

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет економічних наук
Кафедра економічної теорії

Магістерська робота

освітній ступінь – магістр

на тему: **«ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ ПЕРЕДАЧІ МІЖНАРОДНИХ
ФІНАНСОВИХ ШОКІВ НА РИНКИ КРАЇН, ЯКІ РОЗВИВАЮТЬСЯ»**

The transmission mechanism of international financial shocks transfer to developing countries

Виконав: студент 2-го року навчання,
Спеціальності
051 Економіка

Шинкаренко Антон Євгенович

Керівник Григор'єв Г.С., _____
доктор економічних наук, доцент

Рецензент Дяковський Д.А., _____
к.е.н., старший викладач

Магістерська робота захищена
з оцінкою _____

Секретар ЕК _____
«____» _____ 20____ р.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ШОКІВ.....	8
1.1. Поняття та види міжнародних фінансових шоків.....	8
1.2. Трансмісійний механізм у міжнародній економіці.....	17
1.3. Особливості трансмісії зовнішніх фінансових шоків у країнах, що розвиваються.....	25
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВПЛИВУ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ШОКІВ НА ЕКОНОМІКИ КРАЇН, ЯКІ РОЗВИВАЮТЬСЯ.....	34
2.1. Огляд емпіричних досліджень трансмісії фінансових шоків.....	34
2.2. Аналіз падіння фондового ринку у 2020 році та його наслідків для економік країн, що розвиваються.....	36
2.3. Дії центральних банків і урядів країн, що розвиваються, у відповідь на міжнародні фінансові шоки 2020 року.....	50
РОЗДІЛ 3. ІНСТРУМЕНТИ ТА МЕХАНІЗМИ МІНІМІЗАЦІЇ НЕГАТИВНОГО ВПЛИВУ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ШОКІВ....	63
3.1. Роль монетарної та фіскальної політики в мінімізації ризиків та пом'якшенні негативних ефектів від міжнародних фінансових шоків....	63
3.2. Міжнародне співробітництво та його роль у стабілізації ринків	68
3.3. Рекомендації для країн, які розвиваються, щодо зменшення вразливості до зовнішніх фінансових шоків.....	72
ВИСНОВКИ.....	79
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	82
ДОДАТКИ.....	90

ВСТУП

Актуальність теми та її практичне значення. У сучасних умовах зростаючої фінансової глобалізації економіки країн світу стають дедалі більш взаємопов'язаними, що підвищує ймовірність швидкої трансмісії зовнішніх фінансових шоків. Події, що виникають на фінансових ринках розвинених країн — зокрема США, ЄС або Китаю — здатні впродовж короткого часу спричинити значні коливання на ринках країн, що розвиваються. Ці шоки можуть мати як прямий, так і непрямий вплив на обмінні курси, рівень інфляції, приплив капіталу, фондові індекси, банківську систему та загальну макроекономічну стабільність.

Країни, що розвиваються, зазвичай мають вищу фінансову вразливість через обмежену глибину фінансових ринків, нестабільність інституцій, обмежений доступ до глобального фінансування та залежність від зовнішніх кредиторів або інвесторів. Відтак, вивчення механізмів передачі міжнародних фінансових шоків є надзвичайно важливим для розуміння ризиків, з якими стикаються ці країни, та для формування ефективної економічної політики, спрямованої на пом'якшення їхніх негативних наслідків.

Актуальність теми посилюється і в контексті останніх подій світової економіки 21-го століття, таких як світова фінансова криза 2008 року, пандемія COVID-19, енергетичні та інфляційні шоки, війни, геополітична нестабільність та політика жорсткої монетарної консолідації з боку провідних центральних банків. Усі ці фактори продемонстрували високу ступінь взаємозалежності глобальних фінансових ринків і необхідність глибшого аналізу каналів трансмісії шоків, з урахуванням специфіки країн, що розвиваються.

Тому дослідження трансмісійного механізму міжнародних фінансових шоків на економіки країн, що розвиваються, є не лише актуальним, але й стратегічно важливим для забезпечення стійкого економічного розвитку, фінансової стабільності та формування превентивних заходів у сфері макроекономічного регулювання.

Об'єкт дослідження. Об'єктом дослідження є економічні відносини та процеси, що виникають у результаті впливу міжнародних фінансових шоків на національні економіки країн, що розвиваються, у контексті їхньої інтеграції у глобальну фінансову систему.

Предмет дослідження. Предметом дослідження є трансмісійний механізм впливу міжнародних фінансових шоків на макроекономічні показники та фінансові ринки країн, що розвиваються, а також канали, інструменти та чинники, через які реалізується цей вплив.

Мета дослідження. Метою даної магістерської роботи є визначення та дослідження механізмів трансмісії міжнародних фінансових шоків на фінансові та реальні сектори економік країн, що розвиваються, з метою виявлення основних каналів впливу, а також формування практичних рекомендацій щодо підвищення стійкості національних економік до зовнішніх фінансових потрясінь.

Завдання дослідження. Для досягнення поставленої мети в роботі передбачається виконання таких основних завдань:

1. Розкрити сутність та класифікувати види міжнародних фінансових шоків у контексті глобалізованої економіки.
2. Дослідити теоретичні підходи до аналізу трансмісійного механізму фінансових шоків, зокрема з урахуванням специфіки країн, що розвиваються.
3. Ідентифікувати основні канали передачі зовнішніх фінансових шоків на внутрішні ринки (через торговельні, фінансові, валютні, психологічні та інші механізми).
4. Провести емпіричний аналіз впливу глобальних фінансових шоків на обрані країни, що розвиваються.
5. Оцінити чутливість макроекономічних індикаторів країн, що розвиваються, до зовнішніх фінансових потрясінь.
6. Визначити фактори, що посилюють або пом'якшують вплив фінансових шоків у країнах з ринками, що формуються.

7. Розробити практичні рекомендації щодо підвищення стійкості економік країн, що розвиваються, до дії міжнародних фінансових шоків.

Методи дослідження. У процесі дослідження було застосовано комплекс загальнонаукових і спеціальних економічних методів, які дозволили досягти поставленої мети та розв'язати сформульовані завдання, зокрема:

1. Методи теоретичного аналізу та узагальнення — для систематизації наукових підходів до визначення сутності міжнародних фінансових шоків і трансмісійного механізму їх впливу.

2. Порівняльний аналіз — для виявлення особливостей впливу зовнішніх фінансових шоків на різні країни, що розвиваються.

3. Економіко-статистичні методи — для аналізу динаміки макроекономічних та фінансових показників, що характеризують чутливість країн до зовнішніх потрясінь.

4. Економетричне моделювання (зокрема панельні регресії) — для оцінки взаємозв'язків між зовнішніми фінансовими шоками та реакцією національних економік.

5. Графічний метод і методи візуалізації даних — для наочного представлення результатів аналізу.

6. Метод аналізу подій (event study) — для оцінки впливу конкретних криз на фінансові ринки.

7. Метод кейс-стаді (case study) — для глибокого дослідження конкретних країн, що розвиваються, які зазнали впливу фінансових шоків у різні періоди.

Застосування зазначених методів дозволило забезпечити комплексність підходу до аналізу проблеми та обґрунтувати практичні рекомендації.

Наукова новизна одержаних результатів. Наукова новизна дослідження полягає в поглибленому теоретичному та практичному аналізі трансмісійного механізму передачі міжнародних фінансових шоків на економіки країн, що розвиваються, а також в обґрунтуванні підходів до підвищення їхньої фінансової стійкості. Основні елементи новизни полягають у наступному:

1. Уточнено понятійно-категоріальний апарат щодо трансмісійного механізму фінансових шоків у контексті глобалізованої економіки.

2. Систематизовано канали передачі фінансових шоків до країн, що розвиваються, з урахуванням їхньої фінансової структури, ступеня відкритості та інституційної стабільності.

3. Запропоновано методичний підхід до оцінки чутливості національних економік до зовнішніх фінансових шоків на основі економетричного моделювання.

4. Проведено емпіричний аналіз впливу міжнародних фінансових шоків на обрані країни, що розвиваються, з ідентифікацією найбільш уразливих каналів передачі.

5. Сформульовано практичні рекомендації щодо зменшення вразливості економік країн, що розвиваються, до глобальних фінансових потрясінь через інституційне зміцнення та вдосконалення антикризової політики.

Практичне значення одержаних результатів. Практичне значення результатів дослідження полягає в можливості їхнього використання для удосконалення макроекономічної та фінансової політики країн, що розвиваються, з метою підвищення їхньої стійкості до міжнародних фінансових шоків. Основні результати роботи можуть бути застосовані:

- у діяльності центральних банків і фінансово-економічних відомств для розробки механізмів моніторингу та прогнозування зовнішніх фінансових ризиків;
- при формуванні антикризових стратегій та заходів щодо управління валютними і платіжними дисбалансами;
- для вдосконалення підходів до макропруденційного регулювання фінансових ринків;
- у розробці регіональних і національних програм економічної безпеки.

Отримані висновки та рекомендації мають практичне значення для формування більш ефективної системи запобігання кризовим явищам і

забезпечення фінансової стабільності в умовах нестабільного зовнішнього середовища.

Апробація результатів дослідження. Основні положення магістерського дослідження пройшли апробацію шляхом підготовки наукових тез. У тезах були висвітлені окремі аспекти трансмісійного механізму впливу міжнародних фінансових шоків на країни, що розвиваються, а також запропоновано рекомендації щодо зменшення негативного впливу зовнішніх шоків на національні економіки.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ШОКІВ

1.1. Поняття та види міжнародних фінансових шоків

Фінансові шоки — це несподівані події у фінансовому секторі, що мають значний негативний вплив на економіку. Міжнародними фінансовими шоками прийнято називати фінансові кризи у розвинених країнах, зміни в монетарній політиці великих центральних банків, різкі коливання цін на сировинні товари, геополітичні події тощо.

Міжнародний фінансовий шок визначається як несподіване порушення, що виникає у фінансовому секторі однієї або кількох країн і має значний вплив на економіки та фінансові ринки інших країн [1]. На відміну від суто внутрішніх фінансових потрясінь, міжнародні фінансові шоки мають транскордонний характер, впливаючи на економічну стабільність та фінансову стійкість багатьох держав. Цей термін часто використовується для опису подій, що мають негативні наслідки для світової економіки.

Серед міжнародних фінансових шоків особливе місце займають міжнародні фінансові кризи, які визначаються як системні проблеми у фінансовій системі однієї або кількох країн, що мають здатність до міжнародного поширення. Типовими ознаками криз є банківські паніки, валютні кризи, боргові кризи та кризи суверенного боргу [2].

На відміну від криз, міжнародні фінансові стреси являють собою періоди підвищеної напруженості та невизначеності на світових фінансових ринках, що проявляються у зростанні волатильності активів, розширенні кредитних спредів, зниженні ліквідності та посиленні відрази до ризику [3]. Важливо зазначити, що фінансові стреси не завжди призводять до повноцінних криз, але можуть бути їхніми індикаторами або супроводжувати їх.

Різкі коливання цін на фінансові активи, обмінних курсів або потоків капіталу, що також відносяться до міжнародних фінансових шоків, можуть бути

викликані різними факторами, включаючи зміни в очікуваннях, політичні події або спекулятивні атаки.

Глобалізація та поглиблення фінансової інтеграції значно посилили потенціал для міжнародного поширення фінансових шоків [4]. Взаємозв'язок між фінансовими інститутами та ринками різних країн відіграє ключову роль у цьому процесі, оскільки проблеми в одній частині світу можуть швидко передаватися в інші. Зростання обсягів та швидкості транскордонних потоків капіталу також є важливим каналом передачі, через який фінансові потрясіння можуть поширюватися на міжнародному рівні. Таким чином, для розуміння міжнародних фінансових шоків необхідно враховувати як фактори, що спричиняють їх виникнення, так і механізми, за допомогою яких вони поширюються за межі національних кордонів. Непередбачуваність цих подій створює значні труднощі для прогнозування та управління ризиками, що підкреслює важливість розробки ефективних стратегій для підвищення стійкості національних економік до таких потрясінь.

