

DOI: [10.26565/2786-4995-2024-2-09](https://doi.org/10.26565/2786-4995-2024-2-09)

УДК 336.7

Валерія Кочорба,
кандидат економічних наук, доцент,
заступник директора,
доцент кафедри банківського бізнесу та фінансових технологій
ННІ «Каразінський банківський інститут»
ХНУ імені В.Н. Каразіна,
майдан Свободи, 4, Харків, 61022, Україна,
e-mail: v.y.kochorba@karazin.ua;
ORCID ID: [0000-0002-5509-680X](https://orcid.org/0000-0002-5509-680X)

Фінансова криза: аналіз теоретичних підходів та емпіричних досліджень

Анотація. Глобальна фінансова криза 2007–2009 років та її наслідки стали болючими нагадуваннями про багатогранну природу криз. Вони вдарили як по малих і великих країнах, а також по бідних та багатих. Можна визначити, що кризи являють собою загрозу рівних можливостей.

По-перше, кризи можуть мати внутрішні або зовнішні коріння і виходити з приватного або державного сектора. Вони бувають різних форм і розмірів, можуть швидко поширюватися через межі. Вони часто вимагають негайних і всеосяжних політичних заходів, закликають до серйозних змін у фінансовому секторі та податково-бюджетній політиці та можуть вимагати глобальної координації політики. Наслідки фінансових потрясінь можуть бути суттєвими та сильно вплинути на проведення економічної та фінансової політики. Ретельний аналіз наслідків кризи та найкращі заходи реагування на неї стали невід'ємною частиною поточних політичних дебатів кожної держави за для побудови засобів оперативного та стратегічного реагування.

По-друге, кризи на певному рівні є крайніми проявами взаємодії між фінансовим сектором та реальною економікою. Таким чином, розуміння фінансових криз вимагає розуміння макрофінансових зв'язків, що насправді складним завданням.

У самому загальному значенні криза – це період значних труднощів та небезпеки або піковий момент фінансової нестабільності, коли мають місце характерні зміни, щодо подальшого відновлення на новому якісному рівні.

Фінансова криза – це такий стан фінансової системи, що реалізується внаслідок її дисбалансів та під впливом зовнішніх шоків і характеризується серйозними порушеннями у виконанні системою.

Мета дослідження – огляд методичних підходів до вивчення фінансових криз для подальшого моделювання та емпіричних досліджень.

Об'єкт дослідження – фінансові кризи як економічне явище.

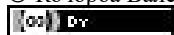
Теоретичним підґрунтям дослідження є статистичні дані та побудовані різними науковцями моделі фінансових криз в світовій економіці.

Серед отриманих результатів дослідження є аналіз теоретичних підходів та моделей фінансових криз світового та національного рівнів.

Ключові слова: фінансова криза, кредитні буми, теорія кризи, валютна криза, інфляція, девальвація, внутрішній та зовнішній борг країни.

Формул: 0, рис.: 6, табл.: 0, бібл.: 20;

Для цитування: Кочорба В. Фінансова криза: аналіз теоретичних підходів та емпіричних досліджень. Фінансово-кредитні системи: перспективи розвитку. №2(13)2024. С. 92-105. DOI: <https://doi.org/10.26565/2786-4995-2024-2-09>



Вступ. Фінансові кризи, як правило, є багатовимірними подіями, і їх важко охарактеризувати за допомогою одного показника. Остаточне визначення чинників, що викликають кризи та їх причин залишається складним завданням. Було розроблено безліч теорій щодо докорінних причин криз. Хоча фундаментальні чинники — макроекономічні дисбаланси, внутрішні чи зовнішні шоки — спостерігаються часто, залишається багато питань щодо точних причин криз.

Фінансові кризи іноді здаються викликаними «ірраціональними» факторами, включаючи раптове вилучення коштів із банків; обмеження на арбітраж під час стресу; поява краху активів, кредитної кризи та інші аспекти фінансових потрясінь.

Фінансові кризи – часто передують активному кредитному буму, який зрештою переростає в спад. Багато теорій, що фокусуються на джерелах криз, визнають важливість буму на ринках активів та кредитів. Однак пояснити, чому бульбашки цін на активи чи кредитні буми продовжуються і зрештою стають нестійкими та переростають у спади чи кризи, було непросто. Це вимагає відповіді, чому ні учасники фінансового ринку, ні політики не передбачають ризиків і не намагаються сповільнити зростання цін на активи чи розширення кредиту.

Динаміка макроекономічних та фінансових змінних, пов'язаних із кризами, ретельно вивчалася. Емпіричні дослідження задокументували різні фази фінансових криз: від початкових невеликих фінансових потрясінь до великомасштабних національних, регіональних чи навіть глобальних криз. Вони також описали, як після фінансових криз ціни на активи та зростання кредитування можуть залишатися низькими протягом тривалого часу та як кризи можуть мати довгострокові наслідки для реальної економіки.

Літературний огляд. Формальні моделі різкого росту цін на активи розглядають окремі епізоди раціональної поведінки, що можуть призвести до колективного неправильного ціноутворення. Таким чином формуються умови до утворення бульбашок. Інші моделі формуються на результатах мікроекономічних подій, які можуть призвести до неправильного ціноутворення. Деякі моделі припускають «ірраціональність» з боку інвесторів. Незважаючи на спроби надати пояснення падіння цін на активи (наприклад, екстрені розпродажі) часто потребує врахування інших факторів, ніж появи бульбашок. Деякі моделі, що використовують раціональні інвестори, можуть пояснити бульбашки без спотворень. Такого типу моделі розглядають бульбашки цін на активи як виправдані очікування агентів щодо майбутніх доходів. Так, при раціональних очікуваннях ціна активу не обов'язково повинна дорівнювати його фундаментальній вартості, що призводить до «раціональних» бульбашок. Таким чином, ціни, що спостерігаються, хоч і демонструють надзвичайно великі коливання, але вони не обов'язково є надмірними чи ірраціональними. Ці моделі відносно успішно застосовувалися для пояснення інтернет-бульбашки кінця 1990-х років. Пастор і Веронезі [17] показують, як стандартна модель може відтворити оцінку та волатильність інтернет-акцій наприкінці 1990-х років, стверджуючи таким чином, що немає жодних підстав посилаючися на «бульбашку доткомів». Бранч і Еванс [4], застосовуючи теорію навчання, в якій інвестори використовують останні (а не минулі) дані, виявляють, що потрясіння фундаментальних показників можуть збільшити очікування прибутковості. Це може призвести до того, що ціни на акції піднімуться вище за рівні, що відповідають фундаментальним показникам.

