	3*	14-
t1CumCurAc/GDP I^	15	25	13	g2CapSp/Sp III**	39*-	13	8
t5ArmImp/GDP II	19	13	6-	g2ArmSp/GDP III^	13-	21	13
t5Tour/GDP III	17	6	7	g2IntSpch/Sp II	5	17	13-
c4NetFDIch/GDP I^	14	24	17	g2IntSpr/Sp I	13-	0*	14-
c7GPrivCap/GDP III	25*	6	13	g3Revch/GDP III**	10	19	8-
m1M1/GDP III	11-	19-	11	p3War II	24-	29-	13

Таблиця Е.78

Зростання частки вимог банків до державних підприємств

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	14+	15+	22+	g2Sp/GDP III^	12	0-	28*-
o2Region I	13	4-	7-	r6GINI I	19-	0-	14-
t5ManufImp/Impg II	2*	19	27	r6Unem III	27-	12-	6-
t5Toureh/GDP II	33-	13	21	r6Unemch III	25-	4-	9-
c5Portflch/GDP II	4-	19-	10-	r7InformEc/GNI I**	18-	5-	3-
c6Othlbank/GDP III	2*	13	24*-	o1EcFree I	9	9-	40*
b2CBCredch/GDP I	22-	18-	10	o1LegalSys II^	8-	6-	34*
b3SClgov/GDP I	12-	24	4-	o3CCrisCreditor II^	22	7*	30

Таблиця Е.79

Величина фінансового сектору

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	20*+	16+	9*+	m2IRateDif II	11-	36-	9
e2PPP/Exrdev I	13+	19+	16	m2IRateDifch I**	11-	11	26
e2REERtb I	45-	9-	10-	m2IRateDifch II	14-	30*-	3*
t5ArmImp/GDP II**	9	11	12	b2DDep/BDep I	7	17	9+
t5Fin/Exp III	8	19	14	g2Sp/GDP III	8	10	10+
t5HTExp/Expg II**	8	19	15	g2CapSp/Sp I	12	15	16
t5ManufExp/Expg III	0-	17	10+	g2WageSp/Sp I	12	13	18
t5Tour/GDP III	5	10	6+	g3NTaxRev/CurRev III	15	26*	4*
t6ImpDminExpD I	10	7-	11+	g4IncomeTax II	7	22-	18-
t6ImpDminExpDch II	4-	6-	15	r1GDPpcdev III	7-	10	9+
c2PPGEDebtpay/Exp I	18	9	15	r3DSavch/GDP I	27*+	17	2*+
c6Oth/GDP II	16	11+	17	r7InformEc/GNI II	9+	19+	19
c6Othlbank/GDP III	10	12	12+	p1PresEnd I**	37*-	14-	2*
c6Othent/GDP III	18	6	16	p1LeftRight III	13	13	17
a1FRes/ShEDebt III	19*+	7+	3	o1EcFree III	5-	10	8+
a3PrivEDebt/EDebt III	11	14	14+	o1LegalSys III	0-	5-	8+
a4ShEDebt2/ExpIncr II	0-	5-	15	o3CCrisRegion III	23*+	8	5
m1M2gr II**	7	18+	10+	-	-	-	-

Таблиця Е.80

Частка депозитів до запитання у всіх депозитах

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	11+	14+	20*+	g2CapSp/Sp II**	4	13	41*-
o2Region IV	14	6	–	g3NTaxRev/CurRev III	6	11	33*-
t2FTrade/GDP II	13+	23	13+	g4IncomeTax II	18	18-	6-
t5Tour/GDP III**	5+	14*+	4	r1WGDPgr I	3*+	12+	20*+
t6ImpDminExpDch II	13	11	6-	r6GINI II	11	21-	7
a3PrivEDebt/EDebt III	16+	12+	11	r6Unemch I**	8-	24*	0-
b1Clggovch/Cldom I**	2*+	9+	24*+	p3Revol I**	0*	9	29*
b2BDep/GDP III	9+	6+	10	o1LegalSys I	25	24	17

Таблиця Е.81

Зростання частки депозитів до запитання в банках

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	14+	16+	t5Touchn/GDP I	8	12	22
e1BlackExrch II	3*	19	21	c2Inctr/GDP III	6	10	22*
e4Wheatgr III	17+	11+	7+	c2PPGEDebtpay/Exp II	10+	11+	23*
t1CurAc/GDP III	10	6	22*	m2IRateDifch III**	8	23*-	4
t5NetFoodExp/GDP I	7	5	16	g1DBDefFin/GDP I	10+	5	19
t5HTExp/Expgr I**	3	11	22*	r7InformEc/GNI I**	14+	4+	6
t5ManufExp/Expgr II	20+	8	10	o3WCCris II	7+	18+	17+

Таблиця Е.82

Зростання кредиту банкам від монетарної влади

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	13+	15+	19+	g2WageSp/Sp II	2*	23	17
o2Region I**	11-	2*	23*-	g2IntSpch/Sp II	7	5	21*
e2REERgr II	3-	21-	8-	r1WGDPgr II^	20	6	19+
e2REERtb I	5-	48-	9-	r3Invgov/Inv III	9-	50-	18-

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
t1CurAc/GDP III^	12-	29-	9	r6GINI I**	12	0*-	26*-
t1CumCurAc/GDP III	3-	26-	16	r6LaborReg II	0-	4-	32-
b3SClGov/GDP I	25-	7	21-	-	-	-	-

Таблиця Е.83

Вимоги банківської системи до держави

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	12+	14+	19+	m2EDebtRatech I	35-	10	19-
e1ExrSDRgr II^	4	18+	16+	m2EDebtRatech II	3-	24*	12-
e3PriceReg II**	13-	27	10	b2CBCredch/GDP I	25-	8+	17
t3Expgr III	9	5*+	18*+	g2WageSpch/Sp III	17-	11	6
t5HTEExp/Expgr I	15-	14	7	g2IntSpch/Sp I	24-	8	16
t5Tour/GDP III**	12	5+	5	g2IntSptr/Sp I	16*	1*	6-
t6ImpDminExpDch II	12-	4	21-	r1GDPgrch II**	18	16+	9+
c6Oth/GDP III	20	12+	13	r1WGDPgr II**	3	8+	24*+
c6Othlcb/GDP II	27-	8+	11	r1GDPpcgr III	14	10+	9+
c7GPrivCap/GDP III	19	12+	13	r3Invfix/GDP III	14+	11+	9+
a1NFRes/ImpIncp III**	21	14+	10+	r6Unem I	16-	8	35-
m1M2gr II	12	6*+	20*+	o1EcFree2ch II**	22	12	7
m2Spread III	26-	10*+	37*	-	-	-	-

Таблиця Е.84

Зростання активів фінансової системи

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	19+	18+	20+	m2Spread I	0-	18-	15-
t1CumCurAc/GDP I	0-	10-	41-	b1Clggovch/Cldom II	0-	10-	25-
c6Othlgov/GDP I	6-	10-	25	b2DDep/BDep I	3-	24-	15-

Таблиця Е.85

Наявність системи страхування депозитів

Групи	Імовірність валютної кризи, %		Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III		I	III
Bci^	17+	19+	m2IRateDifch II	4	33-
t1CumCurAc/GDP III	13+	30	m2IRateDifch III	6	26-
t6ImpDminExpDch I**	8+	23	b2BDep/GDP III**	7+	19-
c5Portflch/GDP II	8	23-	g1BBalch/GDP I**	10*+	29*-
c6Oth/GDP II	12+	25	g1FBDefFin/GDP I**	7*+	23*
c6Othlbank/GDP III	9+	20	g2IntSpch/Sp II	9+	24-
a1FRestr/GDP III**	8*+	23*	r6Unem II	8	24
m2IRateDif III**	7	24-	r2SciEng I	7-	32-

Таблиця Е.86

Банківська криза

Групи	Імовірність валютної кризи, %		Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III		I	III
Bci	13+	16+	r3Invfix/GDP III**	13+	2
o2Region I	3+	12	p1PresSup I	11	45-
t5ManufExp/ExpG II	9+	21	o1LegalSys III	2+	15-
c4NetFDIch/GDP I	9+	22	o3CCrisRegion I**^	8*+	30*
g2Sp/GDP III	4+	15	-	-	-

Таблиця Е.87

Зміна балансу державного бюджету

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	16+	10+	m2WIRate I**	19*	11	2*
e3TTradeGr I^	2	20*	9-	b2CBCredch/GDP I^	18	8	3-
t5MetExp/ExpG II**	23*	9	0*	g2IntSpch/Sp II	6	20*+	6
t5TouCh/GDP I	22	16	2*	g2IntSpTr/Sp I	3	13	4
t6ExpD/Exp II	16-	8	0-	g5CGDebtch/GDP I	28-	8-	8
c5Portfl/GDP III	33*-	14	4*	r6Unemch III^	16-	0-	7-
c6Othlbank/GDP III	20	12	4	p1PresEnd I	0-	25-	12-

Таблиця Е.88

Дефіцит державного бюджету

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	11+	13+	17+	b1Clsent/Clent II	3*	19	28-
c5Portfl/GDP I	7-	0-	18-	g2ArmSp/GDP III	2*	9-	18*+
m2LRatech I [^]	2*	16	23	o1EcFree2ch II**	22-	5-	6-

Таблиця Е.89

Зовнішнє фінансування дефіциту державного бюджету

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	11+	15+	15+	g2ArmSp/GDP III	3*	16	15
o2Region II	2	18-	2	r5ShTrade/GDP I	19-	14-	3
t6ImpDminExpDch II	16	13	3-	r6Unemch III	3-	17-	3-
c6Oth/GDP I	2*	15	18	p2Assas I [^]	2*	14	17
m2IRateDifch I	22-	10-	4-	o1EcFree I [^]	13	15	0-

Таблиця Е.90

Величина державного бюджету

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	15+	10+	m2RLRate III	24	4	16
e2PPP/Exrdev II**	21	26*	3*+	g2ArmSp/GDP III**	3-	18*	7+
t5NetFoodExp/GDP I	26-	14-	1*+	r6Unem II	27*-	5-	6
t5ManufExp/ExpG III	15	28*-	5*	p1PresEnd I	19-	24-	0*
c5Portflch/GDP II	15-	24-	2*	o3CCrisCreditor III	20*	11	2*
m1M1/GDP III	0-	19	10+	-	-	-	-

Таблиця Е.91

Капітальні витрати державного бюджету

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	14+	14+	b2BDep/GDP III	16	4	9
e2REERtb II^	21-	8-	0-	b2DDep/BDep I	13	4	18
t5HTEExp/Exp _g II	14+	0-	25-	b2DDep/BDep III	17	41*-	14
t5ManufImp/Imp _g II	13	5	21	g2WageSpch/Sp III	6	9	18
c6Othlcb/GDP II	11	6-	24-	g2IntSptr/Sp I**	2	6	15*
m1M2/FRes II**	16	2*	17	g3NTaxRev/CurRev I	14	35*-	13
m2Spread I	19-	4	10	r5ShTrade/GDP III	24	4*	16-
b1Clsent/Clent I	16	12	39*-	r7InformEc/GNI I	13+	2	13-