Міжнародні фінансові шоки мають кілька ключових характеристик, які визначають їх природу та потенційний вплив. Однією з найважливіших особливостей є їх раптовість. Фінансові шоки часто виникають несподівано та непередбачено, що призводить до різких змін у настроях ринку та цінах на активи. Ця раптовість може бути пов'язана з концепцією «чорних лебедів» — рідкісних подій з далекосяжними наслідками, які важко передбачити [5].

Іншою ключовою характеристикою є їхня непередбачуваність. Фінансові шоки важко прогнозувати через складність фінансових ринків та вплив непередбачених подій і змін у поведінці інвесторів. Економічні моделі мають обмежену здатність передбачати такі події, що ускладнює завчасне вжиття запобіжних заходів.

Потенційний вплив на фінансові ринки є ще однією визначальною характеристикою міжнародних фінансових шоків. Вони можуть спричинити раптове переоцінювання активів, підвищену волатильність ринку, кризи ліквідності, ризики поширення фінансової нестабільності, зміни в умовах

кредитування та вартості запозичень, а також відтік капіталу та коливання обмінних курсів.

Крім впливу на фінансові ринки, міжнародні фінансові шоки можуть мати значний потенційно ширший вплив на економіку. Збої у фінансовому секторі можуть призвести до скорочення інвестицій та споживання, зростання безробіття, уповільнення економічного зростання та рецесій, а також негативно вплинути на міжнародну торгівлю.

Поєднання раптовості та непередбачуваності створює значні труднощі для розробки ефективних заходів реагування з боку керівників національних банків та урядовців. Традиційні інструменти політики можуть виявитися занадто повільними або неефективними для реагування на події, що швидко розгортаються та є непередбаченими. Це підкреслює необхідність гнучких та проактивних політичних рамок. Потенційний вплив як на фінансові ринки, так і на реальну економіку підкреслює системну важливість запобігання та пом'якшення наслідків фінансових шоків. Перебої у фінансовому секторі можуть мати каскадні ефекти по всій економіці, що робить фінансову стабільність вирішальною передумовою для сталого розвитку.

Міжнародні фінансові шоки можна класифікувати за джерелом їх походження (рис. 1.1.1.). Це допомагає краще зрозуміти їхні причини та потенційні наслідки.

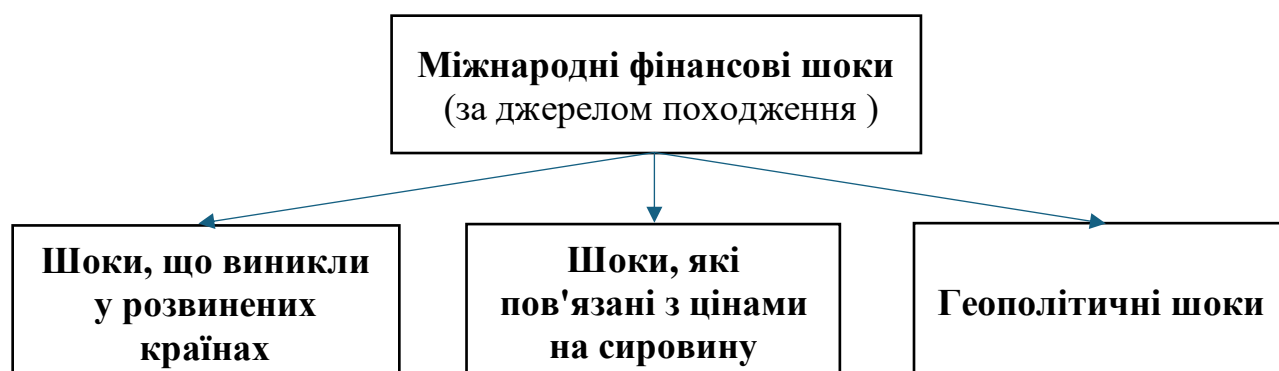


Рис. 1.1.1. Класифікація міжнародних фінансових шоків за джерелом їх походження.

Перше джерело — це шоки, що виникають у розвинених країнах.

Рішення щодо монетарної політики, які приймаються в основних розвинених країнах, таких як Сполучені Штати Америки та країни Євросони, можуть спричиняти міжнародні фінансові шоки [6]. Дослідження показують, що посилення монетарної політики в країнах, що розвиваються, призводить до негайного та стійкого зростання прибутковості облігацій, скорочення економічної активності та уповільнення інфляції, подібно до розвинених країн [7]. Зокрема, підвищення процентних ставок Федеральною резервною системою США викликає занепокоєння щодо побічних ефектів для менших ринків, що розвиваються. Історично, підвищення ставки федеральних фондів США було пов'язане з виведенням капіталу міжнародними інвесторами з ринків, що розвиваються, що може призвести до зниження економічної активності та знецінення національних валют у цих країнах. Щоб зменшити відтік капіталу, центральні банки країн, що розвиваються, можуть посилити власну монетарну політику, підвищивши процентні ставки за борговими цінними паперами. Однак підвищення процентних ставок має свої компроміси, і те, як центральні банки країн, що розвиваються, реагують на посилення монетарної політики США, залишається емпіричним питанням [8].

Фінансові кризи, що починаються в розвинених країнах, також можуть мати глобальне поширення. Світова фінансова криза 2008 року є яскравим прикладом цього, оскільки вона виникла на ринку іпотечного кредитування США. Криза поширилася через фінансові установи, які володіли «токсичними» активами, та через колапс міжбанківського кредитування [4]. Це призвело до рецесії, обвалу світової торгівлі та проблем у банківському секторі як у розвинених, так і в країнах, що розвиваються. Міжнародний валютний фонд відіграв важливу роль у наданні пакетів фінансової допомоги для пом'якшення наслідків кризи.

Монетарна політика в розвинених країнах, особливо в США через домінування долара у світовій економіці, є значним фактором, що визначає міжнародні фінансові умови та може спричинити суттєві потрясіння для країн,

що розвиваються. Зміни процентних ставок або політики кількісного пом'якшення в США можуть швидко змінювати глобальні потоки капіталу, впливаючи на вартість запозичень та ціни на активи в усьому світі, причому країни, що розвиваються, часто є більш вразливими через їхню залежність від зовнішнього фінансування. Фінансові кризи в розвинених країнах часто виявляють глибинні системні вразливості у глобальній фінансовій архітектурі та можуть призвести до широкого поширення нестабільності, непропорційно впливаючи на країни, що розвиваються, зі слабшими фінансовими системами та меншим політичним простором для маневру. Світова фінансова криза 2008 року продемонструвала, як взаємопов'язаність може перетворити локальні проблеми на глобальні кризи, підкреслюючи необхідність надійних міжнародних регуляторних рамок та систем раннього попередження.

Друге джерело походження міжнародних фінансових шоків пов'язане з цінами на сировинні товари.

Глобальні ціни на сировинні товари є надзвичайно волатильними, і їхні коливання можуть бути значним джерелом міжнародних фінансових шоків. Несподівані зміни цін на сировинні товари стали постійною ознакою світових товарних ринків [9]. Волатильність цін на сировинні товари залежить від багатьох факторів, включаючи дисбаланси попиту та пропозиції, геополітичні події в регіонах, багатих на ресурси, спекулятивну діяльність та взаємозалежність цін на різні види сировини, такі як нафта та продовольство.

Шоки цін на сировинні товари мають значний вплив на країни, що розвиваються, багато з яких сильно залежать від експорту сировини. Негативні шоки можуть призвести до зменшення експортних доходів, збільшення фіскальних дефіцитів та зростання державного боргу. Крім того, вони можуть послабити фінансовий сектор через зростання частки непрацюючих кредитів та збільшення ризику банківських криз [10]. Вплив шоків цін на сировинні товари може бути як позитивним, так і негативним, залежно від того, чи є країна нетто-експортером або імпортером відповідних товарів.

Залежність багатьох країн, що розвиваються, від експорту первинної сировини робить їх особливо вразливими до волатильності світових товарних ринків. Коливання цін на сировину діють як прямі фінансові шоки, що впливають на їхній торговельний баланс, державні доходи та загальну економічну стабільність. На відміну від розвинених країн з більш диверсифікованими структурами економік, країни, що розвиваються, які сильно залежать від кількох товарів, стикаються зі значними ризиками через коливання світового попиту та пропозиції на ці конкретні товари. Шоки цін на сировинні товари можуть мати складні та іноді неінтуїтивні наслідки для фінансових ринків як розвинених, так і країн, що розвиваються, впливаючи на премії за ризик, інфляцію та обмінні курси різними способами залежно від конкретного товару та економічного контексту. Наприклад, вищі ціни на зерно можуть зменшити премії за ризик на деяких ринках, що розвиваються, тоді як шоки цін на нафту можуть збільшити інфляцію в розвинених країнах [11].

І третє джерело походження міжнародних фінансових шоків — це геополітичні шоки та їх вплив на фінансові ринки.

Геополітичні шоки визначаються як події, що виникають внаслідок війн, політичної нестабільності, конфліктів, напруженості між країнами або терористичних загроз і можуть мати регіональні або глобальні економічні та фінансові наслідки. Геополітичний ризик передбачає можливість негативних економічних та фінансових наслідків, що виникають внаслідок взаємодії між країнами [12].

Геополітичні шоки можуть передаватися на фінансові ринки через кілька каналів. Одним з основних каналів є зростання невизначеності та зниження схильності інвесторів до ризику. Нестабільність часто призводить до відтоку капіталу, особливо з ринків, що розвиваються. Крім того, геополітичні події можуть спричиняти збої у торговельних потоках та ланцюгах поставок, а також коливання цін на сировинні товари, особливо на нафту та газ. Прямі фінансові санкції та контроль за рухом капіталу також можуть бути наслідком геополітичних потрясінь [13].

Війна РФ проти України є прикладом геополітичного шоку, що мав значний вплив на світові ринки. Історія показує, що підвищення глобального геополітичного ризику може призвести до зниження цін на акції в багатьох країнах. Потенційні майбутні геополітичні шоки, такі як зміни в політиці Китаю, ядерна угода між США та Іраном або зміни в складі та/політиці НАТО, також можуть мати значний вплив на світові ринки.

Геополітична нестабільність стала дедалі важливішим джерелом міжнародних фінансових шоків в останні роки, причому події в одній частині світу швидко впливають на настрої інвесторів та фінансові умови в усьому світі через посилення взаємопов'язаності. Події, такі як регіональні конфлікти або зростання міжнародної напруженості, створюють невизначеність щодо майбутньої економічної політики та стабільності, що змушує інвесторів переоцінювати ризики та потенційно переміщувати свої інвестиції, спричиняючи волатильність фінансового ринку. Хоча початкова реакція ринку на геополітичні шоки часто є негативною, зі зниженням цін на акції та зростанням волатильності, довгостроковий вплив може варіюватися залежно від характеру та тривалості події, причому ринки часто відновлюються з часом, коли початкова невизначеність зменшується. Інвестори схильні реагувати на негайну невизначеність, але фундаментальні економічні фактори, такі як прибутки корпорацій та процентні ставки, часто стають більш домінуючими факторами ринкової прибутковості в довгостроковій перспективі [14].

Міжнародні фінансові шоки також можна класифікувати за механізмом їх передачі між країнами (рис. 1.1.2.). За цією ознакою виділяють торговельні шоки, фінансові шоки та шоки довіри та настроїв інвесторів.