У загальному плані теорії кризи припускають, що бульбашки можуть бути без спотворень, невизначеності, спекуляцій чи обмеженої раціональності. Але до утворення бульбашок можуть призвести і мікроспотворення і макрофактори. Бульбашки можуть бути пов'язані з агентськими проблемами [2]. Наприклад, внаслідок усунення ризиків — коли агенти беруть позики для інвестицій (наприклад, маржинальне кредитування акцій чи іпотечне кредитування житла), але можуть оголосити дефолт, якщо норма доходності недостатньо висока — ціни можуть швидко зрости. Керуючі фондами, які отримують більше

винагород за зростання, ніж за падіння (щось схоже на обмежену відповідальність фінансових установ), зміщують свої портфелі у бік ризикованих активів.

Інші мікроекономічні фактори (наприклад, відрахування відсоткових ставок за іпотекою домогосподарств та корпоративного боргу) можуть посилити прийняття ризику, що, можливо, призведе до утворення бульбашок.

Поведінка інвесторів також може призвести до того, що ціни на активи відійдуть від фундаментальних показників принаймні тимчасово. Розбіжності на фінансових ринках (особливо пов'язаних з асиметрією інформації) та інституційні чинники можуть вплинути на ціни активів. Теорія передбачає, наприклад, що відмінності в інформації та думках серед інвесторів (які пов'язані з розбіжностями щодо оцінки активів), обмеження коротких продажів та інші обмеження на арбітраж є можливими причинами відхилення цін активів від фундаментальних показників

Такі механізми, як стадний розподіл серед гравців фінансового ринку, інформаційні каскади та настрої ринку можуть впливати на ціни активів. Позитивний зворотний зв'язок — зростання цін на активи та збільшення власного капіталу, які дозволяють фінансовим посередникам використовувати позикові кошти та купувати більше тих самих активів — відіграють важливу роль у розвитку бульбашок. Феномен зараження, тобто побічні ефекти, що виходять за рамки того, що передбачають фундаментальні фактори, може мати схожі корені. Бруннермейєр [5] розглядає ці моделі і показує, як вони можуть допомогти пояснити бульбашки, крахи та інші ринкові неефективності та тертя. Емпіричні дослідження підтверджують деякі з цих каналів, але формальні економетричні тести найчастіше недостатньо ефективні, щоб відокремити бульбашки від раціонального зростання цін, не кажучи вже про те, щоб виявити причини бульбашок [14].

Бульбашки також можуть бути результатом фактором, що призводять до аномалій цін на активи. Були задокументовані численні відхилення цін активів від прогнозів моделей ефективного ринку, що були в невеликих масштабах і не мають системних наслідків [19]. Деякі з цих відхилень, що мали місце згодом зменшилися, можливо, у міру того, як інвестори реалізували стратегії їх використання, інші, хоч і широко документовані, зберігаються й сьогодні. Більше того, відхилення аналогічним чином були виявлені на різних ринках, у різні періоди часу та в інституційних контекстах.

Отже, аномалії нелегко пояснити конкретними інституційними спотвореннями. Швидше, вони, очевидно, відбивають чинники, властиві фінансовим ринкам. Дослідження, присвячені поведінковим фінансам, з деяким успіхом намагалися пояснити ці закономірності [3].

Звичайно, «докази ірраціональності» можуть відображати невірно конкретизовану модель, тобто ірраціональне поведінка. не легко фальсифікується.

Мета, завдання та методи дослідження. Метою дослідження є аналіз теоретичних підходів до фінансових криз.

Завданнями дослідження є: визначення підходів до поняття «фінансова криза»; підходи до емпіричних досліджень, аналіз моделей, що відображають різні стани фінансової кризи на світовому та національному рівнях.

Методами дослідження є аналіз наукової літератури та емпіричних досліджень з питань кризових явищ.

Результати дослідження. Фінансові кризи мають спільні елементи, але вони набувають різних форм (рис. 1).

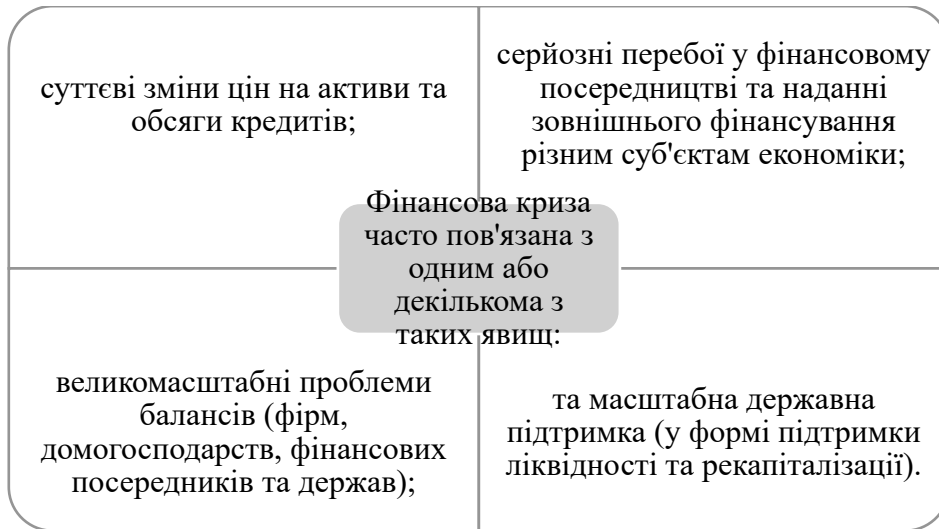


Рисунок 1. Елементи фінансової кризи
Figure 1. Elements of the financial crisis
Джерело: розроблено автором
Source: developed by the author

Різке зростання цін на активи, що іноді називається «бульбашками» і часто супроводжується крахами, спостерігалось протягом століть. Іноді здається, що ціни на активи відхиляються від того, що передбачають фундаментальні фактори, і демонструють закономірності, відмінні від передбачень стандартних моделей досконалих фінансових ринків. Бульбашку, крайню форму такого відхилення, можна визначити як частину руху цін на активи, яка незрозуміла з точки зору того, що ми називаємо фундаментальними факторами. Моделі стрімкого зростання цін на активи, що часто супроводжуються обвалами, займають окреме місце в багатьох описах фінансової нестабільності як у країнах з розвинутою економікою, так і в країнах з ринком, що формується (рис. 2).