Таблиця Е.92

Витрати на зарплату в державному бюджеті

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	15+	15+	m2IRateDifch I	9-	6-	32-
e1BlackExrch I	0-	13-	25-	b2BDep/GDP III	18	7	7+
t5ManufImp/Imp _g I	19	15-	2	b2CBCredch/GDP I	16	2	14-
a2EDebt/GDP III	9-	30*	10	r1GDPpcdev III	14+	4	8
m2LRatech I	13+	11	35-	r3Invfix/GDP III	6	8+	17

Таблиця Е.93

Зростання витрат на зарплату в державному бюджеті

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	20*+	13+	10+	m2IRateDifch II	11-	31-	4-
e2REERcb II	4-	9-	15-	b1BResch/BDep III	12	5	16
t5Fin/Exp II	29*	8	4	r1TGDPgr II^	14-	4	14
t5NetFoodExp/GDP I**	6-	12	0-	p1PresSup I	41-	0-	11-
t6ImpDminExpDch I	14	19	2	p1Polariz III	22-	16	0*
c5Portfl/GDP I	0-	21-	7-	o3CCrisTrade III	12-	11-	0-
a1NFRes/ImpIncp III**	8	11	23	-	-	-	-

Таблиця Е.94

Витрати на оборону

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	21*+	14+	12+	b1ClSent/Clent II	14	15-	21
e2PPP/Exrdev I**	16+	10+	22	b2BDep/GDP III	19*	8	4+
e2REERgr II	25-	6-	2	g1DBDefFin/GDP I	20*	14	2*
e2REERtb I	48-	13-	4-	g1FBDefFin/GDP I	20	15	3*
e2REERcb II	27-	7-	2	g2Sp/GDP II	21	4	18
e3PriceReg I	11-	24-	6	r1GDPpcdev I	20+	15+	28
t1CumCurAc/GDP I	12	24	11	r1GDPpcdev III**	15	16	2*+
t5ManufExp/Expgr I	34*	17	5*+	r2FCons/GDP I**	20*	14	3*+
t5ManufExp/Expgr III	11	8	19	r5ShTrade/GDP I	13	22	6-
c5Portflch/GDP III	20	3	19-	r6GINI I**	6	8	17
c7IMFcons/GDP I	3*-	8-	42-	p1PresEnd I	35-	17-	6*+
a1FRestr/GDP III	18*	8+	5+	p1ParlPres I	25*+	18+	6*+
a1FRes/ShEDebt I	19+	27	25	p1ParlPres III**	12	13	23
a1FRes/ShEDebt III	20*+	6+	5+	p1Elect I	36-	16	5*+
a3EDebt\$/EDebt III	21-	18-	0*	p3Warch I	0-	0-	26-
a4ShEDebt2/ExpIncr II	29-	6-	0-	o1EcFree III	17*	8	2

Таблиця Е.95

Зростання процентних платежів по державному боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	11+	20+	c5Portflch/GDP II	21-	10	5-
o2Region I	4-	2	24-	a1FRestr/GDP III	14	4+	10-
o2Region II	7-	2	16-	b1Cldomch/GDP III	22	9+	13-
e1BlackExrch I^	7-	21-	4-	g1DBDefFin/GDP II	16	11	4-
t1CurAc/GDP III	23	6	11-	r2FCons/GDP I	16	8+	6-
t5ManufImp/Impgr III	21	10	9-	r2FCons/GDP III	0*-	19	26-
t5MetExp/Expgr II	19	4	15	r5USShPrgr I	6	6	28*
t6ImpDminExpDch II**	21*	6	3-	o1EcFree III	15	5	6-

Таблиця Е.96

Процентні платежі по державному боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	7*+	15+	19*+	b3SClgov/GDP I	16	13-	0-
o2Region II	0-	3-	12	g2CapSp/Sp III	15	14	13
e2REERgr II	12-	6-	9-	g2ArmSp/GDP II	7	7	30*
t5NetFoodExp/GDP I	4	2	18*-	r1GDPs II	3	9+	24*
a1FRes/ShEDebt III**	10	9	6	p1Elect II	14-	23-	6-
m2WIRate I	0*	7	24*	o1EcFree2ch II	14	15-	4-
m2IRateDifch I	18-	10-	15-	o3CCrisRegion III^	0*	13	19*
m2IRateDifch III	4-	0-	21*-	-	-	-	-

Таблиця Е.97

Зростання доходів державного бюджету

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	15+	12+	m1M2gr II	15	16	3*
e2REERtb II^	4-	22-	4-	b1Clsent/Clent II	14-	3-	19
t6ImpDminExpD I	5	20	7	r6Unemch III^	3-	20-	5-

Таблиця Е.98

Частка неподаткових надходжень державного бюджету

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	17+	14+	12+	m2LRatech I^	13	12+	27-
e2REERtb III	7-	15-	30-	m2WIRate I	21-	5	11
t6ImpDminExpD II**	15	11	30*	b2BDep/GDP II	13	13+	26
c4NetFDI/GDP II**	4	13+	17	g2CapSp/Sp II**	36*-	9	9+
c6Oth/GDP I**	9	7	20	r1WGDPgr I**^	12	3	11
m1M2gr I	28*-	8	8+	r5ShTurngr I	7-	5	22-
m1M3ch/GDP III	9	19+	9	-	-	-	-

Таблиця Е.99

Податки на прибуток корпорацій

Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III
Bci	0*	16	16

Таблиця Е.100

Податки на дохід фізичних осіб

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	8+	14+	11+	a1CBFLiabch/GDP II	25-	6-	11-
t3Expgr III	0-	17*	3	a3PrivEDebt/EDebt III	0-	23*	4
c4NetFDI/GDP I^	0*-	10-	31-	m1M3ch/GDP III	11-	16	0
c4NetFDI/GDP III	19-	18	0-	r1GDPpcgr III	0-	17-	5
c4NetFDIch/GDP III	19-	16	0*-	-	-	-	-

Таблиця Е.101

Зростання державного боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	14+	13+	m1ResMonch/GDP III	28-	3	15
c4NetFDIch/GDP III^	5	5	17	r2FCons/GDP I**	6	15*	0
c6Othlbanc/GDP II	4-	6-	33-	o1EcFree III	7-	17-	3-
a1CBFLiabch/GDP III^	19-	16-	2	o1LegalSys III	3-	10	0-

Таблиця Е.102

Частка зовнішнього у державному боргу

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	12+	17+	19+	b1BRes/BDep I	8	11	39-
t5HTExp/Expgr II	24-	11-	0 -	b1Clggovch/Cldom III	18-	20	3-
t5ManufExp/Expgr II**	16-	12	2	g2CapSp/Sp II	3-	20	9-
m1M2gr I	15	0-	18	p3Guerill I^	4-	5-	20-

Частка у світовому ВВП

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	19+	13+	15+	a1NFRes/ImpIncp II	16+	8+	22
e2REERgr II	22-	9	2	m2IRateDifch III	7-	3-	17
t4Impgr II**	10+	18+	18	b1BRes/BDep I**	27*	4*	11+
t5NetFoodExp/GDP I**	6	4+	14	g2IntSpch/Sp I	5	8	18+
t5HTEExp/Expgr II	6-	10+	20	g2IntSptr/Sp I	6	3	11
t5ManufImp/Impgr I**	10	7	20	g5CGDebtch/GDP III	31-	7	9
t5MetExp/Expgr II	9-	4	13+	r1GDPpcdev III**	6-	4+	13+
t6ImpDminExpDch I	9	8	18	r2FConsgr II	11+	19+	20+
t6ImpDminExpDch II	4-	7	17	r6GINI II	10	19	6-
c3CumFinminFDI/GDP III	9	13+	19	r2SciEng I	-	3-	32*-
c6Oth/GDP II	12	9+	22+	p1Polariz III	9-	7	19
c6Othch/GDP I	7+	7+	13	o3CCrisTrade II	18	12+	32*
c6Othlbank/GDP III**	8	6+	18*+	-	-	-	-

Прискорення економічного зростання

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	15+	17+	g2Sp/GDP III	10	5+	19
o2Region II**	7	0	11	r3Invench/GDP II	2*	18	20
e2PPP/Exrdev III	18+	8*+	22+	r7InformEc/GNI I	6	6+	17
t1CurAc/GDP III	7	6	21*	p1Polariz III	15	4	19
c6Othlgov/GDP III	7	22+	15+	o3CCrisRegion I	9	6+	18+
b3SClgov/GDP III	19+	9*+	29*+	-	-	-	-

Таблиця Е.105

Зростання світового виробництва і попиту

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	12+	12+	21*+	b1Cldomch/GDP I	13	20	13
o2Region II	3	11	8	b1Cldomch/GDP III	7*+	9	29*+
o2Region IV**	0*	8-	29*-	b2BDep/GDP III	2*+	10+	16*+
e1Exr\$SDRgr II**	15+	7*+	24*	b2DDep/BDep I	3*+	13+	18+
e1Exr\$SDRgr III^	8	20+	—	b3SClgov/GDP I	6	3	25*
t5Tour/GDP III	6+	2+	14*+	g2IntSpch/Sp I	4*	11	26*
c2PPGEDebtpay/Exp I	8	4*	27*+	g2IntSptr/Sp I**	0*	4	19*
a1FRestr/GDP II	5*+	19+	17+	g3NTaxRev/CurRev II	3*	13	25*+
a1FRestr/GDP III**	6+	3+	19*+	g4IncomeTax III	0-	15-	11-
a3PrivEDebt/EDebt III	5*+	6	26*+	r1GDPpcdev III	3+	6+	18*+
m1M1/GDP II	19+	15+	16+	r5USShPrgr I^	11+	20+	—
m1M2/FRes I	12+	5*+	24*+	r5USShPrgr II	16+	4*	16+
m2EDebtRate I	0-	11-	13-	p1PresEnd I	20	6	15
m2EDebtRatech I	0-	5-	19-	o1EcFree III	5	2	15*
m2WIRate I	11+	19	—	o1LegalSys III**	2	4	14*
b1BRes/BDep I	7+	4*	24*+	o3WCCris II**	12	7*+	29*
b1BResch/BDep III	20+	12+	14+	-	-	-	-

Таблиця Е.106

Рівень економічного розвитку

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	20*+	16+	9*+	m2Spread I	15	6+	9+
o2Region III	8-	26+	14	b1BRes/BDep I	29*-	10	10+
e2PPP/Exrdev I	13+	15+	18-	b1Clggovch/Cldom I	24*	13+	2*+
e2REERgr II	37-	0*	7	b1Clsent/Clent I	13	30*	14
t5Fin/Exp III**	5	19	14	b2BDep/GDP III	0-	9+	9+
t5NetFoodExp/GDP II	5-	20+	15	g2ArmSp/GDP III**	28*	12+	2*+
t5ManufExp/Expgr I	16	26*	3*	g4IncomeTax I	4-	26-	3
t6ExpD/Exp II	12-	5	19-	g4IncomeTax II	4-	20	11-