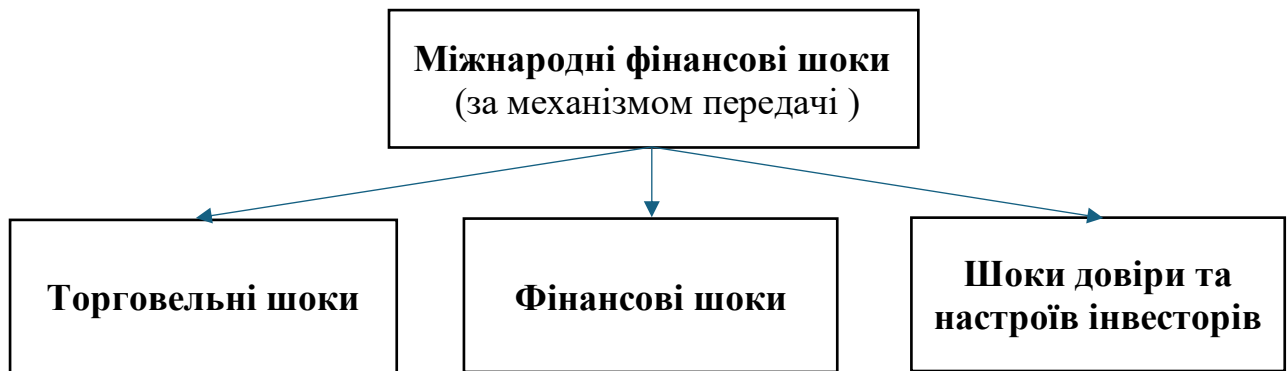


Рис. 1.1.2. Класифікація міжнародних фінансових шоків за механізмом їх передачі між країнами.

Перебої в міжнародній торгівлі можуть передавати фінансові шоки через кордони. Зміни у світовому попиті та пропозиції впливають на експортні доходи та економічне зростання країн. Торговельні бар'єри, тарифи та санкції можуть впливати на міжнародні фінансові потоки та настрої ринку. Розриви глобальних ланцюгів поставок також можуть посилювати шоки, пов'язані з торгівлею [15]. Торговельні зв'язки є важливим каналом міжнародної передачі фінансових шоків, оскільки збої в торгівлі однієї країни можуть негативно вплинути на економіку та фінансову стабільність її торговельних партнерів, особливо для країн, що розвиваються, які сильно залежать від експорту. Зниження попиту з боку основного торговельного партнера через внутрішній фінансовий шок може призвести до зменшення експортних доходів, скорочення інвестицій та посилення фінансового напруження в країні-експортері.

Фінансові канали є потужними механізмами швидкого та широкого поширення міжнародних фінансових шоків. Раптові відтоки капіталу з країн, що розвиваються, можуть призвести до знецінення валюти, підвищення процентних ставок та падіння цін на активи [15]. Глобальні фінансові шоки можуть також спричинити зміни в умовах кредитування в країнах, що розвиваються, ускладнюючи та здорожуючи запозичення для підприємств та урядів [6]. Коливання обмінних курсів, часто спричинені міжнародними фінансовими шоками, можуть мати значний вплив на країни, що розвиваються, з великим

обсягом боргу, номінованого в іноземній валюті, або торговельними дисбалансами. Крім того, проблеми у фінансових установах однієї країни можуть поширюватися на інші через транскордонне кредитування, інвестиційні портфелі та ризики контрагентів. Взаємопов'язаність світових фінансових ринків означає, що шок на одному ринку може швидко каскадувати через інші, особливо впливаючи на країни зі слабшими фінансовими системами та більшою залежністю від зовнішнього капіталу.

Зміни в довірі та настроях інвесторів також відіграють важливу роль у поширенні фінансових шоків. Втрата довіри може призвести до різких змін в інвестиційних рішеннях, розпродажу активів та зростання схильності до ризику. Концепція «стадної поведінки» серед інвесторів також може посилити шоки. Новини та очікування впливають на настрої інвесторів. Явище «раптових зупинок» потоків капіталу може бути спричинене змінами в довірі інвесторів [5]. Зміни в довірі та настроях інвесторів можуть діяти як потужні механізми передачі міжнародних фінансових шоків, часто посилюючи вплив початкових потрясінь, викликаючи масштабне перерозподілення активів та відтік капіталу, особливо в країнах, що розвиваються, які вважаються більш ризикованими. Навіть без прямих економічних чи фінансових зв'язків втрата довіри до певної країни чи регіону може призвести до виведення інвестицій інвесторами, створюючи самореалізоване пророцтво фінансової нестабільності.

Важливо розрізняти міжнародні фінансові шоки та інші типи економічних потрясінь. Шоки пропозиції, такі як стихійні лиха або перебої з постачанням сировини, безпосередньо впливають на виробництво та ціни. Хоча товарні цінові шоки мають фінансові наслідки, їхнім першочерговим чинником часто є дисбаланс попиту та пропозиції на товарному ринку. Натомість фінансові шоки виникають у межах фінансової системи. Шоки попиту є раптовими змінами в сукупному попиті, наприклад, у споживчих витратах або інвестиціях. Фінансові шоки можуть призводити до шоків попиту (наприклад, обвал фондового ринку, що зменшує споживче багатство та витрати), але первинне порушення відбувається у фінансовому секторі. Технологічні шоки відрізняються від

фінансових шоків, оскільки вони є результатом технологічних інновацій, що впливають на продуктивність та економічне зростання [16]. Технологічні шоки, як правило, є довгостроковішими та мають більш прямий вплив на виробничі можливості економіки. Основна відмінність полягає в тому, що міжнародні фінансові шоки виникають у фінансовому секторі та першочергово впливають на фінансові змінні (ціни на активи, процентні ставки, обмінні курси), перш ніж потенційно поширитися на реальну економіку. Розуміння цієї відмінності є важливим для розробки відповідних політичних заходів реагування. Політика, спрямована на пом'якшення наслідків шоку пропозиції, може бути неефективною для подолання фінансового шоку, який потребує втручання, зосередженого на фінансових ринках та інститутах.

1.2. Трансмисійний механізм у міжнародній економіці

Трансмисійний механізм у міжнародній економіці та фінансах можна визначити як складний процес, через який фінансові потрясіння, що виникають в одній частині світової економіки (наприклад, у розвинених країнах або на глобальних фінансових ринках), поширюються та впливають на економічну та фінансову діяльність в інших країнах, особливо в країнах, що розвиваються.

Цей процес включає різноманітні канали, такі як торговельні зв'язки, фінансові потоки (прямі та портфельні інвестиції, кредити), валютні курси та зміни процентних ставок, і його ефективність та наслідки можуть варіюватися залежно від характеристик країн, що зазнають впливу, та природи самого шоку.

Дослідження трансмісійного механізму має особливе значення для країн, що розвиваються, оскільки вони часто характеризуються структурними вразливостями, які можуть посилювати негативний вплив міжнародних фінансових шоків. Ці вразливості включають менші за розмірами та менш диверсифіковані економіки, слабші фінансові системи, більшу залежність від зовнішнього фінансування та вищі рівні державного боргу. Розуміння конкретних каналів, через які ці шоки передаються до країн, що розвиваються, є

вирішальним для розробки ефективних стратегій пом'якшення їхнього впливу та підвищення стійкості.

Основні канали передачі міжнародних фінансових шоків представлені на рисунку 1.2.1.

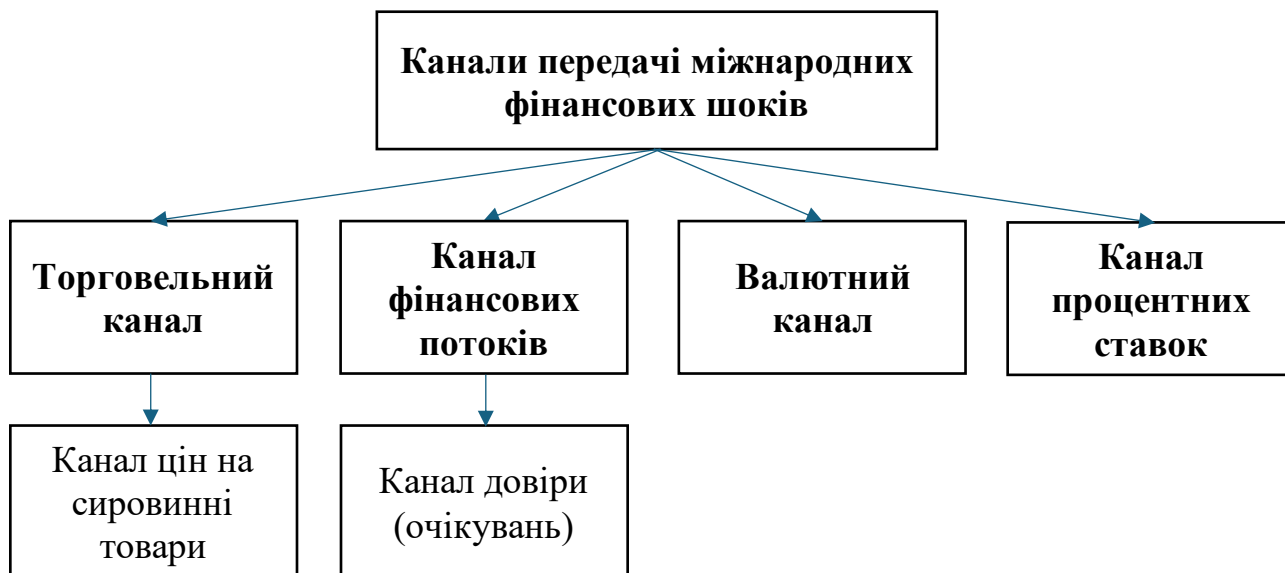


Рис. 1.2.1. Основні канали передачі міжнародних фінансових шоків.

Торговельний канал. Вплив торговельних зв'язків на поширення шоків.

Торговельні зв'язки є одним з основних каналів, через які економічні та фінансові потрясіння можуть поширюватися на міжнародному рівні. Фінансовий шок, що виникає в розвиненій країні, може призвести до скорочення її сукупного попиту, що, в свою чергу, спричинить зменшення імпорту з країн, що розвиваються. Таке зниження експортного попиту може безпосередньо вплинути на експортні доходи та економічне зростання цих країн.

Аналіз Національного бюро економічних досліджень (NBER) [17] чітко вказує на зменшення імпорту США як на основний механізм впливу посилення монетарної політики США на інші економіки, включаючи країни, що розвиваються, підкреслюючи важливість цього ефекту з боку попиту. Крім того, фінансові шоки можуть призводити до змін у відносних цінах, впливаючи на конкурентоспроможність торговельних партнерів. Наприклад, значна

девальвація валюти в країні, що переживає фінансову кризу, може зробити її експорт дешевше на міжнародних ринках, тим самим знижуючи конкурентоспроможність аналогічних товарів, вироблених у країнах, що розвиваються, які мають тісні торговельні зв'язки з країною, що постраждала від кризи [18]. З іншого боку, фінансовий шок у розвиненій країні може призвести до зменшення її національного доходу, що, у свою чергу, знизить загальний попит на імпорт з країн, що розвиваються. Це зниження купівельної спроможності в розвиненій економіці безпосередньо призводить до зменшення експортних можливостей для країн, що розвиваються.

Дослідження Федерального резервного банку Бостона [19] надає емпіричні докази того, що посилення монетарної політики США знижує обсяг виробництва за кордоном, причому величина цього ефекту значно більша в країнах, які більш відкриті до міжнародної торгівлі. Це безпосередньо підтверджує думку про те, що відкритість торгівлі посилює передачу шоків монетарної політики через торговельний канал. Торговельний канал функціонує через поєднання ефектів з боку попиту (зміни обсягів імпорту через змінений сукупний попит) та ефектів з боку пропозиції (зміни конкурентоспроможності внаслідок коливань валютних курсів або коригування цін), створюючи складну взаємодію міжнародних економічних сил. Сила торговельного каналу в передачі міжнародних фінансових шоків до конкретної країни, що розвивається, безпосередньо залежить від інтенсивності та характеру її двосторонніх торговельних відносин з країною, де виник шок, а також від її загального рівня інтеграції у світову торговельну систему.

В деяких джерелах окремо виділено ще й канал цін на сировинні товари. Багато економік країн, що розвиваються залежать від експорту сировини, тому коливання світових цін на ці товари мають на них значний вплив. Але, на мою думку, це швидше все ж є одним із різновидів торговельного каналу.

Канал фінансових потоків. Роль прямих та портфельних інвестицій, кредитів.