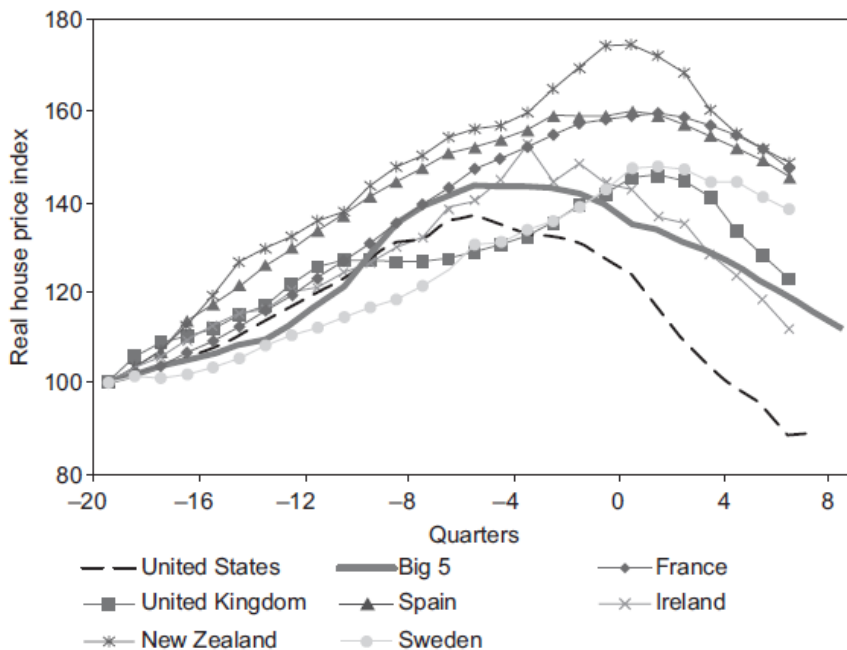


Рисунок 2. Еволюція цін на житло під час фінансових криз
Figure 2. Evolution of housing prices during financial crises
Джерело: побудовано автором на підставі [22]
Source: compiled by the author on the basis of [22]

Примітка. Індекс реальних цін на житло дорівнює 100 за п'ять років до кожної банківської кризи. Початок кризи 2007-2009 років. «Big 5» означає середнє значення індексів цін на житло за п'ять найбільших банківських криз: Іспанія 1977 р., Норвегія 1987 р., Фінляндія 1991 р., Швеція 1991 р. та Японія 1992 р.

Падіння, що йдуть за бульбашками, можуть бути викликані невеликими потрясіннями. Ціни на активи можуть трохи знизитися через зміни фундаментальних цінностей чи настроїв. Наприклад, зміни міжнародних фінансових та економічних умов можуть призвести до зниження цін. Канали, якими невелике зниження цін на активи може спровокувати кризу, зараз добре зрозумілі. Наприклад, за інформаційної асиметрії невеликий шок може призвести до заморожування ринку. Тоді можуть виникнути петлі несприятливого зворотного зв'язку, за яких ціни на активи швидко падають і розвиваються по спіралі. Примітно, що падіння цін може спровокувати розпродаж, оскільки фінансові установи, які зазнають зниження вартості активів, щосили намагаються залучити короткострокове фінансування. Такі раптові зупинки можуть призвести до каскаду примусового продажу та ліквідації активів, а також подальшого зниження цін з наслідками для реальної економіки.

Відносини між фінансовими посередниками численні та складні. Інформаційна асиметрія поширена серед посередників і фінансових ринках може легко спричинити фінансові потрясіння. Вони можуть посилюватись перевагою інвесторів утримувати боргові вимоги. Зокрема, боргові вимоги є «низькоінформаційними» у нормальних державах світу; оскільки ризик дефолту є малоймовірним, аналіз вартості базового активу не потрібен. Однак у часи фінансових потрясінь зі збільшенням ризиків вони стають «високоінформаційними», що вимагає від інвесторів оцінки ризиків дефолту, а це складне завдання, що включає безліч інформаційних проблем. Ця ситуація вимагає підвищеної уваги до безпеки та може створити порочні спіралі. Коли інвестори звертаються до якісних активів, наприклад, державних облігацій, вони уникають деяких видів боргових вимог нижчої якості, що призводить до різкішого падіння цін на ці боргові вимоги [13].

Швидке зростання кредиту – ще одна спільна нитка, що проходить через розповіді про події, що передували фінансовим кризам. Нарощування кредитного плеча та збільшення ризику за рахунок швидкої кредитної експансії у поєднанні із зростанням цін на активи часто передують кризам (хоча зазвичай це усвідомлюється лише заднім числом). Як віддалені, так і пізніші епізоди кризи зазвичай супроводжувалися періодом значного зростання кредиту (і зовнішнього фінансування), за яким йшли спади на кредитних ринках, а також різкі коригування цін на активи.

Кредитні буми можуть бути викликані широким спектром факторів, включаючи потрясіння та структурні зміни на ринках. Потрясіння, які можуть призвести до кредитних бумів, включають зміни у продуктивності, економічній політиці та потоках капіталу. Деякі кредитні буми зазвичай пов'язані з позитивними шоками продуктивності. Ці буми зазвичай починаються під час або після періодів бурхливого економічного зростання. Різке збільшення міжнародних фінансових потоків може посилити кредитний бум. На більшість національних фінансових ринків впливають глобальні умови, особливо сьогодні, тому міхури активів можуть легко перекинутися через кордони. Коливання потоків капіталу можуть посилити рух на місцевих фінансових ринках, коли приплив призводить до значного збільшення коштів, доступних банкам, послаблюючи кредитні обмеження для корпорацій та домогосподарств. Швидке розширення кредитування та різке зростання цін на житло та інші активи справді були пов'язані з великим припливом капіталу у багатьох країнах до фінансової кризи 2007–2009 років.

Кредитний бум може бути и корисним: економіка продовжує зростати після того, як під час буму було зафіксовано зростання, що перевищує тренд. За умови «хорошого» буму навіть більш високі темпи зростання економіки під час буму надають більш високе зростання доданої вартості для всіх секторів навіть після буму. Враховуючи таку невизначеність, як політичні дії, потрібно врахувати компроміс між запобіганням небезпеці «поганого» буму та

відмовою від вигоди «хорошого»? Інакше кажучи, чи варто ризикувати «поганим» бумом, щоб насолодитися зростанням економіки?