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
c4NetFDI/GDP II	11	13+	15	p1PresEnd I**	36*	7	0*
c6Oth/GDP II**	12	12	20+	p1Elect I	29*	9-	2*
c6Othlbank/GDP III	6-	14+	10+	p1Elect III	14+	20+	12+
a3PrivEDebt/EDebt III	6-	16+	12+	o3CCrisRegion III	29*	13+	6*+
m1M1/GDP III**	24*	5*+	11+	o3CCrisCreditor II	18+	28*	4*

Таблиця Е.107

Економічне зростання

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	20*+	11*+	a1FRestr/GDP III	6+	12+	10+
o2Region II	5+	7	11-	m2EDebtRatech I	0-	14-	10-
e1BlackExr I	6	14	16	m2EDebtRatech III	10-	39-	3-
e2REERcb I	5*	29*	20-	g2CapSp/Sp II	8	15	18
e4Wheatgr III	8	15	18+	g5CGDebtch/GDP II	3-	16	18
t5NetFoodExp/GDP I**	2	15*	7	r1GDPs II	8+	22*+	7+
t5HTEExp/Expgr I**	10	8	16	r2FCons/GDP I**	3	17	10+
t5HTEExp/Expgr II	20	17	2*	r3Invench/GDP II	9	30*	6
t6ImpDminExpD II	17	13	20	r4Agrgr I	19+	13+	5
t6ImpDminExpDch II	3-	14	12	r5ShTrade/GDP I	7	27*	3-
c6Oth/GDP II	25	18+	5*+	o1LegalSys III	2	13	4

Таблиця Е.108

Економічне зростання в країнах – торгових партнерах

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	19+	14+	20+	b1Cldomch/GDP III	7	13	26*
e1Exr\$SDRgr II	23*+	7	11	g1FBDefFin/GDP II	14	7	36*-
e1BlackExr I	4-	19-	24-	g2WageSpch/Sp II	26-	4*	24-
e2REERgr II	12-	0-	16-	g2IntSpch/Sp I	11-	4	26*

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
c2Inctr/GDP III**	19-	6-	5	g3NTaxRev/CurRev II^	9	14	30*
c5Portfl/GDP III	11-	7-	35*	r5USShPrgr II	22	11	10
a1FResch/GDP II	27	7*	23	r6Unem II	12	8-	32-
m1ResMonch/GDP II**	6	7	22*	r6Unemch III	14-	3-	27-
m2RRate II	34*-	7	15	p1PresEnd I**	24*	9-	5
m2WIRate III	27*	11	13	p1Polariz III**	7	5-	30*-

Таблиця E.109

Зростання кінцевого споживання

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	18+	17+	13+	c5Portflch/GDP II	10	22	4
o2Region III	20	25+	6	c6Othlcb/GDP II	12	22*	4
e2REERtb I	14-	14-	38-	a1CBTFLiabch/GDP II	22	14+	4*
e2REERcb III	7-	30*-	9-	b1Clggovch/Cldom II	25*	10+	11+
t2FTrade/GDP III	17	6+	8+	o3WCCris I	17+	9+	22

Таблиця E.110

Частка споживання

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	11+	18+	18+	b2BDep/GDP III**	7+	18*	2
o2Region II	7	16-	3-	g2ArmSp/GDP III**	3*+	24*	14+
o2Region V	9-	41*-	22+	g2IntSpch/Sp I**	16	15	0*-
e2REERgr II	4	7	24-	g2IntSptr/Sp I**	8	2	10-
e3PriceReg I	19-	5	17	g4IncomeTax II**	24-	14-	3-
t4Impgr II	8	25*+	10+	g5CGDebtch/GDP I	6	26*	4-
t5NetFoodExp/GDP II	17	18+	3-	g5CGDebtch/GDP III**	0*	12	31*-
t5HTEExp/Expgr II	11	19+	4	r3Invgov/Inv II	27-	12	12-
t5ManufImp/Impgr I**	18	14+	7	r4Agrgr II	17	10+	20+

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
t5MetExp/Exp _g II**	6+	18*	4	r6Unem III	23-	11	18-
t6ImpDminExpDch II	11	14	0-	r2SciEng I	29-	21-	0-
c2Inctr/GDP III	2*	13	17+	r7InformEc/GNI I	6+	18*	0-
c4NetFDI/GDP II	13+	19+	7+	r7InformEc/GNI II	20	13+	14
c5Portflch/GDP II	16	10	9-	p1Polariz III**	18	13	5
a1FRes/ShEDebt III	11	5+	13+	o1EcFree III	5+	18*-	7-
b1BRes/BDep I	8*+	15	28*-	o1LegalSys I	30-	25	13

Таблиця E.111

Зростання внутрішніх заощаджень

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	16+	14+	c2EDebtpaytr/GNI I	25*	15+	8+
o2Region I**	20*	6-	4	a1FRes/ShEDebt III	16+	9+	6+
<i>o2Region III</i>	10	22	27-	b1Clggovch/Cldom II	9+	13+	21
t5NetFoodExp/GDP I	15	5	6+	b2BDep/GDP III**	2+	13+	11
t5Tour/GDP II**	8	11	25*	r6GINI III	17	12	33
t5Tourtch/GDP I**	4	21*	12	o1EcFree III**	2	13	10
t6ImpDminExpDch II	0-	13	14	-	-	-	-

Таблиця E.112

Зростання інвестицій

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	17+	16+	15+	b1Clggov/Cldom II	10	14+	22
c2Inctr/GDP III	26*	9	8	b1Clsentch/Clent I	26-	18	7
c3CumFinminFDI/GDP I**	3-	7-	18-	g1FBDefFin/GDP I	3-	18	12
c6Othch/GDP I**	16*+	7	4	-	-	-	-

Частка інвестицій

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	21*+	14+	11*+	b2DDep/BDep I**	6	12+	12+
e2REERgr II	19*-	2	6	b4BCris III	26	20	2*
t5ManufExp/Expgr I	14	15	22	g1BBalch/GDP III	20	15	2*+
t5MetExp/Expgr I	17	13	23	g2IntSpch/Sp I	8	19	10
t5Tour/GDP III	11	4	9+	g2IntSptr/Sp I	0-	9	7+
t6ExpD/Exp I	15+	22+	11+	g3Revch/GDP III	16	19	5*+
c5Portflch/GDP II	8-	18	10	g4IncomeTax I	3-	13-	15-
c6Othlbank/GDP III**	8	20	8+	r6Unem II	9-	23	8-
c6Othlent/GDP III	16	26*	10*+	r6Unemch II**	12-	21-	2
c6OthaentError/GDP I	14	25	12+	r2SciEng I	3*-	35-	19-
c7IMFcons/GDP I	32*-	0*-	14-	r7InformEc/GNI I	29-	12	4*+
a1FRestr/GDP III	8	10+	10+	o1LegalSys I	15	23	27
m2Spread I**	23*	4	5+	o3WCCris I	18+	8	17+
m2IRateDifch III**	10-	24*-	0*	-	-	-	-

Зростання запасів

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	13+	15+	c6Othlbank/GDP III	5	11	21
o2Region II	5	3-	13	a2EDebt/GDP I	24	4*	17
c2PPGEDebtpay/Exp I	23	7	11	a3EDebt\$/EDebt I	5-	5-	22-
c3CumFinminFDI/GDP III	5	21	15	g2Sp/GDP III	7	5	18
c6Othch/GDP I	5	5	15	r1GDPgrch I	15	2*	18
c6Othch/GDP II	26	20	5*	o3CCrisTrade III	0-	11-	11-

Таблиця Е.115

Частка державних інвестицій

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	22+	17+	24+	p2Assas I^	12	9	30*
g1DBDefFin/GDP II	25-	0-	19-	p3War II	38-	7-	15-
g2CapSp/Sp II^	9	22-	35-	-	-	-	-

Таблиця Е.116

Зростання виробництва сільськогосподарських культур

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	15+	17+	c3CumFinminFDI/GDP III	4*	19	17
e1BlackExr I	6	22	11	c5Portflch/GDP I**	5	5-	26*
e3PriceReg I	22-	12	5-	c5Portflch/GDP II	6	21	9
t5NetFoodExp/GDP I	2	9	12	c6Oth/GDP III**	7+	27*	13+
t5Tourtch/GDP III	6*+	18+	17+	-	-	-	-

Таблиця Е.117

Зростання врожайності

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16+	16+	15+	a1NFRes/ImpIncp III	10	22*+	10+
e2REERcb II	6-	21-	6-	a3EDebt\$/EDebt III	0-	19-	7-
e3PriceReg III	7	21	9	b2BDep/GDP III	4	14	12
t1CurAc/GDP III	9	8	19	g4IncomeTax III	3-	9-	23-
c5Portflch/GDP I	6-	12	22	r3Invfix/GDP III	10+	18+	8+
c6Othlgov/GDP III	23	18	6*+	r6Unem I	3-	21-	19
c6Othlbank/GDP III	5	14	15	p1LeftRight I	18	7	18
c7IMFcons/GDP I	29*-	9-	6-	-	-	-	-

Таблиця Е.118

Зростання цін акцій у доларах

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	11	10	22	b1BRes/BDep I	24-	9-	8-
c6OthaentError/GDP II	24-	0-	15-	r7InformEc/GNI I	18-	4-	8-

Таблиця Е.119

Зростання цін акцій у США

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	13+	18+	b3SClgov/GDP I	2	9	22*
o2Region IV**	2	7	25*-	g1BBalch/GDP I	21	6	15
e1ExrSDRgr III**	5+	8+	22*+	g1FBDefFin/GDP I	7	6	21*
e2REERgr I	15	24	7	g2IntSprr/Sp I**	0	6	13
e4Wheatgr III**	7+	7+	22*+	r1WGDPgr II**	20*+	4*	9+
t3Expgr III	17	5+	14+	r1GDPpcgr III	11+	4*+	18*+
m1M2gr II**	20	8+	13+	p1PresTillEnd I	20	5*+	19+
m2IRateDif III**	10	2*	27*	o1EcFree III	4	3	14
m2IRateDifch III	5	8-	21*-	o3WCCris III	20+	18+	8*
b1Cldomch/GDP I	23	12+	12	-	-	-	-

Таблиця Е.120

Відношення цін акцій до доходів

Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III
Bci	11	13	17

Таблиця Е.121

Обсяги торгівлі акціями

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	12+	14+	g1FBDefFin/GDP III	3	18-	10-
t5Fin/Exp III	10	7	27*-	r1GDPs II	15+	6	0-
t6ImpDminExpDch II	7-	3-	19	p1Polariz III	3-	18-	19-
a1FRes/ShEDebt III	4	11	0-	o3CCrisRegion III	24*	8	4-
m2RRate II	6-	9-	29*-	o3WCCris I	10	5	21

Таблиця Е.122

Зростання обороту торгівлі акціями

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	10+	16+	18+	b1Clggovch/Cldom I	6-	3-	31-
t1CumCurAc/GDP I^	0-	13-	16-	g1DBDefFin/GDP II	0-	19-	8-