Фінансові потоки, що охоплюють різні форми транскордонного руху капіталу, такі як прямі іноземні інвестиції (ПІІ), портфельні інвестиції (включаючи інвестиції в акції та облігації) та транскордонні кредити, становлять важливий канал передачі міжнародних фінансових шоків до країн, що розвиваються. Фінансовий шок у розвиненій країні або раптова зміна настроїв глобальних інвесторів можуть спровокувати різкі зміни в обсязі та напрямку цих потоків до країн, що розвиваються.

Дослідження, опубліковані в *International Journal of Central Banking* у 2023 році [20], надають переконливі докази того, що глобальні фінансові шоки, часто зумовлені змінами апетиту до ризику глобальних інвесторів (що відображається індексом волатильності Чиказької біржі опціонів), переважно передаються на ринки країн, що розвиваються, через портфельні потоки в акції та облігації в місцевій валюті. У періоди підвищеної глобальної неприязні до ризику ("ризик-офф") глобальні інвестори, як правило, продають свої активи в країнах, що розвиваються, що призводить до значного відтоку капіталу та зниження цін на активи на цих ринках.

Деякі економісти виділяють ці зміни апетиту до ризику до окремого каналу довіри (очікувань).

Портфельні інвестиції, особливо у формі акцій та облігацій у місцевій валюті, стали особливо чутливим каналом, який сильно реагує на зміни настроїв глобальних інвесторів та апетиту до ризику, роблячи країни, що розвиваються, залежні від цих потоків, вразливими до раптових зупинок та розворотів. Міжнародні банківські зв'язки слугують ще одним важливим каналом передачі фінансових шоків. Труднощі, з якими стикаються банки в розвинених країнах, будь то через обмеження ліквідності чи потрясіння балансу, можуть швидко призвести до скорочення кредитної діяльності на ринках, що розвиваються, тим самим впливаючи на інвестиції, економічну активність та загальну фінансову стабільність в цих економіках.

Валютний канал. Механізм передачі через зміни валютних курсів.

Коливання валютних курсів є важливим каналом, через який міжнародні фінансові шоки можуть передаватися до країн, що розвиваються. Фінансовий шок, який викликає зростання глобальної неприязні до ризику, часто призводить до "втечі до безпеки", коли інвестори переміщують свій капітал до валют, які вважаються безпечними, як правило, валют розвинених країн. Це збільшення попиту на безпечні валюти може призвести до девальвації валют країн, що розвиваються. Емпіричні дослідження опубліковані в *International Journal of Central Banking* у 2023 році [20] показують, що вищий індекс VIX, загальноприйнятий показник глобальної неприязні до ризику, пов'язаний із знеціненням місцевих валют країн, що розвиваються.

Для багатьох країн, що розвиваються, особливо тих, що мають значний обсяг боргу, номінованого в іноземній валюті (явище, відоме як доларизація зобов'язань), девальвація валюти може мати скорочувальний вплив. Слабша місцева валюта збільшує внутрішню вартість обслуговування цього боргу в іноземній валюті, створюючи тиск на державні бюджети та потенційно призводячи до боргової кризи. Крім того, знецінення валюти може також призвести до зростання цін на імпорт, викликаючи інфляцію в економіці, що розвивається.

Валютні курси є основним та часто безпосереднім каналом, через який міжнародні фінансові шоки проявляються в країнах, що розвиваються. Знецінення валюти є поширеною початковою реакцією на підвищену глобальну неприязнь до ризику або посилення монетарної політики в розвинених країнах. Вплив коливань валютних курсів на країни, що розвиваються, може бути особливо серйозним через структурні вразливості, такі як високий рівень боргу, номінованого в іноземній валюті. Знецінення валюти в цих умовах може посилити негативні наслідки фінансових шоків, збільшуючи борговий тягар та викликаючи інфляцію. Зв'язок між фінансовими шоками, що виникають у розвинених країнах (таких як зміни монетарної політики США), та коливаннями валютних курсів у країнах, що розвиваються, є складним і може залежати від

різних факторів, включаючи конкретний характер шоку, ринкові очікування та політичні заходи центральних банків як у країні походження, так і в країні-реципієнті.

Канал процентних ставок. Вплив змін процентних ставок на міжнародному рівні.

Зміни процентних ставок у розвинених країнах, особливо в США, є важливим каналом передачі міжнародних фінансових шоків до країн, що розвиваються. Коли центральні банки розвинених країн, особливо Федеральна резервна система США, змінюють свої облікові ставки, ці дії можуть мати значний вплив на вартість запозичень та фінансові умови в країнах, що розвиваються. Наприклад, підвищення ставки федеральних фондів США часто призводить до зростання процентних ставок у країнах, що розвиваються, як безпосередньо через вищі ставки за боргом, номінованим у доларах США, так і опосередковано через збільшення премій за ризик, що вимагаються міжнародними інвесторами [21]. Вищі процентні ставки в країнах, що розвиваються, можуть призвести до зменшення інвестицій з боку підприємств та скорочення споживання домогосподарствами, тим самим сприяючи уповільненню економічного зростання.

Конкретний характер та причини шоку процентних ставок у розвиненій країні є вирішальними для визначення його впливу на країни, що розвиваються. Дослідження Світового банку [22] показують, що підвищення процентних ставок у США, зумовлене сильним внутрішнім попитом США, може мати менш серйозні або навіть помірно позитивні наслідки для країн, що розвиваються, з сильнішими фундаментальними показниками. Навпаки, підвищення ставок, спричинене занепокоєнням щодо інфляції в США або більш жорсткою позицією монетарної політики, більш імовірно призведе до погіршення фінансових умов у країнах, що розвиваються, та збільшить ризик фінансової нестабільності та криз.

Отже, вплив змін процентних ставок у великих розвинених економіках, особливо в США, є потужним каналом передачі фінансових шоків до країн, що розвиваються, впливаючи на вартість їхніх запозичень, інвестиційні рішення та

загальну економічну активність. Вплив змін процентних ставок, що виникають у розвинених країнах, не є однаковим для всіх країн, що розвиваються, і значною мірою залежить від основних причин зміни ставок (наприклад, чи зумовлені вони попитом, чи політикою) у країні походження, а також від конкретних макроекономічних та фінансових вразливостей, наявних у країні-реципієнті. Хоча основні принципи передачі процентних ставок загалом застосовуються до країн, що розвиваються, реакція інших макроекономічних змінних, таких як ціни та валютні курси, на шоки процентних ставок може демонструвати складність та відхилення від стандартних теоретичних прогнозів, що спостерігаються в розвинених країнах.

Міжнародні фінансові шоки можуть поширюватися на ринки країн, що розвиваються, не лише через традиційні канали. Існують також альтернативні механізми, серед яких важливу роль відіграють політичні та репутаційні ризики. Ці канали можуть значно посилювати вплив зовнішніх шоків, навіть якщо прямі фінансові зв'язки здаються обмеженими [23].

Політичні ризики охоплюють широкий спектр факторів, пов'язаних із політичною нестабільністю, змінами в законодавстві та регуляторній політиці, ризиками експропріації, порушенням контрактів урядом, обмеженнями на рух капіталу, а також геополітичними подіями. В умовах міжнародного фінансового шоку (наприклад, кризи в іншій країні або значної зміни глобальної ліквідності), інвестори можуть переглядати свої ризик-апетити, особливо щодо більш ризикованих активів та юрисдикцій [23].

Побоювання щодо можливої політичної нестабільності, непередбачуваних змін уряду чи несприятливої для бізнесу політики можуть спричинити відтік капіталу, зменшення прямих іноземних інвестицій, підвищення вартості запозичень та негативний вплив на бізнес-середовище.

Таким чином, міжнародний фінансовий шок, поєднуючись із існуючими або зростаючими політичними ризиками в країні, що розвивається, може мати значно сильніший негативний вплив, ніж дія кожного фактора окремо [24].

Репутаційні ризики пов'язані зі сприйняттям країни, її інститутів та ринків міжнародними інвесторами. У випадку фінансового шоку в одній країні або групі країн, що розвиваються, інвестори можуть переглядати свою оцінку ризиків щодо інших країн зі схожими характеристиками (так званий "wake-up call") [25]. Це може відбуватися навіть за відсутності тісних прямих фінансових зв'язків.

Репутаційний канал передачі міжнародних фінансових шоків може проявлятися через:

а) переоцінку ризиків за схожістю. Якщо криза виникає в країні з певними макроекономічними вразливостями або інституційними недоліками, інвестори можуть припустити, що інші країни, які мають схожі риси (наприклад, високий рівень боргу, слабе банківське регулювання, політична нестабільність), також піддаються високому ризику. Це призводить до продажу активів у цих країнах, незалежно від їхньої фактичної стійкості до початкового шоку.

б) втрату довіри інвесторів. Міжнародний фінансовий шок може підірвати загальну довіру інвесторів до ринків, що розвиваються, змушуючи їх шукати "безпечніші гавані". Це може призвести до масового відтоку капіталу з цілого класу активів, незалежно від індивідуальних фундаментальних показників країн.

в) погіршення рейтингу. Міжнародні рейтингові агентства можуть переглянути рейтинги країн, що розвиваються, враховуючи підвищені глобальні ризики та потенційні вразливості, виявлені під час шоку в іншій країні. Зниження рейтингу може збільшити вартість запозичень та обмежити доступ до міжнародних ринків капіталу.

г) негативне висвітлення у ЗМІ. Фінансові шоки часто супроводжуються широким висвітленням у міжнародних ЗМІ, що може формувати або посилювати негативне сприйняття країн, що розвиваються, та їхніх ринків серед широкого кола інвесторів та громадськості.

Отже, репутаційні ризики діють як підсилювач міжнародних фінансових шоків, транслюючи негативні настрої та переоцінку ризиків на інші країни, що розвиваються, на основі сприйняття, а не лише об'єктивних економічних чи фінансових зв'язків.

1.3. Особливості трансмісії зовнішніх фінансових шоків у країнах, що розвиваються

Ринки країн, що розвиваються є особливо вразливими до міжнародних фінансових шоків через високий рівень боргу, залежність від іноземного капіталу, недосконалу структуру економіки, інституційну слабкість тощо.

Ступінь вразливості країн, що розвиваються, до міжнародних фінансових шоків залежить від рівня інституційного розвитку країни, структури її економіки та політичної стабільності.

Інституції — це "правила гри" в суспільстві, які включають закони, регулювання, правозастосування, стандарти корпоративного управління, прозорість та підзвітність державних органів [26]. Якість та зрілість цих інститутів мають вирішальне значення для того, як країна сприймає та реагує на зовнішні фінансові шоки.

У країнах із сильними інститутами міжнародні фінансові шоки, як правило, передаються більш передбачуваними та керованими каналами. Сильна правова система та чітке регулювання зменшують політичні ризики, пов'язані з непередбачуваними діями уряду чи експропріацією. Висока прозорість та підзвітність зменшують інформаційну асиметрію, що робить ринки менш схильними до паніки, спричиненої чутками чи недовірою. Інвестори більше довіряють здатності уряду реагувати на кризи ефективною та послідовною політикою (наприклад, монетарною чи фіскальною). Репутація такої країни є більш стійкою, і вона менш схильна до "невибіркового зараження".

У країнах зі слабкими інститутами передача фінансових шоків часто є більш руйнівною та менш передбачуваною. Слабке верховенство права та нечітке регулювання посилюють політичні ризики; зовнішній шок може стати тригером для посилення державного втручання, змін у законодавстві, що шкодять бізнесу, або навіть корупційних дій, які поглиблюють кризу [24]. Непрозорість та

відсутність підзвітності підбивають довіру інвесторів, роблячи ринок надзвичайно чутливим до негативних новин чи чуток.

Особливості економічної структури країни визначають її специфічні канали взаємодії зі світовою економікою та джерела внутрішньої вразливості, які можуть бути активовані зовнішніми шоками.