Існує значний (не обов'язково причинно-наслідковий) зв'язок між наслідками кредитного буму («частка років буму») та поглибленням фінансового стану («financial deepening»): країни, які переживають більш тривалі буми, зазвичай досягають більш високих співвідношень кредиту до ВВП (рис.3).

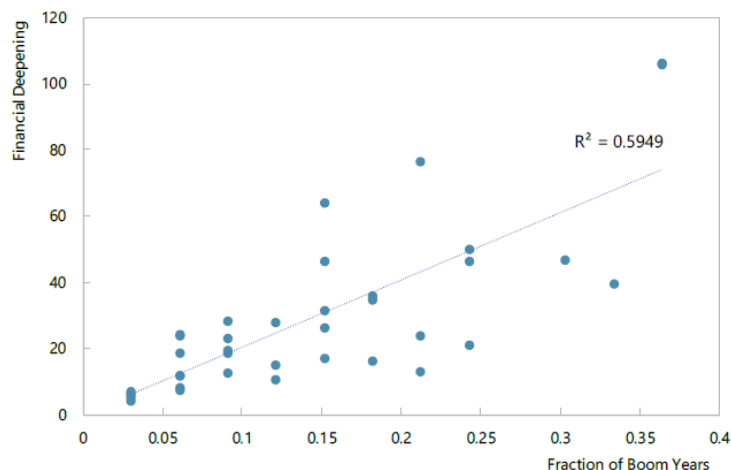


Рисунок 3. Кредитні буми та фінансове поглиблення в довгостроковій перспективі

Figure 3. Credit booms and financial deepening in the long run

Джерело: побудовано автором на підставі [15]

Source: compiled by the author on the basis of [15]

Адаптивна грошово-кредитна політика, особливо якщо вона проводиться протягом тривалого часу, пов'язана з кредитним бумом та надмірним прийняттям ризику. Канал працює в такий спосіб: відсоткові ставки впливають на ціни активів і власний капітал позичальників, що, своєю чергою, впливає на умови кредитування. Аналітичні моделі, у тому числі взаємозв'язок між агентськими проблемами та процентними ставками [20], припускають більший ризик, коли відсоткові ставки знижуються, і втеча до якості, коли відсоткові ставки зростають, з подальшим впливом на доступність зовнішнього фінансування.

Структурні фактори включають фінансову лібералізацію та інновації. Фінансова лібералізація, особливо якщо вона погано спроектована чи організована, а також фінансові інновації можуть спровокувати кредитний бум та призвести до надмірного збільшення кредитного плеча, сприяючи більшому ризику. Задіяні механізми включають інституційні слабкості, а також негативні наслідки конкуренції. Регулювання, нагляд та ринкова дисципліна, схоже, повільно наздоганяють зростаючу конкуренцію та інновації (можливо, спричинені потрясіннями чи лібералізацією). Звичайно, можуть виникнути вразливості на кредитних ринках.

Ще одним механізмом, який зазвичай пов'язує буми з кризами, є зниження стандартів кредитування. Посилення конкуренції у сфері фінансових послуг, хоча загалом і підвищує ефективність та стабільність у довгостроковій перспективі, може сприяти фінансовій нестабільності у більш короткі періоди.

Фінансові кризи можуть набувати різних типів і форм, але можна виділити два основних типи. Рейнхарт і Рогофф [18] описують два типи криз: ті, які класифікуються з використанням строго кількісних визначень, і ті, які значною мірою залежать від якісного та оцінного аналізу. У першу групу в основному входять валютна криза та криза раптової зупинки, а в другу групу входять боргова та банківська кризи. Проте на визначення сильно впливають теорії, які намагаються пояснити кризи.

Валютна криза передбачає спекулятивну атаку на валюту, що веде до девальвації (або різкого знецінення); або змушує владу захищати валюту, витрачаючи великі суми

міжнародних резервів, різко підвищуючи відсоткові ставки чи запроваджуючи контроль над рухом капіталу. Раптову зупинку (або кризу рахунку операцій з капіталом або платіжного балансу) можна визначити як значне (і часто несподіване) скорочення міжнародного притоку капіталу або різкий розворот сукупних потоків капіталу в країну, що, ймовірно, відбувається у поєднанні з різким зростанням кредитних спредів. Оскільки це вимірні змінні, вони піддаються використанню кількісних методологій.

Інші кризи пов'язані з несприятливою динамікою боргу чи потрясіннями у банківській системі. Криза зовнішнього боргу виникає, коли країна не може (або не хоче) обслуговувати свій зовнішній борг, суверенний, приватний чи той, і інший. Криза внутрішнього державного боргу виникає, коли країна не виконує своїх внутрішніх фінансових зобов'язань у реальному вираженні, або шляхом явного дефолту, або шляхом інфляції або іншого знецінення своєї валюти, або шляхом застосування інших форм фінансових репресій. В умовах системної банківської кризи фактичне або потенційне масове вилучення капіталу та банкрутство банків можуть спонукати банки призупинити конвертованість своїх зобов'язань або змусити уряд втрутитися, щоб перешкодити їм зробити це шляхом надання ліквідності та допомоги у вигляді капіталу у великих масштабах. Оскільки ці змінні не так легко виміряти, ці кризи більше піддаються використанню якісних методологій. Можливі й інші класифікації, але типи криз швидше за все будуть перетинатися.

Наприклад, низка банківських криз пов'язані з раптовими зупинками економіки та валютними кризами. Теорії валютних криз, найчастіше чіткіше сформульовані, ніж теорії інших типів криз, розвивалися зі зміною природи таких криз.

Кредитна експансія в секторах, що не торгуються, і секторах домашніх господарств пов'язана зі значно більш високою ймовірністю майбутніх системних банківських криз. Та навпаки, зростання кредитування сектора, що торгується, по суті не має жодного зв'язку з банківськими кризами. На рис. 4 таку закономірність показано шляхом побудови середньої зміни ставлення галузевого кредиту до ВВП під час початку системних банківських криз.