Таблиця Е.123

Нерівність у доходах населення

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	10+	12+	21*+	m2WIRate III^	3-	13-	8
t4Impgr II	0*	16-	16	b1Clggovch/Cldom II	13-	15	8
t5HTExp/ExpG II**	0*	17-	20-	b2CBCredch/GDP II	0*-	6-	28*
t5Toureh/GDP I	0*	14-	28*-	g2Sp/GDP III	3	15-	17-
c2EDebtpaytr/GNI III	5*	26-	19-	g2CapSp/Sp I	3*	19-	31-
c7GPrivCap/GDP I^	17-	6-	8-	r7InformEc/GNI II	4*	23-	19
a1FResch/GDP III	4	18	14	o1EcFree2ch I	0-	6-	15-

Таблиця Е.124

Безробіття

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	14+	14+	15+	r2FCons/GDP II	33-	17	11
e1BlackExr I	20-	7-	4-	r4AgrYieldgr I	24-	3-	16
m2RLRate III	0-	21-	11-	o3CCrisCreditor I	30-	4-	11
g5CGDebtch/GDP I	19-	26-	0-	-	-	-	-

Таблиця Е.125

Зростання безробіття

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	17+	11+	g2Sp/GDP II	8-	24*-	0-
t5ArmImp/GDP II	8-	22*	2	g3Revch/GDP III	3-	21-	5-
c2PPGEDebtpay/Exp II	18	7-	0-	r1GDPs II	21*	4-	3-
m2WIRate III	21*-	7-	3-	p1PresTillEnd II	22-	4-	29-
g1BBalch/GDP II	13-	25*-	0*-	-	-	-	-

Таблиця Е.126

Регулювання ринку праці

Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III
Bci	16	10+	18

Таблиця Е.127

Чисельність вчених та інженерів

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	16	14	12	m1M1ch/GDP II	17-	0-	9-
c6Othlgov/GDP II	27-	3-	9-	b4BCris I	20	5	5
m1ResMonch/GDP II	15-	0-	5-	-	-	-	-

Таблиця Е.128

Зростання чисельності вчених та інженерів

Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III
Bci	14	8	16

Таблиця Е.129

Розмір неформальної економіки

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	8*	15	20*	c6Othlgov/GDP I	19	10	20
e1ExrSDRgr II	6	8	28*	a1NFRes/ImpIncp II	16	8	15
t5ManufExp/Expgr I	0*	32*	17	m1M1/GDP I**	17	9	16
t5ManufExp/Expgr II	17	10	18	m2LRatech II**	8	2	19*
t5Tour/GDP II	18	11	14	m2RLRate II	13	7	31*
t5Touorch/GDP III**	13	5*	21	m2Spread I	9	4	19
t6ExpD/Exp II	14	4	13	m2IRateDifch I**	23	5	18
t6ImpDminExpD II	12	26	10	b1Clsentch/Clent I	18-	9	15
t6ImpDminExpDch II	15	11	8	b3SClgov/GDP I	10	18-	7
c2Inctr/GDP III**	0	6	24*	g2CapSp/Sp II	2*	26*	17-
c2PPGEDebtpay/Exp I	14	7	19	r2FCons/GDP I	6+	20*	11-
c4NetFDI/GDP II	10	5*	20*	r6GINI II	6-	23-	7
c4NetFDI/GDP III	4*	22	15	o1LegalSys III	7+	3-	0-

Таблиця Е.130

Умова кінцевого терміну служби голови уряду

Групи	Імовірність валютної кризи, %		Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III		I	III
Bci^	14+	17+	g2Sp/GDP III**	0*	14*+
t1CumCurAc/GDP I	0*-	18*+	g2ArmSp/GDP III	6+	15+
t5ManufExp/Expgr II	0-	16+	g3NTaxRev/CurRev III**	3	16+
t5MetExp/Expgr III	0*-	18*+	r1GDPpcdev I**	36*	17*+
c6Othlbank/GDP III	0-	14+	r1GDPpcdev III**	0	13+

Групи	Імовірність валютної кризи, %		Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III		I	III
b2BDep/GDP I**	37*-	18*+	r1TGDPgr III	5*	25*+
b2BDep/GDP III**	2*	13*+	r5ShTrade/GDP II	0-	15+
g1BBalch/GDP I	0-	17+	-	-	-

Таблиця E.131

Строк до кінця служби голови уряду

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	14+	19+	17+	r5USShPrgr II	5+	11	18+
t2FTrade/GDP III	3*	17	13	r6Unemch III	5	29-	11
m1M3ch/GDP II	19+	5-	19+	o3CCrisTrade I^	23	0-	24
b1Cldomch/GDP I	4*	23-	19	o3CCrisTrade III	12	21-	3-
g2IntSpch/Sp II	17	3-	14	-	-	-	-

Таблиця E.132

Підтримка президента на виборах

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	20+	16+	17+	g2WageSpch/Sp II	0-	24-	10-
c6Othent/GDP III	21-	0 -	15-	g2IntSptr/Sp II	6-	19-	29-
m1M2gr II**	11-	23-	5-	r4AgrYieldgr III	31*-	12	9
b1Clgov/Cldom III	40-	22-	4-	o3CCrisRegion I^	18-	27-	3-
b3SClgov/GDP II**	7	22	14	-	-	-	-

Таблиця E.133

Сила парламенту

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	16+	18	16+	t5MetExp/Expgr III	11+	14-	29*-
o2Region II	5*+	14-	27-	c6Othlbank/GDP I	9*+	30-	21
e2REERcb II	4*	-	25-	g2ArmSp/GDP III	6*+	19-	23*

Таблиця Е.134

Поляризація уряду і парламенту

Групи	Імовірність валютної кризи, %		Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III		I	III
Bci	16+	13+	b3SClgov/GDP II	18*+	6*+
o2Region III	22	10	g2WageSpch/Sp III**	12+	0
t3Expgr III	13+	3	r1GDPgrch II	19*+	4*
t5Toureh/GDP III	16+	3	r5ShTrade/GDP I	19+	3-
c2Inctr/GDP III	15+	0-	o1EcFree2ch I	15	0-
a3PrivEDebt/EDebt I	19+	0-	o1EcFree2ch III	15	33-

Таблиця Е.135

Вибірність і роздробленість парламенту

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	15+	16+	16+	b2BDep/GDP III**	2	8-	14+
e1BlackExr I	4-	26-	11+	g1FBDefFin/GDP III	17-	31*-	10+
e3PriceReg I	18-	32-	5*	g2ArmSp/GDP III**	5+	20	13+
e4Wheatgr II	25	5	18+	g3NTaxRev/CurRev III	5	11	17
c6Othlbank/GDP III	0-	6-	15+	g5FDebt/PDebt III	22-	34*-	8*
a1FRes/ShEDebt III	16	16	7+	r1GDPs III	5-	8-	20+
m1M3ch/GDP III	11	29-	13+	r1GDPpcdev III	2	13-	12+
m2WIRate I	9	4-	20+	r7InformEc/GNI I	0	17-	12+

Таблиця Е.136

Тип правлячої партії

Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III
Bci	14+	24	14+

Таблиця Е.137

Зміна правлячої партії

Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III
Bci	33-	15+	8-

Таблиця E.138

Зловживання на виборах

Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III
Всі^	17+	15

Таблиця E.139

Політичні вбивства

Групи	Імовірність валютної кризи, %		Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III		I	III
Всі	14*+	37*-	a2EDebt/GDP I	4	62-

Таблиця E.140

Великі урядові кризи

Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III
Всі	16+	30-

Таблиця E.141

Заворушення

Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III
Всі	16+	26-

Таблиця E.142

Значні страйки

Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III
Всі	18+	19-

Таблиця E.143

Партизанський рух

Групи	Імовірність валютної кризи, %		Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III		I	III
Bci	15*+	31*	o3CCrisCreditor III	9+	60-

Таблиця E.144

Революції

Групи	Імовірність валютної кризи, %		Групи	Імовірність валютної кризи, %	
	I	III		I	III
Bci	13*+	35*	a2EDebt/GDP III	29	12-

Таблиця E.145

Війни і збройні конфлікти

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13*+	19+	24	m2LRatech II	10+	3	15-
e1Exr\$SDRgr II	10*+	12	42-	b1BRes/BDep I	9*+	33-	19-
t2FTrade/GDP I	24+	15+	28	o3WCCris I	11+	24	5-
c2PPGEDebtpay/Exp II	11+	28*	10-	-	-	-	-

Таблиця E.146

Посилення збройних конфліктів

Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III
Bci	12	14+	30*-

Таблиця Е.147

Економічна свобода

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	19+	15+	8*+	m2Spread I**^	4	8	7+
o2Region II**	16*-	3-	0	m2IRateDifch I	10-	14-	32-
o2Region IV	0-	13-	13	g2ArmSp/GDP III	22*	6	2*
t5ArmImp/GDP II	8	13	14	g2IntSptr/Sp I^	0-	0-	7
t5ArmImp/GDP III	38*	12	0*-	g3NTaxRev/CurRev I	6-	16	19-
t5ManufExp/Exp _g III	16	7	13	g5CGDebtch/GDP II	24-	6	17-
t5Tour/GDP III**	0-	10	9	r3DSavch/GDP I	28*	13	2*
c2PPGEDebtpay/Exp I**^	5-	8	13	r5ShTrade/GDP II	28*-	8	4
c6Othlent/GDP I	6-	20	5	p1PresEnd I	28-	0-	0-
c6Othlent/GDP III	20-	8	14	o1EcFree2ch II	6-	12	11
c6Othent/GDP I	6-	23*	8-	o3CCrisTradePartner III	3-	16-	4-

Таблиця Е.148

Зменшення економічної свободи

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci^	9+	13+	15+	g3Revch/GDP III	3-	8	30-
t4Impgr II	17	5	17	g5CGDebtch/GDP III	5-	0-	31-
m1M2/FRes III	19-	4	17	r6GINI I^	0-	5	15
b1Cldomch/GDP II^	2	8	24*	p1Polariz III	0*-	10-	33-
g1BBalch/GDP III	11-	0-	17-	-	-	-	-

Таблиця Е.149

Дієвість законодавства

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	21*+	13+	6*+	m1M1/GDP I	25	26	0*
o2Region II	22-	3-	0-	m1M1/GDP III**	9-	5	12
o2Region V	19	41-	14-	b1Clggovch/Cldom III**	24*	2	2

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
e1BlackExrch II	33-	4-	3-	g1DBDefFin/GDP II^	15-	0-	5
e2PPP/Exrdev I	14	11-	22-	g2Sp/GDP III	10-	16-	6+
t5NetFoodExp/GDP I	21-	3-	4	r1GDPgrch II**	9	21-	4
t5ManufImp/Impg I	21	0*	25-	r2FCons/GDP I**	30*-	5	5+
t5Tour/GDP III	20*-	5	7+	r3Invfix/GDP I	15	28-	17-
c6Othch/GDP II	17	9-	19-	r5ShTrade/GDP III	45-	10-	7*
a1NFRes/ImpIncp II	15	7	13-	o3CCrisRegion I	24*	10	0*
a1FRestr/GDP III**^	20*	4	3+	-	-	-	-