Країни з вузькоспеціалізованою економікою, що залежить від експорту одного або кількох сировинних товарів, більш вразливі до глобальних цінових шоків на ці товари. Міжнародний фінансовий шок, що викликає падіння світового попиту або цін на сировину, безпосередньо впливає на експортні доходи, фіскальну стабільність та обмінний курс національної валюти такої країни [23]. Цей економічний шок може швидко трансформуватися у політичний ризик (соціальне невдоволення, бюджетні проблеми) та погіршити репутацію країни як "сировинного" та, отже, ризикованого ринку. Більш диверсифіковані економіки мають більше "подушок" для поглинання таких шоків.

Політична стабільність є фундаментальним фактором, що безпосередньо впливає на політичний ризик і репутацію, тим самим визначаючи схильність країни до поширення шоків.

У стабільних політичних середовищах зовнішні фінансові шоки менш імовірно призведуть до внутрішніх політичних криз чи різких, непередбачуваних змін політики [24]. Це зменшує невизначеність для інвесторів та підвищує довіру до здатності уряду управляти кризовими ситуаціями.

Країни з частими змінами урядів, високим рівнем соціальної напруженості, внутрішніми конфліктами чи значною політичною поляризацією є надзвичайно вразливими [24]. Зовнішній фінансовий шок може легко перерости у повноцінну політичну кризу, що призведе до хаосу в прийнятті рішень, популістських заходів чи навіть насильства.

Основними факторами, що визначають силу трансмісійного механізму передачі міжнародних фінансових шоків у країнах, що розвиваються, є:

1. Макроекономічні фундаментальні показники країн, що розвиваються (рівень інфляції, державний борг, валютні резерви, поточний рахунок платіжного балансу).

2. Інституційна якість (рівень розвитку фінансового сектору, якість регулювання, верховенство права).

3. Ступінь відкритості економіки (залежність від міжнародної торгівлі та потоків капіталу).

4. Режим обмінного курсу (фіксований, плаваючий або керовано плаваючий).

5. Політика центрального банку країни, що розвивається (реакція монетарної політики на зовнішні шоки).

Вразливості країн, що розвиваються, є суттєвим фактором посилення міжнародних фінансових шоків (рис. 1.3.1.).

Високий рівень державного боргу. Високий рівень державного боргу робить країни, що розвиваються, більш вразливими до зростання процентних ставок та відтоку капіталу. Коли процентні ставки зростають, особливо глобальні процентні ставки, вартість обслуговування державного боргу збільшується, що може призвести до фіскального тиску та обмежити можливості уряду інвестувати в інші важливі сфери, такі як освіта, охорона здоров'я та інфраструктура. Крім того, країни з високим рівнем боргу можуть сприйматися інвесторами як більш ризиковані, особливо в періоди глобальної фінансової нестабільності, що може призвести до відтоку капіталу та подальшого тиску на обмінний курс та процентні ставки.

Залежність від експорту сировини. Багато країн, що розвиваються, значною мірою залежать від експорту сировинних товарів, таких як нафта, метали, сільськогосподарська продукція тощо. Ціни на сировинні товари, як правило, є волатильними та чутливими до глобальних економічних умов та фінансових шоків, що виникають у розвинених країнах.



Рис. 1.3.1. Вразливості країн, що розвиваються, які посилюють передачу міжнародних фінансових шоків.

Наприклад, під час світової фінансової кризи 2008-2009 років спостерігалось різке падіння цін на багато сировинних товарів [27], що мало значний негативний вплив на експортні доходи та економічне зростання країн, що розвиваються, які є їхніми основними постачальниками. Таким чином, залежність від експорту сировини створює прямий канал, через який глобальні шоки попиту, часто пов'язані з фінансовою нестабільністю в розвинених економіках, можуть суттєво впливати на доходи країн, що розвиваються.

Слабкість фінансової системи. Слабкі, недостатньо розвинені та менш регульовані фінансові системи в країнах, що розвиваються, можуть бути більш схильними до нестабільності та «зараження» під час глобальних фінансових потрясінь. Недостатня капіталізація банків, низька ліквідність фінансових ринків, недостатній рівень фінансового нагляду та регулювання можуть

призвести до того, що внутрішні фінансові установи будуть менш здатними поглинати зовнішні шоки. Крім того, слабкі фінансові системи можуть посилювати вплив шоків, призводячи до кредитних криз, банкрутств фінансових установ та загального погіршення економічної ситуації.

Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу. Країни з постійним дефіцитом поточного рахунку є більш залежними від припливу іноземного капіталу для фінансування своїх потреб, що робить їх більш вразливими до раптового припинення або розвороту цих потоків у періоди глобальної фінансової нестабільності.

Залежність від короткострокового зовнішнього фінансування. Країни, які значною мірою покладаються на короткострокові зовнішні запозичення, можуть зіткнутися з проблемами рефінансування свого боргу під час фінансових шоків, особливо якщо інвестори стають більш обережними та менш схильними до кредитування країн, що розвиваються.

Валютні невідповідності (доларизація зобов'язань). Значний обсяг боргу, номінованого в іноземній валюті, особливо в доларах США, робить країни, що розвиваються, дуже чутливими до коливань обмінного курсу. Знецінення місцевої валюти може різко збільшити вартість обслуговування цього боргу, що призводить до фінансових труднощів.

Ступінь фінансової інтеграції. Хоча фінансова інтеграція може мати багато переваг, вона також може підвищити чутливість країн, що розвиваються, до глобальних фінансових шоків [27]. Глибші фінансові зв'язки можуть полегшити передачу шоків через потоки капіталу та зміни цін на активи. Однак, гнучкість обмінного курсу може відігравати важливу роль у буферизації впливу цих шоків, особливо для країн з високим рівнем фінансової інтеграції.

Недостатньо закріплені інфляційні очікування. У країнах, де інфляційні очікування не є стабільними, фінансові шоки можуть швидше призводити до зростання інфляції, оскільки економічні агенти можуть очікувати подальшого зростання цін та відповідно коригувати свою поведінку.

Всі ці структурні фактори можуть взаємодіяти та посилювати вплив міжнародних фінансових шоків, роблячи країни, що розвиваються, більш сприйнятливими до їхніх негативних наслідків.

Міжнародні фінансові шоки можуть мати далекосяжні наслідки для макроекономічної стабільності та економічного зростання країн, що розвиваються (рис. 1.3.2.).



Рис. 1.3.2. Наслідки міжнародних фінансових шоків для економік країн, що розвиваються.

Зниження економічного зростання. Як показують численні дослідження [17], міжнародні фінансові шоки, особливо ті, що виникають внаслідок посилення монетарної політики в розвинених країнах або періодів підвищеної глобальної фінансової нестабільності, зазвичай призводять до значного уповільнення економічної активності та зниження темпів зростання ВВП у

країнах, що розвиваються. Це може відбуватися через різні канали, включаючи зменшення експортного попиту, погіршення умов кредитування, скорочення інвестицій та зниження споживчих витрат.

Зростання інфляції. Хоча деякі дослідження [28] свідчать про те, що посилення монетарної політики зрештою може допомогти стримати інфляцію, безпосередній вплив фінансових шоків, таких як різка девальвація валюти, може призвести до зростання цін на імпорт та, як наслідок, до посилення інфляційного тиску всередині економіки, що розвивається. Це може дестабілізувати рівень цін та знизити купівельну спроможність населення.

Волатильність та знецінення національних валют. Фінансові шоки часто спричиняють значну волатильність валютних курсів, з вираженою тенденцією до знецінення валют країн, що розвиваються, щодо основних світових валют, особливо долара США. Це знецінення валюти може мати кілька негативних наслідків, включаючи збільшення внутрішньої вартості обслуговування зовнішнього боргу, номінованого в іноземній валюті, підвищення цін на імпортні товари (включаючи важливі виробничі ресурси) та потенційно призвести до відтоку капіталу через втрату довіри інвесторів до місцевої валюти.

Зростання тягаря суверенного боргу. Як підкреслюється в дослідженні Світового банку [22], зростання світових процентних ставок, часто спричинене посиленням монетарної політики в розвинених країнах, у поєднанні зі значною девальвацією валют, може суттєво збільшити тягар суверенного боргу для країн, що розвиваються, особливо тих, що мають високий рівень зовнішнього боргу, номінованого в іноземній валюті. Це може призвести до боргової кризи, ускладнюючи для урядів фінансування основних державних послуг та потенційно спричиняючи суверенні боргові кризи.

Нестабільність фінансових ринків. Міжнародні фінансові шоки можуть призвести до значної нестабільності на фінансових ринках країн, що розвиваються, включаючи різке падіння цін на активи (такі як акції та облігації), підвищену волатильність ринків та зниження ліквідності ринків. Ця

нестабільність може порушити функціонування фінансової системи, перешкоджати інвестиціям та підірвати довіру інвесторів.

Скорочення доступності кредитів. Фінансові шоки, що виникають у розвинених країнах, можуть призвести до погіршення умов кредитування в країнах, що розвиваються. Іноземні банки можуть скоротити кредитування цих ринків через зростання неприязні до ризику або обмеження ліквідності у своїх країнах [29]. Аналогічно, вітчизняні фінансові установи в країнах, що розвиваються, можуть стати більш обережними та скоротити кредитування, що призведе до загального скорочення доступності кредитів для підприємств та домогосподарств, що може стримати інвестиції та економічну активність. Посилення монетарної політики США може призвести до скорочення кредитування з боку глобальних банків позичальників у країнах, що розвиваються.

Відтік капіталу. Міжнародні фінансові шоки часто спричиняють значний відтік капіталу з країн, що розвиваються, оскільки інвестори, як внутрішні, так і іноземні, шукають безпечніші активи в розвинених економіках. Ця "втеча до безпеки" може ще більше посилити фінансову нестабільність у країнах, що розвиваються, чинячи тиск на зниження цін на активи та валютних курсів, а також зменшуючи доступність коштів для внутрішніх інвестицій [20].

Негативний вплив на інвестиції та споживання. Зростання вартості запозичень, підвищення економічної невизначеності та зниження вартості активів внаслідок міжнародних фінансових шоків можуть негативно вплинути як на інвестиційні рішення підприємств, так і на споживчі витрати домогосподарств у країнах, що розвиваються. Підприємства можуть відкладати або скасовувати інвестиційні проекти через зростання витрат на фінансування та невизначеність щодо майбутніх економічних умов, тоді як домогосподарства можуть скорочувати свої витрати через зниження рівня добробуту та занепокоєння щодо збереження робочих місць.

Висновки до Розділу 1. У першому розділі магістерської роботи було здійснено теоретичне узагальнення природи міжнародних фінансових шоків та

механізмів їх передачі на національні економіки, зокрема — на економіки країн, що розвиваються.

По-перше, встановлено, що міжнародні фінансові шоки — це несподівані, зовнішні за походженням події чи тенденції, що дестабілізують функціонування фінансових ринків, валютних курсів, потоків капіталу та макроекономічних показників. Вони можуть мати різне походження — від коливань глобальної ліквідності до кризи довіри на фондових чи боргових ринках.

По-друге, теоретичний аналіз дозволив визначити структуру трансмісійного механізму, який функціонує через кілька ключових каналів: торговельний канал (включно з каналом цін на сировинні товари), канал фінансових потоків (включно з каналом очікувань та психологічних ефектів), валютний канал та канал процентних ставок. Кожен із них опосередковує дію міжнародного фінансового шоку на економіку, що розвивається, змінюючи умови фінансування, ціни активів, попит на експорт тощо.

По-третє, з'ясовано, що характер трансмісії шоків значною мірою залежить від рівня відкритості економіки, структури фінансової системи, макроекономічної стабільності та політики національних інституцій. У країнах, що розвиваються, спостерігається підвищена вразливість до таких шоків через обмежений доступ до зовнішнього фінансування, значну частку боргу в іноземній валюті, недосконалість ринкової інфраструктури та низький рівень довіри до регуляторів.