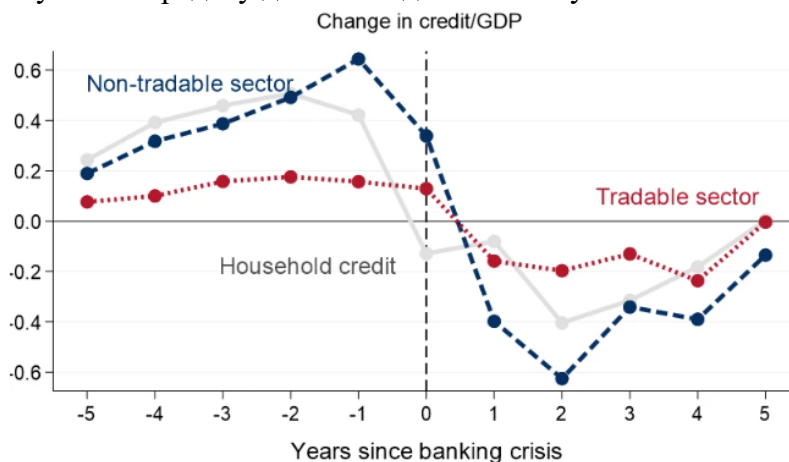


Рисунок 4. Зміна співвідношення кредит/ВВП у період великих банківських криз за секторами

Figure 4. Changes in the credit/GDP ratio during major banking crises by sector

Джерело: побудовано автором на підставі [17]

Source: compiled by the author on the basis of [17]

Примітка: на прикладі 62 банківських криз 2018 - 2020 років 89 країн.

Моделі з раптовими зупинками тісно пов'язані з перебоями у наданні зовнішнього фінансування. Вони фокусуються на невідповідності балансів (особливо валют, а також термінів погашення) у фінансовому та корпоративному секторах [7]. Однак вони схильні надавати більшої ваги ролі міжнародних факторів (які відбиваються, наприклад, змінами міжнародних процентних ставок або спредів за ризикованими активами) у виникненні раптових зупинок потоків капіталу. Ці моделі можуть пояснити розворот рахунку поточних

операцій та зниження реального обмінного курсу, що зазвичай спостерігається під час криз на ринках, що розвиваються. Моделі гірше пояснюють типові різкі падіння виробництва та сукупної факторної продуктивності. Щоб краще узгоджувати дані, у пізніших моделях раптової зупинки використовуються різні перешкоди. Хоча це й суперечить здоровому глузду, у більшості моделей раптова зупинка чи валютна криза призводить до збільшення виробництва, а не до падіння. Це збільшення виробництва відбувається за рахунок різкого збільшення чистого експорту внаслідок знецінення валюти. Ця теорія призвела до появи різних аргументів, які пояснюють, чому раптові зупинки потоків капіталу пов'язані з великими втратами виробництва, як це часто буває. Моделі зазвичай включають канали Фішера та механізми фінансового прискорення або тертя на ринках праці, щоб викликати падіння виробництва під час раптової зупинки, не втрачаючи здатності враховувати зміни інших змінних. Моделі з фінансовими протиріччями допомагають краще враховувати динаміку випуску та продуктивності у разі раптових зупинок. Наприклад, у разі розбіжностей, коли фірмам доводиться брати авансові позики для оплати ресурсів (наприклад, заробітної плати, іноземних ресурсів), зниження кредиту – раптова зупинка у поєднанні із зростанням премій зовнішнього фінансування – знижує сукупний попит та викликає зниження виробництва [8]. Або внаслідок обмежень у сфері застави при кредитуванні раптова зупинка може призвести до спіралі боргової дефляції, що призведе до зниження кредитів, цін та кількості заставних активів, що призведе до зниження обсягу виробництва. Подібно до внутрішнього механізму фінансового прискорення, фінансові труднощі та банкрутства викликають негативні зовнішні ефекти, оскільки банки стають обережнішими та скорочують нове кредитування, у свою чергу, викликаючи подальше зниження кредитування і тим самим сприяючи рецесії [9].

Ці типи механізмів посилення можуть призвести до того, що невеликі поштовхи спричиняють раптову зупинку. Відносно невеликі потрясіння – ціни на імпортовані ресурси, світові відсоткові ставки чи продуктивність – можуть викликати обмеження щодо забезпечення боргу та оборотного капіталу, особливо коли рівні запозичень високі порівняно з вартістю активів. Механізми дефляції боргу Фішера може викликати раптову зупинку за рахунок стрімкого зниження цін на активи і кількості заставних активів [12]. Цей ланцюжок подій негайно впливає на обсяг виробництва та попит. Мендоса [16] показує, як модель ділового циклу з обмеженнями забезпечення може відповідати ключовим особливостям раптових зупинок. Корінек [15] пропонує модель, що аналізує несприятливі наслідки великих рухів потоків капіталу реальну діяльність. Раптові зупинки часто відбуваються у країнах із відносно невеликими торговими секторами та великими валютними зобов'язаннями. Раптові зупинки торкнулися країни з рівнями ВВП, що сильно розрізняються на душу населення, рівнями фінансового розвитку і режимами обмінного курсу, а також країни з різними рівнями резервного покриття. Однак, як зазначають Кальво, Іск'ердо та Мехія [7], більшість епізодів мають два спільні елементи: невелика пропозиція товарів, що торгуються, порівняно з внутрішнім поглинанням (показник потенційних змін реального обмінного курсу) та внутрішня банківська система з великим іноземним капіталом. зобов'язання, виражені у валюті, що підвищує ймовірність "порочного" циклу. Багато раптових зупинок були пов'язані з глобальними потрясіннями. Раптові зупинки можливі за наявності великих транскордонних фінансових зв'язків.

Теорії про кризи зовнішнього боргу та дефолт тісно пов'язані з теоріями, що пояснюють суверенне кредитування. За відсутності військових дій кредитори що неспроможні конфіскувати заставу в іншій країні чи, по крайнього заходу, у суверена, що він відмовляється виконувати свої боргові зобов'язання. Без примусового механізму – аналога внутрішнього банкрутства – необхідні економічні причини, а не юридичні аргументи, щоб пояснити, чому міжнародне (суверенне) кредитування взагалі існує. Грубо кажучи, моделі досі спиралися або на міжчасові або на внутрішньочасові санкції. Міжчасові санкції

виникають через загрозу припинення кредитування у разі дефолту країни. Без доступу до кредитів (завжди або на якийсь час) країна більше не зможе згладжувати своєрідні шоки доходів, використовуючи міжнародні фінансові ринки. Ці витрати можуть спонукати країну продовжувати виплати за боргами сьогодні, навіть без будь-яких негайних прямих витрат у разі дефолту. Внутрішньочасні санкції можуть виникнути через нездатність заробляти іноземну валюту сьогодні, оскільки торгові партнери запроваджують санкції чи інакше виключають країну з міжнародних ринків, знову назавжди чи деякий час [19]. Обидва типи витрат можуть підтримувати певний обсяг суверенного кредитування [6].