Таблиця Е.150

Регіон

Групи	Імовірність валютної кризи, %				
	I	II	III	IV	V
Bci	9+	7*+	18+	10+	23*+
e4Wheatgr III**	11	4	7	21	16
t5Tour/GDP II	13-	20-	8	25-	15
t5Tournch/GDP I	0*	8	27*	7-	14-
t5Tournch/GDP III	14	0*	11	18-	21
t6ImpDminExpDch II	5	12-	4-	17-	-
b1Clggovch/Cldom I	2	3	15	4-	29*
g1BBalch/GDP III	3-	5	7-	6-	27*-
g2IntSptr/Sp I	6	0-	11-	1-	8-
r1WGDPgr I	5	3	19	0	25*
r3DSavch/GDP I	20	4	10	6-	28*
o3CCrisRegion I**	2*	7+	22*	2	24*

Таблиця Е.151

Валютні кризи в регіоні

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	10*+	20*+	14++	b2DDep/Bdep I	9+	21*	5
o2Region I	1*	27-	11	b4BCris III**	30	13	16
e1Exr\$SDRgr II	7	11+	16+	g2Sp/GDP III	8	23*-	5+
e2REERtb II	5-	32-	6-	g2IntSptr/Sp I**	4	20*	0*
e4Wheatgr III	10+	20*+	2*	g4IncomeTax I	12	13-	0-
t2FTTrade/GDP III**	1*	19*+	7+	r1GDPs II	10+	9	16+
t3Expgr III	3*+	14+	16	r1GDPpcdev I	16	19+	29
t5ManufImp/Impg I	2*	19	18	r3Invfix/GDP III	6+	20*+	6+
t5Tourch/GDP I	15	15	6	r6GINI I	9	26-	4
t6ImpDminExpD I	8	24*	3	r7InformEc/GNI I	5+	17*	4+
c6OthaentError/GDP II	13	8	16	p1PresSup II	27	13	11
a3EDebt\$/EDebt III	14	9-	0-	p1Polariz III	15	13	6
m2EDebtRatech I	3-	18-	0-	o1LegalSys III**	0	14*	4
m2WIRate III	9	13+	21+	o4WCCris I	10*+	24*+	0-
b2BDep/GDP III**	3*+	21*	5	-	-	-	-

Таблиця Е.152

Валютні кризи в країні – основному кредиторі або її зоні

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	15+	16+	14+	g1BBalch/GDP I	11-	23*	6
e4Wheatgr III**	16+	3	8	g2Sp/GDP III**	11	21*	2*
t5ManufImp/Impg III	25*	11	7	g2WageSpch/Sp III	24-	7	9
t5Tour/GDP II	10-	23*	6	g2IntSpch/Sp I**	23*-	8-	5
t5Tourch/GDP I	21	13	4	r1GDPpcdev II	14	28*	7
t6ImpDminExpDch III	45-	23	9*	r7InformEc/GNI I	14	4	6
c6Othlent/GDP III	11	22*	6	p3Guerill I	32-	23	9*+
a1FRes/ShEDebt III	17	12	5+	o3CCrisRegion I	16+	5	7
m2RRate II	24	5	14	-	-	-	-

Таблиця Е.153

Валютні кризи в країні – основному торговому партнері або її зоні

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	19+	10+	m2RRate II	21-	7-	6-
e2REERcb II	14-	0-	15-	m2IRateDifch III	3-	14-	0-
e4Wheatgr III	16+	10	3-	g2WageSpch/Sp III	13-	13-	0-
t5ManufImp/Impg I	5-	14-	21-	g2ArmSp/GDP III	2	17-	4-
c6Othlent/GDP I	15-	9	19-	-	-	-	-

Таблиця Е.154

Валютні кризи у світі

Групи	Імовірність валютної кризи, %			Групи	Імовірність валютної кризи, %		
	I	II	III		I	II	III
Bci	13+	14+	17+	g1FBDefFin/GDP I**	20	127	4
o3Region IV**	18	6-	5	g2WageSpch/Sp III**	24*-	6	8
e1Exr\$SDRgr I	15+	29*	12	g2IntSptr/Sp I**	14	8	2
e1Exr\$SDRgr II	—	8*+	22*+	g3Revch/GDP I	22	11	10+
e1BlackExr I	37-	10+	7	r1WGDPgr II	—	7*+	20*+
e4Wheatgr III**	15+	4	12	r1TGDPgr III	37*	17	16+
t5ArmImp/GDP II	23-	9+	12+	r2FConsgr III	22	11+	11+
t5ManufImp/Impg I	5	7	23*+	r3Invfix/GDP III**	17+	8+	9+
t5Tour/GDP II	24	12	10	r5USShPrgr II	12+	4*	18*+
c2Inctr/GDP III**	18	13	5	r5USShPrgr III	22+	19+	8
m2LRatech III	27	12	18+	r5ShTrade/GDP III	21	15	6
m2WIRate II	22+	19+	8	r6Unem I	30-	11	11
m2WIRate III	12+	4*	22*+	o1EcFree2ch III	12+	26	6-
m2IRateDifch III**	4	21*-	9	-	-	-	-

Додаток Ж

Параметри та результати вирішення задачі оптимізації заходів для попередження валютних криз

Таблиця Ж.1

Співвідношення кількості спостережень по регіонах і кластерах

Регіон	Кількість спостережень у кластерах умов впливу на імовірність валютної кризи				Кількість спостережень у кластерах умов впливу на економічне зростання			
	кластер I	кластер II	кластер III	кластер IV	кластер I	кластер II	кластер III	кластер IV
Центральна та Східна Європа і СНД	53	72	28	7	70	45	11	34
Близький Схід і Північна Африка	132	31	23	8	100	41	45	8
Латинська Америка	16	24	25	124	84	54	17	34
Східна Азія	77	23	22	6	42	16	56	14
Африка південніше Сахари	32	122	83	1	113	40	20	65
Всі	310	272	181	146	409	196	149	155

Таблиця Ж.2

Оцінена імовірність приналежності країни до кластера в наступному році

Кластер, до якого віднесена країна в поточному році	Оцінена імовірність приналежності країни до кластера в наступному році							
	кластери умов впливу на імовірність валютної кризи				кластери умов впливу на економічне зростання			
	кластер I	кластер II	кластер III	кластер IV	кластер I	кластер II	кластер III	кластер IV
Кластер I	0,73	0,13	0,07	0,07	0,52	0,23	0,17	0,08
Кластер II	0,09	0,72	0,11	0,08	0,35	0,46	0,07	0,12
Кластер III	0,12	0,26	0,54	0,08	0,31	0,10	0,53	0,06
Кластер IV	0,12	0,13	0,07	0,68	0,28	0,23	0,09	0,40

Примітка. Дані вказані з урахуванням імовірності, що спостереження по факторам умов може бути помилково віднесено вже в поточному році до іншого кластеру. Ця імовірність оцінюється як 20 % (від 7 % до 35 % з достовірністю 95 %) при віднесенні до кластерів на основі деревовидної кластеризації з п'ятьма спостереженнями (чотири спостереження із середніми значеннями факторів умов для кожного кластеру і одне спостереження, яке має бути віднесене до того чи іншого кластеру), кореляційної міри схожості (якщо це неможливо, то за евклідовою відстанню) і методу Варда як правила об'єднання.

Кількісні параметри моделі оптимізації

Альтернативи (A_i)	Критерії (K_j)							
	Імовірність виникнення валютної кризи, % ($K_1(A_i)$)				КПЕЗ ₀ ($K_2(A_i)$)			
	$\Pi^{(1)}_1$	$\Pi^{(1)}_2$	$\Pi^{(1)}_3$	$\Pi^{(1)}_4$	$\Pi^{(2)}_1$	$\Pi^{(2)}_2$	$\Pi^{(2)}_3$	$\Pi^{(2)}_4$
Значне здешевлення національної валюти (A_1)	17	12	30	16	0,999	1,000	1,000	1,019
Невелике здешевлення національної валюти (A_2)	3	11	22	24	1,000	1,006	0,982	1,011
Подорожчання національної валюти (A_3)	6	14	27	17	1,003	1,010	0,993	1,009
Зменшення тарифного протекціонізму (A_4)	3	5	17	24	1,000	0,999	0,990	1,014
Мінімальне зменшення тарифного протекціонізму (A_5)	11	4	27	7	0,997	1,000	0,985	1,025
Зростання тарифного протекціонізму (A_6)	4	21	29	21	1,002	0,996	0,982	1,018
Зменшення облікової ставки (A_7)	10	16	25	19	1,008	0,995	1,007	1,028
Незмінна облікова ставка (A_8)	8	10	24	19	0,997	1,007	0,990	1,003
Зростання облікової ставки (A_9)	10	12	31	19	0,993	0,993	0,997	1,007
Зменшення банківських резервів (A_{10})	13	12	25	20	0,997	1,011	0,992	1,017
Незмінні банківські резерви (A_{11})	6	16	20	20	0,995	0,996	0,985	1,000
Зростання банківських резервів (A_{12})	3	10	31	11	1,008	1,005	0,999	1,018
Зменшення частки вимог банків до державних підприємств (A_{13})	6	11	24	8	1,013	1,009	1,000	1,017
Стійка частка вимог банків до державних підприємств (A_{14})	6	10	25	20	0,990	0,995	0,972	1,016
Зростання частки вимог банків до державних підприємств (A_{15})	12	15	38	31	1,002	1,013	0,999	1,022
Погіршення балансу державного бюджету (A_{16})	8	17	12	25	0,994	1,000	0,990	0,993
Стійкий баланс державного бюджету (A_{17})	10	10	30	15	0,998	0,991	0,980	1,019
Покращання балансу державного бюджету (A_{18})	3	7	27	10	1,008	1,002	0,988	1,035
Зменшення витрат на зарплату в державному бюджеті (A_{19})	13	13	44	23	0,990	1,001	0,986	1,016

Альтернативи (A_i)	Критерії (K_j)							
	Імовірність виникнення валютної кризи, % ($K_1(A_i)$)				КПЕЗ ₀ ($K_2(A_i)$)			
	$\Pi^{(1)}_1$	$\Pi^{(1)}_2$	$\Pi^{(1)}_3$	$\Pi^{(1)}_4$	$\Pi^{(2)}_1$	$\Pi^{(2)}_2$	$\Pi^{(2)}_3$	$\Pi^{(2)}_4$
Стійкі витрати на зарплату в державному бюджеті (A_{20})	6	11	21	21	1,003	0,994	0,997	1,023
Зростання витрат на зарплату в державному бюджеті (A_{21})	3	14	21	8	0,996	0,994	0,977	1,015
Значне зростання економічної свободи (A_{22})	5	2	35	9	1,000	1,000	0,984	1,021
Мінімальне зростання економічної свободи (A_{23})	7	15	9	29	0,994	0,996	0,994	0,992
Зменшення економічної свободи (A_{24})	8	12	27	32	1,001	0,992	0,988	1,026
Імовірність настання стану природи, % (β^j_k)	73	13	7	7	52	23	17	8
Напрямок оптимізації критерію	min				max			
Коефіцієнт переваги критерію (ρ_j)	0,6				0,4			

Примітка: $\Pi^{(j)}_k$ – k-тий стан природи за критерієм j. Значення критеріїв K_{ij} визначені емпіричним шляхом. За недостатньої кількості спостережень використані значення, зміщені в бік частки або середніх значень у всіх групах за фактором впливу в усіх кластерах. Значення K_{i2} – середнє середньої і медіани КПЕЗ₀ у i-тій групі спостережень за фактором впливу у k-тому кластері впливу на економічне зростання.