Таким чином, результати теоретичного аналізу підтверджують, що для забезпечення фінансової стабільності в країнах із ринками, що розвиваються, необхідно враховувати не лише природу зовнішніх фінансових шоків, а й внутрішні характеристики економіки, які визначають силу трансмісійного механізму.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВПЛИВУ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ШОКІВ НА ЕКОНОМІКИ КРАЇН, ЯКІ РОЗВИВАЮТЬСЯ

2.1. Огляд емпіричних досліджень трансмісії фінансових шоків

Трансмісія фінансових шоків є активно досліджуваною темою в економіці. Ці емпіричні дослідження намагаються ідентифікувати, кількісно оцінити та зрозуміти канали та механізми, через які фінансові шоки, що виникають в одній частині світу (часто в розвинених країнах), поширюються та впливають на економіки країн, що розвиваються.

Ранні дослідження часто використовували події (event studies) для аналізу впливу конкретних криз (наприклад, азійської фінансової кризи 1997-1998 років, глобальної фінансової кризи 2008-2009 років, боргової кризи Єврозони 2010-2018 років) на ринки країн, що розвиваються. Ці дослідження зосереджувалися на аналізі динаміки ключових макроекономічних та фінансових показників до, під час та після кризи. Більш пізні дослідження використовують структурні векторні авторегресійні моделі (SVAR) та інші економетричні методи для ідентифікації екзогенних фінансових шоків (наприклад, шоків процентних ставок у США, шоків кредитного спреду) та оцінки їхнього впливу на країни, що розвиваються. Ці методи намагаються відокремити шоки від ендогенних реакцій економіки. Деякі дослідження використовують факторні моделі для вилучення глобальних та регіональних фінансових факторів, які можуть бути джерелом шоків, та аналізу їхнього впливу на окремі країни.

Нижче наведено декілька прикладів емпіричних досліджень трансмісії фінансових шоків:

1. C. Reinhart, K. Rogoff. This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises, 2008 [2]. Охоплюючи шістьдесят шість країн на п'яти континентах і вісім століть ця книга представляє всебічний погляд на різновиди фінансових криз, включаючи дефолти урядів, банківські паніки та інфляційні сплески — від середньовічних девальвацій валют до іпотечної катастрофи

субстандартного іпотечного кредитування. Надано широкий історичний огляд причин та наслідків фінансових криз, включаючи ті, що вплинули на країни, що розвиваються.

2. D. Willem te Velde та ін. *The global financial crisis and developing countries*, 2010 [30]. В цьому дослідженні аналізується як світова фінансова криза 2008 року призвела до значного падіння економічного зростання, приватних потоків капіталу, грошових переказів та торгівлі в країнах, що розвиваються.

3. K. Forbes, F. Warnock. *Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment*, 2011 [31]. В цій науковій роботі методом емпіричного аналізу досліджено закономірності припливів та відпливів капіталу та їхній вплив на ринки, що розвиваються.

4. C. Audiguier. *The impact of the global financial crisis on the least developed countries*, 2012 [32]. В цьому дослідженні проводиться економетричний аналіз впливу глобальної фінансової кризи 2008 року на економіки найменш розвинених країн. Показано, що вплив цієї кризи на обсяг виробництва був меншим, ніж очікувалося, для найменш розвинутих країн порівняно з іншими країнами, що розвиваються, що значною мірою пояснюється обвалом експортного попиту. Міжнародна допомога найменш розвиненим країнам відіграла важливу роль у пом'якшенні наслідків світової фінансової кризи.

5. B. Han, *Transmission of Global Financial Shocks: Which Capital Flows Matter?*, 2022 [20]. В цій праці автор проводить аналіз відкритих економік країн, що розвиваються, та робить висновок, що заборгованість у формі акцій та облігацій у місцевій валюті пов'язана з вищою чутливістю фінансових ринків, а потоки портфельних інвестицій є ключовим каналом передачі фінансових потрясінь. Водночас реальні макроекономічні агрегати країн, що розвиваються, є менш чутливими до глобальних фінансових шоків.

6. UN Trade and Development. *UNCTAD calls for a bold international economic agenda to avert another lost decade for developing countries*, 2023 [33]. В цій статті спеціалісти з ЮНКТАД аналізують зростання боргу, підвищення процентних ставок, високі ціни на продовольство у країнах, що розвиваються. В

ній підкреслено зростаючу боргову кризу та недостатню міжнародну підтримку, з якими стикаються країни, що розвиваються, що збільшує їхню вразливість до економічних шоків.

7. O. Faryna, H. Simola. The transmission of international shocks to CIS economies: a global VAR approach, 2018 [34]. В цьому дослідженні Олександр Фарина — начальник відділу досліджень Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ — та Хелі Сімола використовують глобальну векторну авторегресійну модель та приходять до висновку, що країни СНД і Україна, є дуже чутливими до глобальних та регіональних потрясінь. Ця чутливість зросла після глобальної фінансової кризи 2008 року. Модель показує сильну реакцію на шоки з боку РФ та США, а також на шоки світових цін на нафту.

8. N. Renzhi, J. Beirne. Global Shocks and Monetary Policy Transmission in Emerging Markets, 2024 [36]. В цьому дослідженні автори аналізують 24 країни з економіками, що розвиваються, використовуючи панельні локальні проєкції. Вони доходять до висновку, що несприятливі глобальні шоки послаблюють передачу монетарної політики в країнах з економіками, що розвиваються, при цьому вищий рівень фінансового розвитку країни може частково компенсувати цей ефект.

2.2. Аналіз падіння фондового ринку у 2020 році та його наслідків для економік країн, що розвиваються

Взаємопов'язаність глобальних фінансових ринків робить економіки країн, що розвиваються, особливо вразливими до міжнародних фінансових потрясінь. Падіння фондового ринку у 2020 році стало значущою подією в сучасній фінансовій історії, що спричинило далекосяжні наслідки для світової економіки. Це явище є особливо важливим для вивчення механізмів передачі міжнародних фінансових шоків на ринки країн, що розвиваються, оскільки воно виявило їхню чутливість та складність взаємодії з глобальними фінансовими потоками.

Головним каталізатором падіння фондового ринку у 2020 році стала пандемія COVID-19. Швидке поширення вірусу призвело до безпрецедентної нестабільності на ринках через запровадження карантинних обмежень, припинення торгівлі та обмеження на подорожі, що породило значну економічну невизначеність. Інвестори відчували занепокоєння щодо впливу пандемії на прибутковість акцій, що призвело до масового розпродажу.

Швидкість та масштаб падіння ринку в березні 2020 року свідчать про те, що традиційні економічні моделі, які зосереджуються виключно на раціональних діях, можуть бути недостатніми для пояснення таких драматичних подій. Перспектива поведінкової економіки, яка наголошує на психологічних упередженнях, забезпечує важливу призму для розуміння початкової паніки та швидкого розпродажу. Безпрецедентний характер глобальної пандемії створив ситуацію, коли історичні дані та усталені економічні прогнози мали обмежену корисність. Ця невизначеність, у поєднанні з постійним потоком негативних новин, ймовірно, викликала емоційні реакції та стадну поведінку серед інвесторів, що призвело до швидкого розпродажу, який міг бути надмірним з точки зору суто раціональних економічних оцінок [36].

Економічна невизначеність, викликана пандемією, включала побоювання рецесії та безпрецедентних збитків у різних секторах.

Важливим фактором стала також цінова війна на нафтовому ринку між РФ та Саудівською Аравією. Розбіжності щодо скорочення видобутку призвели до різкого падіння світових цін на нафту, що негативно вплинуло на акції енергетичних компаній.

Одночасне виникнення пандемії та нафтової цінової війни створило складний та взаємопідсилюючий шок. Пандемія зменшила попит на нафту через обмеження на подорожі та економічний спад, тоді як цінова війна збільшила пропозицію, що призвело до різкого падіння цін. Це не лише вплинуло на енергетичні компанії, але й мало ширші наслідки для інфляційних очікувань та фінансової стабільності країн-експортерів нафти, багато з яких є країнами, що розвиваються. Різке падіння цін на нафту стало вторинним негативним шоком,

особливо для країн, що розвиваються, залежних від нафтових доходів. Це сприяло посиленню відтоку капіталу та знеціненню валют в цих країнах, ще більше ускладнивши економічні труднощі, спричинені самою пандемією. Невизначеність щодо тривалості та масштабу як пандемії, так і нафтової цінової війни, ймовірно, посилила тривогу інвесторів.

Глобальні перебої в ланцюгах поставок, спричинені карантинами та обмеженнями на авіап перевезення, призвели до затримок у виробництві та вплинули на доходи та ціни акцій компаній. Збої в глобальних ланцюгах поставок виявили вразливість взаємопов'язаних виробничих мереж. Країни, що розвиваються, які часто відіграють важливу роль у цих ланцюгах як постачальники сировини або проміжних товарів, зіткнулися з зупинками виробництва та зниженням попиту, що вплинуло на їхні експортні надходження та загальну економічну активність. Це також мало наслідки для розвинених країн, залежних від цих поставок. Карантини в різних країнах порушили потік товарів і послуг, створивши вузькі місця та дефіцит. Країни, що розвиваються, особливо ті, що інтегровані в глобальні виробничі ланцюги поставок, зазнали як обмежень з боку пропозиції (неможливість отримати необхідні ресурси), так і шоків з боку попиту (зменшення замовлень від розвинених країн), що призвело до зниження виробництва.

Побоювання рецесії та криза ліквідності на ринку також сприяли падінню.

Інверсія кривої прибутковості казначейських облігацій США на початку 2020 року була попереджувальним сигналом потенційної рецесії.

Інверсія кривої прибутковості казначейських облігацій США перед пандемією свідчить про те, що світова економіка, можливо, вже зіткнулася з труднощами. Пандемія потім виступила тригером, який посилив ці приховані вразливості, призвівши до більш серйозного та швидкого падіння ринку, ніж могло б статися за інших обставин. Це підкреслює важливість моніторингу попередніх економічних умов при оцінці потенційного впливу зовнішніх шоків. Інвертована крива прибутковості часто інтерпретується як сигнал про неминучу

рецесію. Її наявність перед пандемією свідчить про те, що довіра інвесторів до майбутнього економічного зростання вже була крихкою. Пандемія потім виступила каталізатором, який штовхнув економіку в різкий спад, підтверджуючи сигнал від кривої прибутковості.

Торговельні війни між Китаєм та США також були джерелом попередньої волатильності на ринку. Торговельна напруженість між США та Китаєм вже створила клімат невизначеності та волатильності на світових ринках. Ця попередня нестабільність могла зробити інвесторів більш чутливими до негативних новин та посилити їхню реакцію на пандемію, сприяючи серйозності падіння фондового ринку. Торговельна війна порушила усталені торговельні відносини та створила побоювання щодо майбутнього глобального економічного зростання. Цей підвищений рівень невизначеності, ймовірно, зробив інвесторів більш схильними до панічного розпродажу, коли пандемія постала як нова та значна загроза [37].

Хронологія падіння фондового ринку.

Падіння розпочалося близько 20 лютого 2020 року, посилилося в березні та завершилося приблизно 7 квітня 2020 року.

Попередній пік був зафіксований 12 лютого 2020 року.

Ключові дати значних падінь включають:

- ✓ 24-28 лютого — глобальні ринки різко впали;
- ✓ 9 березня "Чорний понеділок I" — значні падіння основних індексів (наприклад, Dow Jones — 7,79%);
- ✓ 12 березня "Чорний четвер" — подальші суттєві зниження (наприклад, Dow Jones — 9,99%);
- ✓ 16 березня "Чорний понеділок II" — найбільші одноденні падіння на багатьох світових ринках (наприклад, Dow Jones — 12,93%).

Скупчення цих "чорних днів" протягом короткого періоду в березні підкреслює швидку ескалацію страху та невизначеності серед інвесторів. Зростаюча величина щоденних падінь, що досягла кульмінації в "Чорний понеділок II", свідчить про поглиблення паніки, оскільки глобальне поширення

та потенційний економічний вплив пандемії ставали все більш очевидними. Послідовні великі падіння ринкових індексів свідчать про самопідсилюючий цикл негативного настрою. Зі зниженням цін маржинальні вимоги могли спровокувати подальший продаж, а зростаюче висвітлення пандемії в новинах, ймовірно, посилює страхи інвесторів, що призвело до більшої ліквідації активів.