Ці моделі мають на увазі, що нездатність чи небажання платити, тобто дефолт, може бути результатом різних факторів. Стимули, з якими стикаються уряди під час погашення боргу, відрізняються від стимулів для вітчизняних корпорацій та домогосподарств. Вони також різняться залежно від моделі. У міжчасовій моделі країна оголошує дефолт, коли альтернативні витрати неможливості знову брати кредити низькі, і з таких випадків, очевидно, є ситуація, коли умови торгівлі хороші і, як очікується, такими і залишаться. У моделі внутрішньочасних санкцій, навпаки, витрати припинення торгівлі може бути меншими, коли умови торгівлі нехороші. Агіар та Гопінатх [1] демонструють, як у моделі з постійними потрясіннями країни за поганих часів за умовчанням згладжують споживання.

Таким чином, моделі також мають різні наслідки щодо кредитної спроможності країни. Однак ці моделі не можуть повністю пояснити, чому суверенні країни дефолтують і чому кредитори дають стільки кредитів, скільки дають. Багато моделей насправді припускають, що дефолт не відбувається у рівновазі, тому що кредитори та боржники хочуть уникнути непоправних витрат дефолту та перегляду умов погашення боргу. Хоча деякі моделі були калібровані з урахуванням реального досвіду дефолтів, моделі часто як і раніше недооцінюють ймовірність реальних дефолтів.

Примітно, що країни не завжди оголошують дефолт у погані часи, як передбачає більшість моделей. Моделі також недооцінюють готовність інвесторів кредитувати країни, незважаючи на високий ризик дефолту. Більше того, зміни в інституційному середовищі, наприклад, що відбулися після боргової кризи 1980-х років, схоже, не змінили взаємозв'язок між економічними та політичними змінними та ймовірністю боргового дефолту. У сукупності ці фактори дозволяють припустити, що моделі досі не можуть охопити всі аспекти, необхідні для пояснення дефолтів[6].

Хоча внутрішні боргові кризи траплялися протягом усієї історії, донедавна цим епізодам у літературі приділялася лише обмежена увага. Економічна теорія відводить тривіальну роль криз внутрішнього боргу, оскільки моделі часто припускають, що уряди завжди виконують свої внутрішні боргові зобов'язання – типове припущення полягає у «безризикових» державних активах. Моделі також часто припускають рикардіанську еквівалентність, що робить державний борг менш актуальним. Однак нещодавні огляди історії [18] показують, що небагатьом країнам вдалося уникнути дефолту за внутрішнім боргом, що часто призводило до несприятливих економічних наслідків. Державний дефолт із внутрішнього боргу часто відбувається через напади високої інфляції, викликані зловживанням державною монополією на випуск валюти.

Так, наприклад розглянемо показники фінансового сектору України в 2022-2023 роках. Зобов'язання платоспроможних банків в 2023 році зросли та перевищили показники 2022 року на 24,1%. Зростання коштів клієнтів тривало весь 2023 рік – їхні обсяги збільшилися на 28,4%. Частка коштів клієнтів у зобов'язаннях перебуває на рекордних рівнях – близько 91%. Натомість частка рефінансування банків Національним банком на кінець 2023 року знизилася до мінімуму з 2006 року – 0,1%. Валовий зовнішній борг банків також скорочувався – на 6,5% до 1,7 млрд дол. США наприкінці III кварталу (рис. 5).



Рисунок 5. Валовий зовнішній борг банків, млрд дол. США
Figure 5. Gross foreign debt of banks, billion dollars. USA
Джерело: Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/>
Source: National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/>

Платоспроможні банки в 2023 році отримали 86,5 млрд грн чистого прибутку. Це майже вчетверо вище показника за 2022 рік та на 12% вище за результати 2021 року, до повномасштабного вторгнення.

Операційні прибутки банків зросли помірно: операційний дохід за рік зріс на 15% порівняно з попереднім роком, чистий операційний прибуток до відрахувань у резерви – на 19%. Рушієм зростання доходів сектору залишається збільшення процентних доходів як від високоліквідних активів, так і кредитування.

Головним чинником значної різниці прибутковості, якщо порівняти з попереднім роком, були значно менші відрахування в резерви під збитки від активних операцій, які за рік скоротилися на 86%. Загалом із початку повномасштабного вторгнення банки сформували резерви в розмірі 133 млрд грн, з яких у 2023 році – лише 17 млрд грн.

Рентабельність капіталу банківського сектору на 1 січня 2024 року становила 31,6%. Рік тому цей показник становив 9,7%.

Станом на 01 січня 2024 року згідно з річними показниками лише сім із 63 платоспроможних банків були збитковими із сукупним збитком 245 млн грн.

За I квартал 2023 року сектор отримав 40.5 млрд грн прибутку, близько третини якого – прибуток Приватбанку (рис. 6).

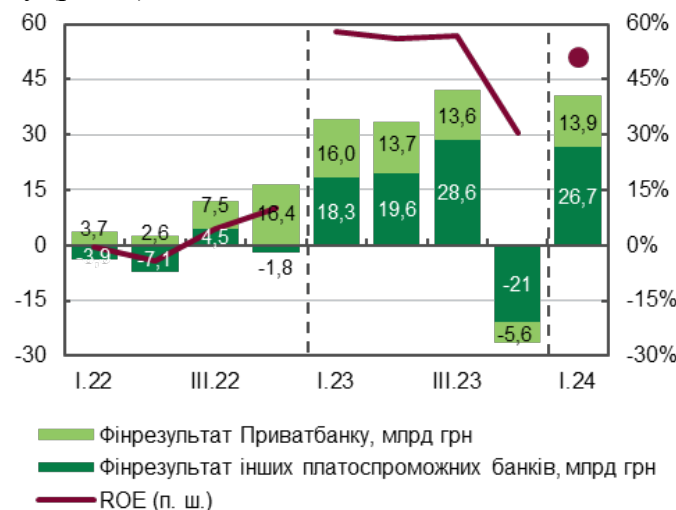


Рисунок 6. Фінансовий результат та рентабельність капіталу банків
Figure 6. Financial result and profitability of banks' capital
Джерело: Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/>
Source: National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/>