Таблиця Ж.4

Ранги заходів держави для запобігання валютній кризі в умовах ризику

Альтернатива	Ранги заходів держави за різними методами зняття невизначеності станів природи																			
	Лапласа	Вальда	компромісу за Гурвіцем	крайнього оптимізму	у парах кластерів умов за методом Байєса															
					(I, I)	(I, II)	(I, III)	(I, IV)	(II, I)	(II, II)	(II, III)	(II, IV)	(III, I)	(III, II)	(III, III)	(III, IV)	(IV, I)	(IV, II)	(IV, III)	(IV, IV)
A ₁	15	14	19	15	22	22	20	21	11	12	9	10	18	18	16	20	8	8	5	7
A ₂	10	8	7	7	6	6	8	8	9	9	12	10	4	4	9	6	15	14	19	20
A ₃	11	7	11	19	8	6	7	9	12	11	15	18	10	10	10	13	6	6	7	9
A ₄	7	5	4	9	4	4	4	4	5	6	4	6	1	2	1	4	14	17	15	17
A ₅	3	9	5	6	16	12	22	13	6	5	7	2	8	6	11	4	5	2	7	3
A ₆	22	12	13	13	11	11	13	10	22	22	24	21	22	22	23	22	20	19	20	16
A ₇	9	12	7	2	10	15	10	12	13	17	11	15	9	14	7	9	7	9	5	6
A ₈	12	15	12	11	12	10	12	18	8	6	8	8	14	12	13	16	12	10	11	13
A ₉	23	19	22	24	23	23	18	24	20	20	14	20	23	23	20	24	16	19	12	19
A ₁₀	14	22	15	12	20	16	20	17	10	9	10	9	13	10	14	11	13	11	14	12
A ₁₁	20	17	9	7	16	17	16	16	23	22	22	23	15	15	15	14	19	18	18	18
A ₁₂	3	2	10	18	2	2	2	2	1	3	1	3	11	13	8	11	2	4	2	4
A ₁₃	2	3	3	4	3	3	3	3	3	2	2	4	3	1	4	3	1	1	1	2
A ₁₄	18	21	15	9	13	12	13	11	14	13	16	12	20	18	21	17	17	16	17	14

Продовж. табл. Ж.4

Альтернатива	Ранги заходів держави за різними методами зняття невизначеності станів природи																			
	Лапласа	Вальда	компромісу за Гурвіцем	крайнього оптимізму	у парах кластерів умов за методом Байеса															
					(I, I)	(I, II)	(I, III)	(I, IV)	(II, I)	(II, II)	(II, III)	(II, IV)	(III, I)	(III, II)	(III, III)	(III, IV)	(IV, I)	(IV, II)	(IV, III)	(IV, IV)
A ₁₅	16	18	15	21	14	14	15	15	17	15	17	17	17	17	17	18	17	15	16	15
A ₁₆	17	15	20	16	19	19	19	22	21	21	21	24	7	7	5	10	21	21	22	23
A ₁₇	18	23	22	17	21	21	23	19	15	14	17	13	21	21	22	21	10	12	13	10
A ₁₈	1	4	1	5	1	1	1	1	2	1	3	1	4	4	5	2	3	2	3	1
A ₁₉	24	24	24	23	24	24	24	23	24	24	23	22	24	24	24	23	24	23	24	22
A ₂₀	6	1	2	1	7	9	5	6	7	8	6	7	2	2	1	1	10	13	10	11
A ₂₁	8	11	5	3	9	8	9	7	19	15	20	16	12	9	12	7	9	7	9	8
A ₂₂	5	6	18	20	5	4	6	5	3	3	5	4	16	16	18	18	4	5	4	5
A ₂₃	13	10	21	22	15	20	11	20	16	19	12	19	6	8	3	7	23	24	20	24
A ₂₄	21	20	14	14	18	18	17	14	18	18	19	14	19	20	19	15	22	22	22	20
Тривалість найкращої альтернативи, якщо прискорення по кожному критерію:																				
- набагато погіршує ситуацію, періоди	3	4	3	4	3	4	1	5	2	2	2	4	2	4	3	1	4	4	4	1
- помірно погіршує ситуацію, періоди	4	6	4	5	4	5	2	6	2	3	3	5	3	4	3	2	5	5	5	2
- трохи погіршує ситуацію, періоди	7	> 9	6	8	6	7	3	> 9	3	4	5	7	4	7	5	3	7	8	7	3

Додаток 3

Фактори економічного зростання

Таблиця 3.1

Фактори економічного зростання

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Переважно валютний крах f1CCrash	—	0 ні	1 так
Переважно резервна криза f1ResCris	—	0 ні	1 так
Переважно процентна криза f1IntCris	—	0 ні	1 так
Отримання допомоги від МВФ f1IMFCred	—	0 ні	1 так
Подорожчання національної валюти e1ExrSDRgr	—	0,05 (0,81) 0,93 значне здешевлення	0,931 (1) 1,44 невелике здешевлення або подорожчання
Здешевлення долара e1Exr\$SDRgr	—	0,93 (0,97) 1 подорожчання	1,001 (1,04) 1,09 здешевлення
Різниця між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку e1BlackExr	—	-90 (3) 10 курс на чорному ринку близький до офіційного	10,1 (33,32) 102000 велике відхилення
Зростання різниці між офіційним валютним курсом і курсом на чорному ринку e1BlackExrch	—	-1400 (-8) 0 зменшення відхилення	0,01 (9) 220 зростання відхилення
Реальна переоцінка національної валюти за ПКС e2PPP/Exrdev	—	0,18 (0,54) 0,7 значна недооцінка	0,71 (0,97) 6,7 невелика недооцінка переоцінка
Зростання реального ефективного валютного курсу e2REERgr	—	0,43 (0,94) 1 зменшення	1,001 (1,06) 1,38 зростання
Покращення умов торгівлі e3TTradegr	—	0,47 (0,94) 1 погіршення	1,0001 (1,06) 2,03 покращення

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Регулювання цін e3PriceReg	p2Assas (76)	0 (4) 4 значне	5 (6) 9 незначне
Зростання цін на пшеницю e4Wheatgr	—	0,77 (0,8) 1 зменшення	1,01 (1,17) 1,19 зростання
Поточний рахунок t1CurAc/GDP	—	-41 (-7,7) -4 значний дефіцит	-3,99 (-1,6) 15 невеликий дефіцит або профіцит
Кумулятивний поточний рахунок t1CumCurAc/GDP	c6Othlcb/GDP (78), b3FSysAssch/GDP (-91)	-400 (-51) -20 значний кумулятивний дефіцит	-19,9 (-6,5) 105 невеликий кумулятивний дефіцит або профіцит
Зовнішньоторговий оборот t2FTrade/GDP	—	16 (44) 60 невеликий	60,1 (84) 330 великий
Зростання експорту t3Expgr	—	-86 (-2) 5 зменшення або невелике зростання	5,1 (11) 91 значне зростання
Зростання імпорту t4Impgr	—	-63 (-3) 5 зменшення або невелике зростання	5,01 (14) 85 значне зростання
Імпорт зброї t5ArmImp/GDP	g2ArmSp/GDP (78)	0 (0) 0,002 невеликий	0,00201 (0,007) 0,29 значний
Частка страхування і фінансових послуг у експорті t5Fin/Exp	—	-0,002 (0,00065) 0,002 низька	0,00201 (0,006) 0,033 значна
Чистий продовольчий експорт t5NetFoodExp/GDP	—	-0,12 (-0,01) 0,01 чистий імпорт	0,0101 (0,05) 0,27 чистий експорт
Частка високотехнологічного експорту t5HTExp/Expgr	—	0,1 (1,3) 3 низька	3,1 (7,1) 74 значна
Частка експорту продукції обробної промисловості t5ManufExp/Expgr	—	0,18 (13) 30 низька	30,1 (71) 93 значна
Частка імпорту продукції обробної промисловості t5ManufImp/Impgr	—	30 (63) 70 низька	70,1 (77) 89 значна

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Частка експорту руди і металів t5MetExp/Exp _g	—	0,004 (0,41) 2,5 низька	2,51 (7,4) 89 значна
Надходження від туризму t5Tour/GDP	—	0,00027 (0,006) 0,015 невеликі	0,0151 (0,027) 0,24 значні
Зростання надходжень від туризму t5Tourch/GDP	—	-0,1 (-0,0014) 0 зменшення	0,00001 (0,002) 0,062 зростання
Експортні мита t6ExpD/Exp	e2REERtb (-69)	0 (0) 0 нульові	0,000001 (0,004) 0,2 наявні
Тарифний протекціонізм t6ImpDminExpD	—	-0,16 (0,05) 0,08 низький	0,081 (0,16) 0,5 значний
Зростання тарифного протекціонізму t6ImpDminExpDch	—	-0,08 (-0,01) 0 зменшення	0,0001 (0,02) 0,27 зростання
Баланс доходів c2Inctr/GDP	—	-0,31 (-0,04) -0,02 значний дефіцит	-0,0199 (-0,006) 0,31 невеликий дефіцит або профіцит
Обслуговування зовнішнього боргу c2PPGEDebtpray/Exp	c2EDebtpraytr/GNI (77), c7IMFcons/GDP (66)	0 (7) 15 невелике	15,1 (24) 181 значне
Портфельні інвестиції c5Portfl/GDP	—	-0,023 (0) 0,005 відплив або невеликі надходження	0,0051 (0,015) 0,11 значні надходження
Зростання надходжень портфельних інвестицій у країну c5Portflch/GDP	c6Othch/GDP (-0,78)	-0,37 (-0,01) 0 зменшення	0,0001 (0,005) 0,11 зростання
Інші інвестиції c6Oth/GDP	c3CumFinminFDI/GDP (0,65), b3FSysAssch/GDP (-70), c6Othlcb/GDP (66), c6Othlgov/GDP (77)	-0,53 (-0,02) 0,01 відплив або відсутні надходження	0,011 (0,03) 0,34 значні надходження