У березні на Нью-Йоркській фондовій біржі через значні розпродажі було активовано механізми припинення торгів. Застосування механізмів припинення торгів є яскравим показником надзвичайної волатильності ринку та потенціалу повного обвалу. Ці механізми, розроблені для тимчасового припинення торгівлі в періоди швидкого падіння, активувалися кілька разів, що свідчить про те, що природний механізм ціноутворення на ринку був перевантажений продажами, спричиненими панікою. Механізми припинення торгів є регуляторною реакцією на історичні ринкові крахи, спрямованою на забезпечення паузи, яка дозволяє інвесторам переоцінити ситуацію та потенційно запобігти подальшим ірраціональним, каскадним розпродажам. Їхнє неодноразове використання в березні 2020 року підкреслює винятковий характер ринкового стресу протягом цього періоду.

Падіння спричинило короткочасний "ведмежий" ринок, і в квітні 2020 року світові фондові ринки знову увійшли в фазу "бичачого" ринку. Однак деяким індексам знадобилося більше часу, щоб повернутися до рівнів, що були до падіння. Надзвичайно швидке відновлення після падіння відрізняє подію 2020 року від багатьох історичних "ведмежих" ринків. Цей швидкий розворот свідчить про потужний вплив скоординованих та агресивних заходів політики з боку центральних банків та урядів усього світу, спрямованих на вливання ліквідності та відновлення довіри. Однак той факт, що деяким індексам знадобився більше часу для відновлення, вказує на те, що основні економічні збитки та невизначеність не були негайно усунені. Швидкість та масштаб заходів грошово-кредитної та фіскальної політики, вжитих у всьому світі, ймовірно, відіграли значну роль у зупиненні падіння ринку та сприянні відновленню. Зниження процентних ставок, кількісне пом'якшення та пряма фінансова підтримка

домогосподарств та підприємств допомогли стабілізувати фінансові ринки та підтримати економічну активність.

Падіння фондових ринків мало глобальний характер (див. табл. 2.2.1.).

Таблиця 2.2.1.

**Відсоткове падіння основних світових фондових індексів під час
краху 2020 року**

Фондовий індекс	Дата піку (до краху)	Дата найнижчої точки (під час краху)	Відсоткове падіння (від піку до найнижчої точки)
Dow Jones Industrial Average	12 лютого 2020 року	23 березня 2020 року	37%
S&P 500	19 лютого 2020 року	23 березня 2020 року	34%
FTSE 100	17 січня 2020 року	23 березня 2020 року	34%
DAX	19 лютого 2020 року	18 березня 2020 року	39%
CAC 40	19 лютого 2020 року	16 березня 2020 року	40%
Nikkei 225	20 січня 2020 року	19 березня 2020 року	33%
MSCI Emerging Markets Index	17 січня 2020 року	23 березня 2020 року	16%

Джерело: [38, власні розрахунки].

Dow Jones Industrial Average (Промисловий індекс Доу-Джонса) — біржовий індекс акцій 30 найбільших американських підприємств, створений у 1896 році редактором The Wall Street Journal і співзасновником Dow Jones & Company Чарльзом Доу. Є найстарішим індексом цінних паперів у США.

S&P 500 — фондовий індекс, у кошик якого включено 500 акціонерних компаній США, що мають найбільшу капіталізацію. Складається компанією Standard & Poor's. Вперше був розрахований 4 березня 1957 року.

FTSE 100 (Financial Times Stock Exchange 100 Index) — британський фондовий індекс, що вираховується на основі котирувань акцій 100 найбільших за ринковою капіталізацією компаній на Лондонській фондовій біржі. Розраховується з 1984 року.

DAX (нім. Deutscher Aktienindex) — найважливіший фондовий індекс Німеччини. Він розраховується як середнє зважене за капіталізацією цін акцій сорока найбільших акціонерних компаній Німеччини. Індекс також враховує дивіденди за акціями, припускаючи, що дивіденд реінвестується в акцію, на яку його нараховано. Отже, індекс відображає сумарний дохід на капітал. DAX було запроваджено 1 липня 1988 року.

CAC 40 — головний фондовий індекс Франції, який розраховується на основі котирувань 40 найбільших за капіталізацією компаній на біржі Euronext Paris. Заснований в 1987 році.

Nikkei 225 — один з найважливіших фондових індексів Японії. Індекс обчислюється як просте середнє арифметичне цін акцій 225 найбільших компаній першої секції Токійської фондової біржі. Вперше цей індекс був опублікований 7 вересня 1950.

MSCI Emerging Markets Index охоплює компанії з великою та середньою капіталізацією у 24 країнах, що розвиваються. Він складається з 1250 елементів та охоплює приблизно 85% ринкової капіталізації, скоригованої на вартість акцій, що перебувають у вільному обігу, в кожній країні.

Порівняння відсоткових падінь основних світових індексів показує, що, хоча падіння було широко поширеним, величина впливу варіювалася. Падіння індексу MSCI Emerging Markets Index видається менш серйозним, ніж деяких індексів розвинених ринків (наприклад, Dow Jones, DAX, CAC 40). Це може свідчити про те, що ринки країн, що розвиваються, хоча, безумовно, постраждали, могли продемонструвати певну відносну стійкість на початковому етапі падіння, можливо, через різні бази інвесторів, регуляторні умови або характер їхніх економічних ризиків. Однак подальші економічні наслідки для країн, що розвиваються, були більш серйозними та довготривалими. Початкова реакція фондового ринку відображає миттєві настрої інвесторів та їхню схильність до ризику. Відносно менше падіння індексу ринків, що розвиваються, може бути пов'язане з таким фактором, як менша участь міжнародних інвесторів порівняно з розвиненими ринками, або з тим, що деякі економіки, що

розвиваються, були краще підготовлені до подолання початкової кризи охорони здоров'я.

Пандемія COVID-19 та падіння фондового ринку у 2020 році мали каскад наслідків для економік країн, що розвиваються. Серед них були як безпосередні та короткострокові, так і довгострокові наслідки.

Падіння фондового ринку стало сигналом початку рецесії COVID-19, найглибшої з часів Другої світової війни. Реальний ВВП економік країн, що розвиваються, скоротився на 2,6% у 2020 році [39], що стало їхнім першим сукупним скороченням за щонайменше шістдесят років. Той факт, що країни з економікою, що розвивається, пережили перше колективне економічне скорочення за шістдесят років, підкреслює глибокий та широкомасштабний характер шоку. Це свідчить про взаємопов'язаність світової економіки та нездатність навіть швидкозростаючих регіонів, що розвиваються, відокремитися від серйозного глобального спаду. Хоча економіки, що розвиваються, часто демонструють вищі темпи зростання, ніж розвинені економіки, ця подія демонструє їхню вразливість до зовнішніх шоків, що виникають у розвинених країнах. Одночасне скорочення в такій різноманітній групі країн свідчить про справді глобальну кризу, що впливає на всі рівні економічного розвитку.

Фінансова криза призвела також до зниження доходів на душу населення у країнах, що розвиваються, на 3,6%. Значне зниження доходів на душу населення має серйозні соціальні та економічні наслідки. Зводячи нанівець прогрес у боротьбі з бідністю та потенційно призводячи до довгострокових втрат людського капіталу, цей вплив виходить за межі просто економічної статистики. Зниження доходів може призвести до зменшення споживання, що вплине на місцевий бізнес та ще більше сповільнить економічну активність. Це також може змусити сім'ї скоротити витрати на найнеобхідніше, такі як освіта та охорона здоров'я, що призведе до довгострокових негативних наслідків для людського капіталу та майбутньої продуктивності.

Ще одним безпосереднім наслідком кризи стали безпрецедентні розвороти потоків капіталу. Зниження глобального апетиту до ризику призвело

до значного відтоку капіталу з країн, що розвиваються. Кредитні спреди зросли, а валюти країн, що розвиваються, швидко знецінилися. "Раптова зупинка" потоків капіталу до країн з економікою, що розвивається, створила значний фінансовий шок. Це не лише зменшило доступність іноземного фінансування для інвестицій та зростання, але й створило тиск на місцеві фінансові системи та збільшило ризик боргових криз, особливо для країн з високим рівнем боргу, номінованого в доларах США. Зі збільшенням глобальної несхильності до ризику інвестори виводили свої інвестиції з ринків, що розвиваються, що призвело до зменшення попиту на валюти цих країн та зростання їхніх обмінних курсів щодо безпечніших валют, таких як долар США. Це знецінення ускладнює для країн з економікою, що розвиваються, обслуговування своїх боргів, номінованих у доларах США.

Пандемія викликала колапс індустрії туризму та гостинності. Сильно постраждали країни, що розвиваються, які залежать від цих секторів для зростання. Для багатьох економік, що розвиваються, туризм є життєво важливим джерелом надходження іноземної валюти та зайнятості. Колапс цього сектору мав руйнівний вплив, особливо на малі острівні держави та країни з сильною туристичною галуззю. Обмеження на подорожі та страх перед вірусом призвели до майже повного припинення міжнародного туризму. Це спричинило масові звільнення в готелях, ресторанах, авіакомпаніях та суміжних галузях, що значно вплинуло на загальну економіку країн, що розвиваються, залежних від туризму.

Пандемія та локдауни призвели також до серйозних збоїв в торгівлі та дефіциту багатьох товарів. Закриття кордонів та перебої в ланцюгах поставок вплинули на торгівлю, що призвело до дефіциту товарів першої необхідності та вплинуло на експортні доходи. Збої в глобальних ланцюгах поставок виявили залежність багатьох економік, що розвиваються, від міжнародної торгівлі. Зниження експортного попиту з боку розвинених країн та труднощі з імпортом товарів першої необхідності, включаючи медичне обладнання та продовольство, створили значні економічні проблеми та потенційні гуманітарні кризи. Карантини та закриття кордонів порушили потік товарів, що призвело до

затримок, збільшення витрат та зменшення обсягів торгівлі. Країни, що розвиваються, залежні від експорту сировини або промислових товарів до розвинених країн, зіткнулися зі зниженням попиту, тоді як ті, що залежать від імпорту для товарів першої необхідності, зазнали дефіциту та зростання цін.

Ще одним наслідком кризи стало знецінення місцевих валют. Інвестори виводили капітал з цінних паперів ринків, що розвиваються, що призвело до знецінення місцевих валют щодо долара США. Широко поширене знецінення валют у країнах з економікою, що розвиваються, мало численні негативні наслідки. Це збільшило вартість імпорту, потенційно призводячи до зростання інфляції, а також зробило дорожчим обслуговування боргу, номінованого в доларах США, у місцевій валюті, збільшуючи ризик боргової кризи. Відтік капіталу та підвищена неохочість до ризику призвели до зниження попиту на валюту країн з економікою, що розвиваються, що спричинило падіння їхньої вартості щодо сильніших валют, таких як долар США. Це зробило імпортні товари дорожчими, прискорило інфляцію та збільшило вартість погашення доларових кредитів у місцевій валюті.

Також мало місце й зниження довіри інвесторів до ринків країн, що розвиваються. Невизначеність призвела до панічного розпродажу та удару по довірі інвесторів на ринках, що розвиваються. Підрив довіри інвесторів ускладнив залучення іноземних інвестицій країнами, що розвиваються, які мають вирішальне значення для їхнього довгострокового зростання та розвитку. Це мало тривалі наслідки для їхньої здатності фінансувати інфраструктурні проекти та інші інвестиції, необхідні для економічного прогресу. Глобальне падіння фондового ринку створило атмосферу страху та невизначеності, що змусило інвесторів стати більш неохочими до ризику та менш охоче інвестувати в активи країн, що розвиваються, які сприймалися як більш ризиковані порівняно з розвиненими ринками. Це зменшення прямих іноземних інвестицій та портфельних потоків негативно вплинуло на економічне зростання та розвиток цих країн.

Основними довгостроковими наслідками фінансової кризи 2020 року та пандемії COVID-19 стали зростання бідності та нерівності, тривалий негативний вплив на розвиток людського капіталу, прискорення цифровізації та зростання державного боргу.