Періоди гіперінфляції у деяких європейських країнах після Другої світової війни також належали до цієї категорії. Дефолти з боргів у формі інфляції часто супроводжуються валютними крахами. У минулому країни часто "знецінювали" свою валюту, зменшуючи вміст металу в монетах або переходячи на інший метал. Ця тактика знизила реальну вартість державного боргу та, таким чином, забезпечила фінансове полегшення. Були й інші форми боргового «дефолту», зокрема за допомогою фінансових репресій [9]. Після інфляції чи девальваційної кризи потрібно багато часу, щоб переконати громадськість знову почати використовувати валюту. Це, у свою чергу, значно збільшує бюджетні витрати на стабілізацію інфляції, що призводить до серйозних негативних реальних наслідків високої інфляції та пов'язаного з нею валютного краху. Нетерпимість до боргу, зазвичай, пов'язані з крайнім тиском, що багато країн із ринком відчувають за таких рівнях зовнішнього боргу, якими часто легко управляють країни з розвинутою економікою. Емпіричні дослідження боргової нетерпимості та серійного дефолту показують, що, хоча пороги безпечного боргу залежать від конкретних факторів країни, таких як історія дефолтів та інфляції в країні, коли рівень зовнішнього боргу економіки, що розвивається, перевищує 30–35 відсотків ВВП, ймовірність кризи зовнішнього боргу. Що ще важливіше, коли ринкова економіка, що розвивається, стає серійним неплатником за своїм зовнішнім боргом, її нетерпимість до боргу зростає, що дуже ускладнює перехід до клубу країн, які мають постійний доступ до глобальних ринків капіталу. Залишається безліч проблем щодо моделювання здатності країн підтримувати різні види внутрішнього та зовнішнього боргу. Важлива проблема полягає в тому, що форми фінансування, які використовуються країнами, є ендегенними. Короткостроковий (валютний) борг може бути корисним інструментом прийняття країнами зобов'язань щодо проведення гарної макроекономічної політики. Даймонд і Раджан [10] стверджують, що банки в країнах, що розвиваються, не мають іншого вибору, крім як брати короткострокові позики для фінансування неліквідних проектів, враховуючи низьку якість інституційного середовища, в якому вони працюють. Ейхенгрін і Хаусманн [11] пропонують аргумент «первородного гріха», пояснюючи, що в країн з несприятливими умовами немає іншого вибору, окрім як покладатися в основному на короткостроковий борг, виражений в іноземній валюті, як основне джерело капіталу. У більш загальному плані, хоча короткостроковий борг може підвищити вразливість, особливо коли внутрішня фінансова система недостатньо розвинена, погано контролюється і схильна до проблем управління, він також може бути єдиним джерелом (зовнішнього) фінансування для країни з обмеженим капіталом та обмеженими можливостями. доступ до припливу акціонерного капіталу чи прямих іноземних інвестицій.

Висновки. Таким чином, накопичення короткострокового боргу країни та дедалі більша вразливість до криз є одночасними результатами. У цілому нині, глибші причини боргових криз важко відокремити від безпосередніх причин. Багато вразливостей, що підвищують ризик боргової кризи, можуть бути результатом факторів, пов'язаних з фінансовою інтеграцією, політичною економією та інституційним середовищем. Відкритість для потоків капіталу може зробити країни з марнотратними урядами та слабко контрольованим фінансовим сектором більш уразливими для потрясінь. Боргові кризи також можуть супроводжуватись раптовими зупинками економіки, валютними чи банківськими кризами (або різними комбінаціями), що ускладнює визначення початкової причини.

Таким чином, емпіричні дослідження з виявлення причин стикаються зі звичайними проблемами пропущених змінних, ендегенності та одночасності. Складність виявлення глибших причин у більш загальному плані відбивається у тому факті, що боргові кризи траплялися протягом усієї історії.

Список літератури

1. Aguiar, M., Gopinath, G. "Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account". *Journal of International Economics*. 2006. Vol. 69. No. 1. pp. 64–83.
2. Allen, F., Gale, D. *Understanding Financial Crises*. Clarendon Lectures in Finance. 2007. (Oxford, UK: Oxford University Press).

3. Barberis, N., Thaler, R. "A Survey of Behavioral Finance". in *Handbook of the Economics of Finance*. ed. by G.M. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz (Amsterdam: Elsevier B.V.) 2003. pp.1051–121.
4. Branch, W., Evans, G.W. "Learning about Risk and Return: A Simple Model of Bubbles and Crashes". Working Paper 2008-1. 2008. (Eugene, Oregon: University of Oregon Economics Department).
5. Brunnermeier, M. *Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis and Herding*. 2001. (Oxford, UK: Oxford University Press).
6. Calvo, G., A. Izquierdo Mejia, L.-F. "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects". 2004. NBER Working Paper No. 10520 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
7. Calvo, G., A. Izquierdo, Mejia, L.-F. "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects". 2004. NBER Working Paper No. 10520 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
8. Calvo, G., Reinhart, C. "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization". 1999. MPRA Paper 8951 (Munich: University of Munich).
9. Calvo, G.A., 2000. "Betting against the State: Socially Costly Financial Engineering," *Journal of International Economics*, Vol. 51, No. 1, pp. 5–19.
10. Diamond, Douglas. Rajan, R. "Banks, Short-Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications". *Carnegie-Rochester Conference Series*. 2001. Vol. 54, pp. 37–71.
11. Eichengreen, B., Hausmann, R. "Exchange Rates and Financial Fragility". 1999. NBER Working Paper No. 7418 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
12. Fisher, I. "The Debt Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*. 1933. Vol. 1, pp. 337–57.
13. Gorton, G., Winton, A. "Financial Intermediation". in *Handbook of the Economics of Finance*. 2003. Vol 1. ed. by G.M. Constantinides, M. Harris, and R.M. Stulz (Amsterdam: Elsevier) 431–552.
14. Gürkaynak, R.S. "Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock". *Journal of Economic Surveys*. 2008. Vol. 22, No. 1, pp. 166–86.
15. Korinek, A. "Foreign Currency Debt, Risk Premia and Macroeconomic Volatility". *European Economic Review*. 2011. Vol. 55, No. 3. pp. 371–85.
16. Mendoza. "Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage." *American Economic Review*. 2010. Vol. 100, No. 5, pp. 1941–66.
17. Pastor, L., Veronesi, P. "Was There a Nasdaq Bubble in the Late 1990s?". *Journal of Financial Economics*. 2006. Vol. 81, No. 1, pp. 61–100.
18. Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. 2009. (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
19. Schwert, G.W. "Anomalies and Market Efficiency". in *Handbook of the Economics of Finance*. 2003. Vol. 1. ed. by G.M. Constantinides, M. Harris, and R.M. Stulz (Amsterdam: Elsevier B.V.) pp. 939–74.
20. Stiglitz, J., Weiss, A. "Alternative Approaches to Analyzing Markets with Asymmetric Information: Reply [The Theory of 'Screening,' Education, and the Distribution of Income]". *American Economic Review*. 1983. Vol. 73. No. 1. pp. 246–49.