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Інші інвестиції в країну в банки c6Othlbank/GDP	—	-0,055 (-0,003) 0 від'ємні	0,0001 (0,005) 0,089 додатні
Інші інвестиції в країну в інші сектори c6Othlent/GDP	—	-0,2 (-0,001) 0,005 від'ємні або нульові	0,0051 (0,021) 0,16 додатні
Втеча капіталу c6OthaentError/GDP	—	-0,28 (-0,02) 0 пряма	0,0001 (0,013) 0,21 обернена
Інші інвестиції інших секторів c6Othent/GDP	—	-0,14 (-0,014) 0 збільшення чистих іноземних активів	0,0001 (0,014) 0,11 зменшення чистих іноземних активів
Валові потоки приватного капіталу c7GPrivCap/GDP	—	0,2 (4) 8 невеликі	8,1 (12) 67 значні
Зростання зовнішнього боргу a1CBTFLiabch/GDP	—	-0,45 (-0,01) 0 зменшення	0,0001 (0,01) 0,23 зростання
Чисті золотовалютні резерви a1NFRes/ImpIncr	—	-2,4 (-0,06) 0,1 невеликі додатні або від'ємні	0,101 (0,24) 1,9 значні додатні
Зростання золотовалютних резервів a1FResch/GDP	—	-0,47 (-0,01) 0 зменшення	0,0001 (0,017) 0,27 зростання
Золотовалютні резерви a1FRestr/GDP	m1M2/Fres (-71)*	-0,21 (0,05) 0,1 невеликі	0,1001 (0,15) 1,98 значні
Золотовалютні резерви відносно короткострокового зовнішнього боргу a1FRes/ShEDebt	—	0,0005 (0,5) 1 невеликі	1,0001 (2,5) 143 значні
Частка приватного у зовнішньому боргу a3PrivEDebt/EDebt	r1GDPs (68)*	0 (0) 1 нульова	1,01 (7,6) 43 значна
Рівень монетизації m1M1/GDP	—	0,02 (0,09) 0,12 низькій	0,1201 (0,17) 0,6 високий
Відносне зростання грошей m1M1ch/GDP	m1ResMonch/GDP (65)	-0,2 (-0,01) 0 зменшення	0,00001 (0,01) 0,086 зростання

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Зростання грошей і інфляція m1M2gr	m2RRate (77), m2RRatech (74)	-18 (12) 25 мінімальне зростання	25,01 (42) 1810 значне зростання
Відносне зростання грошей і квазігрошей і кредитування m1M3ch/GDP	c4NetFDI/GDP (77), c4NetFDIch/GDP (80), a2EDebt/GDP (-70), m1ResMonch/GDP (69), m1M2/FRes (-83)	-193 (-2,6) 0 зменшення	0,01 (1,9) 23 зростання
Зростання процентних ставок m2LRatech	—	-580 (-3,4) 0 зменшення	0,01 (2,3) 441 зростання
Реальна процентна ставка m2RLRate	—	-92 (0,75) 7 мінімальна	7,01 (13,6) 65 висока
Спред по процентних ставках m2Spread	—	-11 (5,3) 9 мінімальний	9,1 (13) 463 великий
Світова процентна ставка m2WIRate	—	3,2 (4,7) 5,75 низька	5,76 (6) 9,3 висока
Банківські резерви b1BRes/BDep	—	0,0016 (0,12) 0,2 невеликі	0,201 (0,29) 0,99 значні
Зростання банківських резервів b1BResch/BDep	—	-0,54 (-0,032) 0 зменшення	0,00001 (0,022) 0,33 зростання
Зростання внутрішніх вимог банків b1Cldomch/GDP	—	-0,28 (-0,02) 0 зменшення	0,0001 (0,02) 0,19 зростання
Частка вимог банків до загального уряду b1Clggov/Cldom	—	0,00005 (0,07) 0,2 низька	0,201 (0,31) 0,91 значна
Зростання частки вимог банків до загального уряду b1Clggovch/Cldom	—	-0,57 (-0,02) 0 зменшення	0,0001 (0,03) 0,52 зростання
Частка вимог банків до державних підприємств b1Clsent/Clent	—	0 (0,013) 0,07 низька	0,071 (0,17) 0,95 значна

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Зростання частки вимог банків до державних підприємств b1Clsentch/Clent	—	-0,46 (-0,017) 0 зменшення	0,000001 (0,011) 0,25 зростання
Величина фінансового сектору b2BDep/GDP	—	0,039 (0,14) 0,2 невеликий	0,201 (0,3) 0,8 значний
Частка депозитів до запитання у всіх депозитах b2DDep/BDep	—	0,02 (0,18) 0,3 низька	0,301 (0,44) 0,75 значна
Зростання частки депозитів до запитання в банках b2DDepch/BDep	—	-0,34 (-0,02) 0 зменшення	0,0001 (0,02) 0,23 зростання
Зростання кредиту банкам від монетарної влади b2CBCredch/GDP	—	-0,08 (-0,0014) 0 зменшення	0,00000001 (0,0042) 0,1 зростання
Вимоги банківської системи до держави b3SClGov/GDP	—	-0,37 (0,02) 0,1 мінімальні	0,101 (0,2) 1,91 значні
Наявність системи страхування депозитів b4DepInsur	—	0 відсутня	1 наявна
Банківська криза b4BCris	—	0 відсутня	1 (2) 2 наявна
Зростання балансу державного бюджету g1BBalch/GDP	—	-6,7 (-1) 0 зменшення	0,001 (1,2) 9,8 зростання
Дефіцит державного бюджету g1DBDefFin/GDP	—	-10,7 (0,3) 2 мінімальний	2,1 (4,7) 16,4 значний
Зовнішнє фінансування дефіциту державного бюджету g1FBDefFin/GDP	—	-2,3 (-0,1) 0,5 від'ємне або нульове	0,51 (2,1) 7,4 додатне
Величина державного бюджету g2Sp/GDP	—	8 (17) 23 невеликий	23,1 (30) 54 значний
Капітальні витрати державного бюджету g2CapSp/Sp	—	2,7 (10,5) 15 невеликі	15,01 (21) 53 значні

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Витрати на зарплату в державному бюджеті $g2WageSp/Sp$	—	3,9 (16) 25 невеликі	25,1 (34) 59 значні
Зростання витрат на зарплату в державному бюджеті $g2WageSpch/Sp$	—	-17,2 (-1,7) 0 зменшення	0,01 (1,7) 20,9 зростання
Зростання процентних платежів по державному боргу $g2IntSpch/Sp$	$g2IntSptr/Sp$ (67)	-18,1 (-0,9) 0 зменшення	0,01 (1,6) 22 зростання
Зростання доходів державного бюджету $g3Revch/GDP$	—	-7,8 (-1,6) 0 зменшення	0,001 (1) 11,3 зростання
Частка неподаткових надходжень державного бюджету $g3NTaxRev/CurRev$	—	1,5 (8,5) 13 низька	13,1 (21) 76 значна
Зростання державного боргу $g5CGDebtch/GDP$	—	-26 (-2,4) 0 зменшення	0,01 (5,9) 69 зростання
Зростання світового виробництва і попиту $r1WGDPgr$	—	1 (1,9) 3 повільне	3,01 (3,4) 4 швидке
Рівень економічного розвитку $r1GDPpcdev$	$g5FDebt/PDebt$ (-66), $r1GDPs$ (65)*	0,06 (0,16) 0,4 низький	0,401 (0,83) 3,1 високий
Економічне зростання $r1GDPpcgr$	$r1GDPgrch$ (70)	-44 (-1,8) 1,5 рецесія або стагнація	1,51 (3,6) 36 швидке зростання
Економічне зростання в країнах – торгових партнерах $r1TGDPgr$	—	-10,1 (1) 2 рецесія або стагнація	2,01 (2,7) 6,6 швидке зростання
Зростання кінцевого споживання $r2FConsgr$	—	-42 (1) 4 мінімальне	4,01 (7,6) 35 швидке
Частка споживання $r2FCons/GDP$	$r1GDPs$ (-67)*	36 (79) 85 низька	85,1 (93) 152 значна
Зростання внутрішніх заощаджень $r3DSavch/GDP$	—	-50 (-1,8) 0 зменшення	0,01 (2,5) 31 зростання

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Зростання інвестицій r3Invgr	—	-82 (-5,4) 4 зменшення або невелике зростання	4,1 (13,7) 146 швидке зростання
Частка інвестицій r3Invfix/GDP	—	5 (15,5) 20 низька	20,001 (24,5) 56 значна
Зростання запасів r3Invench/GDP	—	-0,08 (0) 0,003 зменшення або незмінність	0,0031 (0,02) 0,23 значне зростання
Частка державних інвестицій r3Invgov/Inv	—	0 (0,23) 0,35 низька	0,351 (0,47) 0,96 значна
Зростання виробництва сільськогосподарських культур r4Agrgr	—	0,6 (0,98) 1,03 зменшення або незмінність	1,031 (1,08) 1,94 швидке зростання
Зростання врожайності r4AgrYieldgr	—	0,51 (0,93) 1 зменшення	1,0001 (1,07) 3,1 зростання
Зростання цін акцій у США r5USShPrgr	—	0,78 (1,06) 1,2 зменшення або невелике зростання	1,201 (1,25) 1,3 швидке зростання
Обсяги торгівлі акціями r5ShTrade/GDP	—	0,009 (0,43) 2 низькі	2,01 (10) 173 значні
Нерівність у доходах населення r6GINI	—	25 (37) 45 низька	45,1 (53) 63 висока
Безробіття r6Unem	—	0,4 (5,4) 8 низьке	8,1 (12,1) 39,3 високе
Зростання безробіття r6Unemch	—	-3,7 (-0,9) 0 зменшення	0,1 (0,9) 5,2 зростання
Розмір неформальної економіки r7InformEc/GNI	—	13 (34) 37 мала	38 (45) 68 велика
Умова кінцевого терміну служби голови уряду p1PresEnd	—	0 відсутній кінцевий термін	1 наявний кінцевий термін
Строк до кінця служби голови уряду p1PresTillEnd	—	0 (1) 2 передвиборчий період	3 (3) 5 післявиборчий період

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Підтримка президента на виборах p1PresSup	—	20 (37) 50 низька	50,1 (72) 100 висока
Сила парламенту p1ParlPres	—	0 президентська форма правління	1 (2) 2 парламентська форма правління
Поляризація уряду і парламенту p1Polariz	—	0 низька	1 (2) 2 висока
Виборність і роздробленість парламенту p1Elect	—	1 (4) 6,5 однопартійна система	7 багатопартійна система
Тип правлячої партії p1LeftRight	—	1 лівий уряд	2 (3) 3 центристський або правий уряд
Зловживання на виборах p2ElectFraud	—	0 відсутні	1 наявні
Заворушення p2Riot	r5ShTurngr (-69)*	0 відсутні	1 (1) 15 наявні
Революції p3Revol	—	0 відсутні	1 (1) 3 наявні
Війни і збройні конфлікти p3War	—	0 мир	1 (2) 3 збройні конфлікти
Економічна свобода o1EcFree	—	3,2 (4,7) 5,5 низький рівень	5,501 (6,1) 8,8 високий рівень
Зменшення економічної свободи o1EcFree2ch	—	-0,6 (-0,1) 0 зростання	0,01 (0,1) 0,5 зменшення
Дієвість законодавства o1LegalSys	g5FDebt/PDebt (-65)	1,9 (4,1) 5 низька	5,001 (5,7) 8,4 висока
Регіон o2Region	—	Центральна та Східна Європа і СНД (I); Близький Схід і Північна Африка (II); Латинська Америка (III); Східна Азія (IV); Африка південніше Сахари (V)	
Валютні кризи в регіоні o3CCrisRegion	—	0 (0,7) 1 мала кількість	1,01 (1,3) 4,3 велика кількість

Продовж. табл. 3.1

Назва фактору і сурогатна змінна	Сильнокорелючі змінні	Характеристики груп	
		I	II
Валютні кризи в країні – основному кредиторі або її зоні оЗССrisCreditor	–	0 (0,6) 1 мала кількість	1,001 (1,3) 4 велика кількість
Валютні кризи в країні – основному торговому партнері або її зоні оЗССrisTrade	–	0 (0,15) 1 мала кількість	1,01 (1,35) 5 велика кількість
Валютні кризи у світі оЗWCCris	–	13 (26) 30 мала кількість	34 (35) 46 велика кількість

Примітки:

1. У другому стовпчику в дужках звичайні коефіцієнти кореляції Пірсона або, якщо позначені зіркою (*), рангові коефіцієнти кореляції Спірмана з сурогатною змінною відповідного фактора, у відсотках.
2. У характеристиках груп для кожної групи значень сурогатної змінної (при поділі дві групи: I і II; або п'ять груп: I, II, III, IV, V) вказані або єдино можливе значення в групі або мінімальне значення (у дужках – медіана) максимальне значення; назва діапазону значень у групі.
3. Одиниці виміру і методику розрахунку показників див. у додатку В.

Додаток И

Вплив валютних криз на економічне зростання

Таблиця И.1

Вплив валютних криз на економічне зростання залежно від факторів впливу

Фактори впливу	Середня КПЕЗ		Медіана КПЕЗ	
	I	II	I	II
f1CCrash	0,994 (0,981; 1,007)-	1,036^ (0,988; 1,084)+	0,985	0,995
f1ResCris	1,013^ (0,986; 1,040)+	1,003 (0,988; 1,017)-	0,989	1,002
f1IntCris	1,052^ (0,979; 1,125)	0,991 (0,974; 1,007)	1,004	0,980
f1IMFCred	1,032^ (0,985; 1,079)+	1,015 (0,997; 1,033)	0,992	0,998
e1BlackExr	0,989! ^ (0,974; 1,004)	1,012! (0,996; 1,029)	0,980	1,005
t3Expgr	1,043^ (0,984; 1,101)+	0,995 (0,980; 1,009)+	1,001	0,988
t5ManufExp/Expgr	1,013! ^ (0,994; 1,032)	0,991! (0,979; 1,002)	0,999	0,990
t5ManufImp/Impgr	1,011^ (0,995; 1,027)	0,993 (0,978; 1,009)	0,999	0,987
t5Tour/GDP	1,016! ^ (0,997; 1,036)	0,995! (0,984; 1,005)+	1,001	0,991
c6Othent/GDP	1,016 (0,999; 1,032)	0,998^ (0,984; 1,013)	1,010	0,991
a1CBTFLiabch/GDP	0,998! (0,985; 1,011)+	1,069! ^ (0,989; 1,150)	0,989	1,004
a1FResch/GDP	0,995 (0,979; 1,010)+	1,051^ (0,995; 1,108)+	0,992	1,002
a3PrivEDebt/EDebt	1,059! ^ (0,995; 1,123)+	0,994! (0,985; 1,004)+	1,002	0,989
b1Clsent/Clent	1,032^ (0,960; 1,104)	1,021 (1,003; 1,039)	0,987	1,002
b2DDep/BDep	1,007^ (0,974; 1,041)+	1,042^ (0,993; 1,091)+	0,989	1,002
b3SClgov/GDP	0,995 (0,983; 1,007)+	1,047^ (0,989; 1,105)+	0,990	1,002
g2IntSpch/Sp*	0,981! (0,969; 0,992)	1,010! ^ (0,990; 1,029)	0,975	0,993
g5CGDebtch/GDP	0,979! (0,964; 0,994)-	1,022! ^ (0,986; 1,059)-	0,980	0,996
r1GDPpcdev	1,058! ^ (0,994; 1,121)+	0,995! (0,983; 1,006)+	1,002	0,987
r1GDPpcgr	1,060! ^ (1,001; 1,119)+	0,987! (0,973; 1,001)+	1,010	0,980
r2FConsgr	1,045! ^ (0,993; 1,097)+	0,983 (0,967; 1,000)	1,009	0,979
r3DSavch/GDP	1,046! ^ (0,994; 1,097)+	0,988! (0,977; 0,998)+	1,002	0,989
r5ShTrade/GDP*	1,007! ^ (0,989; 1,025)-	0,982 (0,971; 0,993)	0,997	0,987
r6Unemch	0,979 (0,964; 0,993)-	1,025! ^ (0,995; 1,056)-	0,974	1,002
r7InformEc/GNI	1,009^ (0,966; 1,053)	1,018 (0,998; 1,034)	0,987	1,002
p1PresTillEnd	0,997 (0,981; 1,013)+	1,047^ (0,974; 1,121)	0,989	1,002
p3War	1,002! (0,990; 1,015)+	1,074! ^ (0,982; 1,166)	0,992	0,996
o3CCrisRegion	0,995! (0,982; 1,007)+	1,055!^ (0,995; 1,115)+	0,987	1,002

Примітки до таблиць у додатку:

1. У стовпчиках 2-5 показані дані по групах спостережень (I і II) за відповідним фактором впливу. Діапазони значень по цих групах див. у додатку 3.
2. Жирним шрифтом позначено значущі відмінності між гр. I і II по середніх, згідно з однокритеріальним дисперсійним аналізом, або по медіанах, згідно з U-тестом Манна-Уїтні (при рівні значущості менше 0,05). Підкреслено середні в гр. I і II, що значущо відрізняються, згідно з двовибірковим t-тестом з різними дисперсіями (при рівні значущості менше 0,05, пунктиром – менше 0,1).
3. Знаком (*) позначені фактори, по яких у групах з відсутніми даним по ньому середня КПЕЗ значущо відрізняються за цим тестом від середніх у гр. I і II (при рівні значущості менше 0,1). Знаком оклику (!) позначено середні у групах із значущою нерівною варіацією. Знаком ^ позначені середні у групах із значущими відхиленнями від нормального розподілу даних.
4. Знаком (+) позначені середні КПЕЗ у групах спостережень, якщо кількість цих спостережень не менше 80. Знаком (-) позначені середні КПЕЗ у групах спостережень, якщо кількість цих спостережень від 13 до 40 (решта середніх КПЕЗ розраховані по кількості спостережень від 40 до 79).
5. У дужках показані межі довірчих інтервалів середньої КПЕЗ з достовірністю 95 %.

Таблиця II.2

Вплив валютних криз на економічне зростання залежно від регіону

Регіон	Середня КПЕЗ	Медіана КПЕЗ
Центральна та Східна Європа і СНД	1,035 (0,993; 1,078)-	1,026
Близький Схід і Північна Африка	1,067 (0,909; 1,226)-	0,991
Латинська Америка	<u>0,996</u> (0,982; 1,010)	0,986
Східна Азія	<u>0,974</u> (0,953; 0,994)-	0,980
Африка південніше Сахари	1,042 (0,977; 1,108)	0,999
Всі	1,026 (0,995; 1,056)+	0,995

Примітка. Середня геометрична КПЕЗ по всіх регіонах 1,0145.

Таблиця II.3

Вплив валютних криз на економічне зростання залежно від переважальної форми прояву: валютні інтервенції

Групи спостережень за факторами умов	Середня КПЕЗ у групах за flResCris		Медіана КПЕЗ у групах за flResCris	
	I	II	I	II
r3Invfix/GDP I	1,011^ (0,989; 1,031)	0,992 (0,972; 1,012)-	0,993	0,999
r3Invfix/GDP II	<u>0,988</u> ^ (0,972; 1,002)	<u>1,024</u> (1,002; 1,045)-	0,979	1,020

Примітка. Тут і далі по рядках – дані по групах факторів умов, де дисперсійний аналіз вказує на значущий ефект взаємодії (при рівні значущості менше 0,1) при достатній кількості спостережень.

Таблиця И.4

Вплив валютних криз на економічне зростання залежно від переважальної форми прояву: зростання процентних ставок

Групи спостережень за факторами умов	Середня КПЕЗ у групах за f1IntCris		Медіана КПЕЗ у групах за f1IntCris	
	I	II	I	II
e1BlackExr I	<u>0,999</u> ! (0,978; 1,021)-	<u>0,968</u> ! (0,959; 0,978)-	0,997	0,971
c6Oth/GDP I	<u>1,022</u> (1,008; 1,037)-	<u>0,986</u> ^ (0,965; 1,007)-	1,023	0,980
c6Oth/GDP II	0,991 (0,976; 1,006)-	0,987^ (0,968; 1,007)-	0,995	0,975
c6OthaentError/GDP I*	<u>1,013</u> (0,998; 1,027)-	<u>0,977</u> (0,964; 0,989)-	1,012	0,977
g1BBalch/GDP I	<u>1,012</u> (0,988; 1,036)-	<u>0,975</u> ^ (0,960; 0,990)-	1,004	0,975

Таблиця И.5

Вплив валютних криз на економічне зростання залежно від переважальної форми прояву: отримання міжнародної допомоги

Групи спостережень за факторами умов	Середня КПЕЗ у групах за f1IMFCred		Медіана КПЕЗ у групах за f1IMFCred	
	I	II	I	II
t5NetFoodExp/GDP I	1,002^ (0,975; 1,028)-	0,992 (0,973; 1,012)-	0,989	0,986
t5NetFoodExp/GDP II	<u>0,992</u> ! (0,980; 1,003)	<u>1,034</u> !^ (0,989; 1,079)-	0,991	1,012
p3War I	<u>0,991</u> ! (0,979; 1,003)	<u>1,024</u> !^ (0,996; 1,052)	0,989	0,999
p3War II	<u>1,121</u> ^ (0,976; 1,265)	<u>0,993</u> (0,967; 1,019)-	1,003	0,980
o3CCrisTrade I	1,011^ (0,981; 1,041)-	0,989 (0,966; 1,013)-	0,990	0,987
o3CCrisTrade II	<u>1,008</u> ^ (0,989; 1,027)	<u>1,055</u> ^ (1,004; 1,105)-	0,991	1,032

Олексій Анатолійович Чугаєв

ВАЛЮТНІ КРИЗИ НА МЕЖІ ХХ – ХХІ СТОЛІТЬ

Монографія

Редактор *І.Є. Бойко*

Комп'ютерна верстка *В.І. Чалчинський*

Гарнітура Таймс. Формат 60х84/16.
Наклад 300. Папір офсетний. Ум.-др.арк. 19,0.

Надруковано в „МП Леся”.
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
Суб'єктів видавничої справи: серія ДК № 892 від 08.04.2002.

„МП Леся”
03148, Київ, а/с 115.
Тел./факс: +38 050 469 7485, 8 044 407 6197
E-mail: lesya@ukrpost.net