Стаття надійшла до редакції 07.03.2024

Статтю рекомендовано до друку 15.04.2024

Valeriia Kochorba

Ph. D in Economics, Associate Professor,
Department of the Banking and Financial Technologies,
V.N. Karazin Kharkiv National University,
4 Svobody Sq., Kharkiv, 61022, Ukraine
e-mail: v.y.kochorba@karazin.ua
ORCID ID: [0000-0002-5509-680X](https://orcid.org/0000-0002-5509-680X)

Financial crisis: analysis of theoretical approaches and empirical research

Abstract. The global financial crisis of 2007–2009 and its aftermath served as painful reminders of the multifaceted nature of crises. They hit both small and large countries, as well as the poor and the rich. It can be determined that crises represent a threat to equal opportunities.

First, crises can have internal or external roots and come from the private or public sector. They come in many shapes and sizes and can spread quickly across borders. They often require immediate and comprehensive policy action, call for major changes in the financial sector and fiscal policy, and may require global policy coordination. The consequences of financial shocks can be significant and strongly influence the conduct of economic and financial policy. A careful analysis of the consequences of the crisis and the best measures to respond to it have become an integral part of the current political debates of each state in order to build means of operational and strategic response.

Secondly, crises at a certain level are extreme manifestations of the interaction between the financial sector and the real economy. Thus, understanding financial crises requires an understanding of macro-financial relationships, which is indeed a difficult task.

In the most general sense, a crisis is a period of significant difficulties and danger or a peak moment of financial instability, when characteristic changes take place in relation to further recovery at a new qualitative level.

A financial crisis is a state of the financial system that is realized as a result of its imbalances and under the influence of external shocks and is characterized by serious violations in the performance of the system.

The purpose of the study is to review methodological approaches to the study of financial crises for further modeling and empirical research.

The object of research is financial crises as an economic phenomenon.

The theoretical basis of the research is statistical data and models of financial crises in the world economy built by various scientists.

Among the obtained research results is the analysis of theoretical approaches and models of financial crises at the world and national levels.

Keywords: *financial crisis, credit booms, crisis theory, currency crisis, inflation, devaluation, internal and external debt of the country.*

Fig.: 6, tab.: 0, bibl.: 20.

JEL Classification: G01, G21, E20, E32.

For citation: Kochorba V. Financial crisis: analysis of theoretical approaches and empirical research. *Financial and Credit Systems: Prospects for Development*. №2(13)2024. P. 92-105. DOI: <https://doi.org/10.26565/2786-4995-2024-2-09> [in Ukrainian]

References

1. Aguiar, M., Gopinath, G. (2006. Vol. 69, No. 1, pp. 64–83). “Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account”. *Journal of International Economics*.
2. Allen, F., Gale, D. (2007). *Understanding Financial Crises*. Clarendon Lectures in Finance (Oxford. UK: Oxford University Press).
3. Barberis, N., Thaler, R. (2003. pp.1051–121). “A Survey of Behavioral Finance,” in *Handbook of the Economics of Finance*. ed. by G.M. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz (Amsterdam: Elsevier B.V.)
4. Branch, W., Evans, G.W. (2008. Working Paper 1). “Learning about Risk and Return: A Simple Model of Bubbles and Crashes”. (Eugene. Oregon: University of Oregon Economics Department).
5. Brunnermeier, M. (2001) *Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis and Herding* (Oxford. UK: Oxford University Press).
6. Calvo, G., A. Izquierdo Mejia, L.-F. (2004. Working Paper No. 10520). “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects”. NBER. (Cambridge. Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
7. Calvo, G., A. Izquierdo Mejia, L.-F. (2004. Working Paper No. 10520). “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects”. NBER. (Cambridge. Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
8. Calvo, G., Reinhart, C. (1999. Paper 8951). “Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization”. MPRA. (Munich: University of Munich).
9. Calvo, G.A. (2000. Vol. 51, No. 1, pp. 5–19). “Betting against the State: Socially Costly Financial Engineering”. *Journal of International Economics*.
10. Diamond, Douglas. Rajan, R. (2001. Vol. 54, pp. 37–71). “Banks, Short-Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications”. *Carnegie-Rochester Conference Series*.

11. Eichengreen, B., Hausmann, R. (1999. Working Paper No. 7418). "Exchange Rates and Financial Fragility". NBER. (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
12. Fisher, I. (1933. Vol. 1, pp. 337–57). "The Debt Deflation Theory of Great Depressions". *Econometrica*.
13. Gorton, G., Winton, A. (2003. Vol 1. 431–552). "Financial Intermediation". in *Handbook of the Economics of Finance*. ed. by G.M. Constantinides, M. Harris, and R.M. Stulz (Amsterdam: Elsevier).
14. Gürkaynak, R.S. (2008. Vol. 22. No. 1. pp. 166–86). "Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock". *Journal of Economic Surveys*.
15. Korinek, A. (2011. Vol. 55. No. 3. pp. 371–85). "Foreign Currency Debt, Risk Premia and Macroeconomic Volatility," *European Economic Review*.
16. Mendoza. (2010. Vol. 100. No. 5. pp. 1941–66). "Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage". *American Economic Review*.
17. Pastor, L., Veronesi, P. (2006. Vol. 81. No. 1. pp. 61–100). "Was There a Nasdaq Bubble in the Late 1990s?". *Journal of Financial Economics*.
18. Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
19. Schwert, G.W. (2003. Vol. 1. pp. 939–74). "Anomalies and Market Efficiency". in *Handbook of the Economics of Finance*. ed. by G.M. Constantinides, M. Harris, and R.M. Stulz (Amsterdam: Elsevier B.V.).
20. Stiglitz, J., Weiss, A. (1983. Vol. 73. No. 1. pp. 246–49). "Alternative Approaches to Analyzing Markets with Asymmetric Information: Reply [The Theory of 'Screening,' Education, and the Distribution of Income]". *American Economic Review*.

The article was received by the editors 07.03.2024

The article is recommended for printing 15.04.2024