Непропорційні втрати доходів серед незахищених верств населення посилили існуючу нерівність та збільшили глобальну бідність. Зростання бідності та нерівності як усередині країн, так і між ними, може мати тривалі соціальні та політичні наслідки в країнах, що розвиваються, потенційно призводячи до посилення соціальних заворушень та перешкоджаючи інклюзивному зростанню. Пандемія непропорційно сильно вдарила по вразливих верствах населення в країнах, що розвиваються, що призвело до втрати робочих місць та зниження доходів, які штовхнули багатьох за межу бідності. Це розширення нерівності доходів створює соціальну напругу та ускладнює досягнення сталого та справедливого розвитку.

Перерви в навчанні та доступі до первинної медичної допомоги, ймовірно, матимуть довгострокові наслідки. Збої в освіті та охороні здоров'я можуть мати серйозні довгострокові наслідки для розвитку людського капіталу в країнах з економікою, що розвивається. Втрати у навчанні та обмежений доступ до медичної допомоги можуть знизити майбутню продуктивність, потенціал заробітку та загальну якість життя, увічнюючи цикли бідності. Закриття шкіл та перевантажені системи охорони здоров'я в країнах, що розвиваються, призвели до значних відставань в освіті та погіршення стану здоров'я. Ці фактори можуть мати тривалі негативні наслідки для навичок та добробуту населення, перешкоджаючи довгостроковому економічному розвитку.

Пандемія прискорила триваючу цифровізацію економік, з невизначеним довгостроковим впливом на продуктивність. Швидке впровадження цифрових технологій у країнах з економікою, що розвиваються, може призвести до значних довгострокових вигод у плані підвищення ефективності, доступу до інформації та послуг, а також створення нових економічних можливостей. Однак це також вимагає подолання цифрової нерівності та інвестицій у цифрову грамотність та

інфраструктуру, щоб забезпечити широке поширення цих вигод. Зростання залежності від цифрових платформ для роботи, освіти та комерції під час пандемії підкреслило важливість цифрової інфраструктури та навичок. Країни, що розвиваються, які інвестують у ці сфери, можуть отримати довгострокові вигоди у плані продуктивності та конкурентоздатності, але вони також повинні вирішувати питання доступу та доступності, щоб запобігти подальшій маргіналізації населення, виключеного з цифрового простору.

Великі фіскальні заходи у відповідь на кризу призвели до глобального зростання державного боргу, що викликало занепокоєння щодо його стійкості, особливо в країнах, що розвиваються. Зростання державного боргу у багатьох країнах, що розвиваються, може створити значні фіскальні проблеми в довгостроковій перспективі, потенційно витісняючи інвестиції в основні державні послуги та перешкоджаючи їхній здатності реагувати на майбутні кризи. Стратегії сталого управління боргом матимуть вирішальне значення для забезпечення довгострокової економічної стабільності. Хоча фіскальне стимулювання було необхідним для пом'якшення безпосереднього впливу кризи, отримане в результаті збільшення рівня боргу може зробити країни, що розвиваються, більш вразливими до майбутніх економічних шоків. Високі витрати на обслуговування боргу можуть відволікати ресурси від важливих інвестицій у такі сфери, як освіта, охорона здоров'я та інфраструктура.

Трансмісійний механізм передачі фінансового шоку 2020 року на ринки країн, що розвиваються, проявився через п'ять основних каналів.

По-перше, були порушені торговельні зв'язки між країнами. Глобальна рецесія призвела до зниження міжнародної торгівлі, що було посилено збоями в ланцюгах поставок та обмеженим доступом до торговельного фінансування. Фінансові потрясіння як у країнах-експортерах, так і в країнах-імпортерах обмежили доступ фірм до капіталу та знизили попит на продукцію. Значний вплив торговельних зв'язків підкреслює вразливість економік країн, що розвиваються, до спадів у їхніх основних торговельних партнерів, як правило, розвинених країн. Криза продемонструвала, як синхронізована глобальна рецесія

може серйозно обмежити експортний попит, що є критичним двигуном зростання для багатьох країн, що розвиваються. Крім того, порушення каналів торговельного фінансування посилило ці наслідки, обмеживши здатність фірм здійснювати міжнародну торгівлю. Оскільки розвинені економіки переживали карантини та зниження економічної активності, їхній попит на товари та послуги з країн, що розвиваються, різко впав. Це безпосередньо зменшило експортні надходження країн, що розвиваються.

По-друге, відбулося фінансове «зараження». Зростання взаємопов'язаності глобальних фінансових ринків дозволило шоку швидко поширюватися через кордони. Пандемія COVID-19 збільшила рівень поширення ризику та взаємопов'язаність фінансових ринків, причому країни, що розвиваються, зазнали швидкого зростання поширення ризику під час спалаху. Швидке фінансове «зараження» підкреслює зростаючу інтеграцію країн, що розвиваються, у світову фінансову систему. Хоча ця інтеграція може приносити вигоди в періоди стабільності та зростання, вона також робить ці економіки більш сприйнятливими до шоків, що виникають в інших частинах світу. Зростання взаємопов'язаності ризиків під час пандемії свідчить про порушення переваг диверсифікації, оскільки кореляції між ринками значно зросли. Панічний розпродаж на розвинених фондових ринках спровокував подібну реакцію на багатьох ринках країн, що розвиваються, навіть якщо місцеві економічні основи спочатку не постраждали так сильно. Цей ефект «переливу», ймовірно, був зумовлений такими факторами, як підвищена несхильність до ризику серед глобальних інвесторів, які могли розпродавати активи в усіх напрямках, та дії інституційних інвесторів, які управляють глобальними портфелями.

По-третє, погіршилися настрої та очікування інвесторів. Настрої інвесторів відіграють значну роль у міжнародній волатильності ринку та передбачуваності прибутків. Негативні настрої на світових ринках, спричинені пандемією та падінням знизили апетит інвесторів до активів у країнах, що розвиваються. Роль настроїв інвесторів як каналу передачі підкреслює важливість психологічних факторів на фінансових ринках. Пандемія створила

всеосяжне відчуття страху та невизначеності, що призвело до зниження "тваринних інстинктів" та більшої переваги безпечних активів. Це негативно вплинуло на країни, що розвиваються, зменшивши приплив інвестицій та потенційно призвівши до відтоку капіталу, незалежно від їхньої індивідуальної економічної ситуації. Негативні глобальні настрої, підживлені пандемією та падінням фондового ринку, зробили інвесторів більш несхильними до ризику та менш охоче розміщувати капітал на ринках, що розвиваються, які часто сприймаються як більш ризиковані, ніж розвинені ринки. Це зниження довіри інвесторів стало значною перешкодою для країн, що розвиваються, які прагнуть залучити іноземні інвестиції.

По-четверте, великий вплив мав канал цін на сировинні товари. Глобальна рецесія на початку 2020 року призвела до масового обвалу цін на сировинні товари, після чого відбулося різке відновлення. Ця волатильність значно вплинула на країни, що розвиваються, які залежать від експорту сировини. Канал шоку цін на сировинні товари непропорційно сильно вплинув на країни, що розвиваються, з високою залежністю від експорту первинних сировинних товарів. Початковий обвал цін створив значний шок умов торгівлі, зменшивши їхні експортні надходження та потенційно призвівши до фіскальних дефіцитів та накопичення боргу. Хоча подальше відновлення принесло певне полегшення, сама волатильність створила невизначеність та проблеми для економічного планування. Різке зниження світового попиту через пандемію призвело до значного падіння цін на сировинні товари, що вплинуло на експортні надходження багатьох країн, що розвиваються, які значною мірою залежать від експорту сировини. Ця раптова втрата доходів створила економічні труднощі та фіскальні проблеми. Подальше відновлення цін сприяло певному відновленню, але початковий шок мав довготривалі наслідки.

І наостанок, фінансовий шок передавався через канал потоків капіталу. Посилення міжнародних кредитних обмежень погіршило здатність країн, що розвиваються, рефінансувати короткостроковий доларовий борг, що призвело до погіршення балансів позичальників та різкого зростання вартості капіталу.

Раптова зупинка потоків капіталу виступила критичним механізмом передачі фінансових потрясінь. Країни, що розвиваються, часто покладаються на міжнародні запозичення, особливо в доларах США. Посилення кредитних ринків ускладнило та здорожчало для них доступ до цього фінансування, що потенційно призвело до боргових криз та перешкоджало їхній здатності фінансувати необхідні інвестиції та реагувати на пандемію. Зі збільшенням глобальної неохочності до ризику міжнародні кредитори стали менш охоче кредитувати країни, що розвиваються, або ж вимагали вищих процентних ставок для компенсації за сприйнятий підвищений ризик. Цей зменшений доступ до міжнародного капіталу та вищі витрати на запозичення створили значний фінансовий тиск на країни, що розвиваються.

2.3. Дії центральних банків і урядів країн, що розвиваються, у відповідь на міжнародні фінансові шоки 2020 року

Міжнародні фінансові шоки 2020 року, спричинені пандемією COVID-19, стали безпрецедентним викликом для економік усього світу, особливо для країн, що розвиваються. Ці шоки включали різке погіршення настроїв інвесторів, значний відтік капіталу, падіння цін на сировину, знецінення валют та зростання вартості запозичень. У відповідь на ці події центральні банки та уряди країн, що розвиваються, вжили низку скоординованих та інноваційних заходів, спрямованих на мінімізацію негативних наслідків та підтримку економічної стабільності.

За впливом на ринки країн, що розвиваються, у новітній економічній історії ці шоки можна порівняти хіба що зі світовою фінансовою кризою 2008 року та шоками 2015-2016 років, які хоч і не призвели до глобальної економічної кризи, але викликали значний стрес, уповільнення зростання, відтік капіталу та девальвацію валют у багатьох країнах, що розвиваються.

Далі розглянемо рішення центральних банків країн, які розвиваються, щодо їх процентної політики під час світової фінансової кризи 2008 року та

фінансових шоків 2015 року і порівняємо їх з рішеннями під час глобальної фінансової турбулентності через пандемію COVID-19 2020 року.

Для аналізу я вибрав наступні стресові періоди (100 днів кожний):

1. Світова фінансова криза 2008 року — з 8 вересня до 17 грудня 2008 року (7 вересня 2008 року відбулось федеральне поглинання Fannie Mae та Freddie Mac).

2. Фінансова криза 2015 року в країнах, що розвиваються (пов'язана з закінченням буму цін на сировинні товари та різким зміцненням курсу долара США) — 2 листопада 2015 року до 10 лютого 2016 року.

3. Світова фінансова криза 2020 року через пандемію COVID-19 — 3 лютого до 13 травня 2020 року.

Серед приблизно 140 країн, які відносяться до тих, що розвиваються, я вибрав для дослідження наступні десять: в Європі — Україна, Польща, Угорщина, Туреччина; в Латинській Америці — Мексика, Бразилія, Колумбія; в Азії — Індонезія та Таїланд; в Африці — Замбія. Всі ці країни є цікавими, динамічними та мають великий економічний потенціал. На мій погляд, ця вибірка є достатньо збалансованою, але, звичайно, може бути недостатньо репрезентативною.

Головним інструментом, яким центральний банк регулює вартість грошей у національній економіці, є облікова ставка. Зміна цієї ставки впливає на інші процентні ставки в економіці (за кредитами, депозитами, облігаціями), стимулюючи або обмежуючи економічну активність та впливаючи на інфляцію. Аналіз змін процентних ставок показує прямі дії центрального банку у відповідь на кризу — наскільки агресивно він намагався пом'якшити її економічні наслідки шляхом зниження вартості запозичень або, навпаки, чи був змушений підвищувати ставки для захисту валюти чи боротьби з інфляцією.

Обмінний курс національної валюти до долара США є ключовим показником зовнішньої стійкості ринку країни, що розвивається, а також важливим каналом передачі фінансового шоку.

На рисунках 2.3.1., 2.3.2. та 2.3.3. показані зміни відсоткових ставок та обмінного курсу національних валют до долара США в періоди фінансових шоків 2008, 2015 та 2020 років.

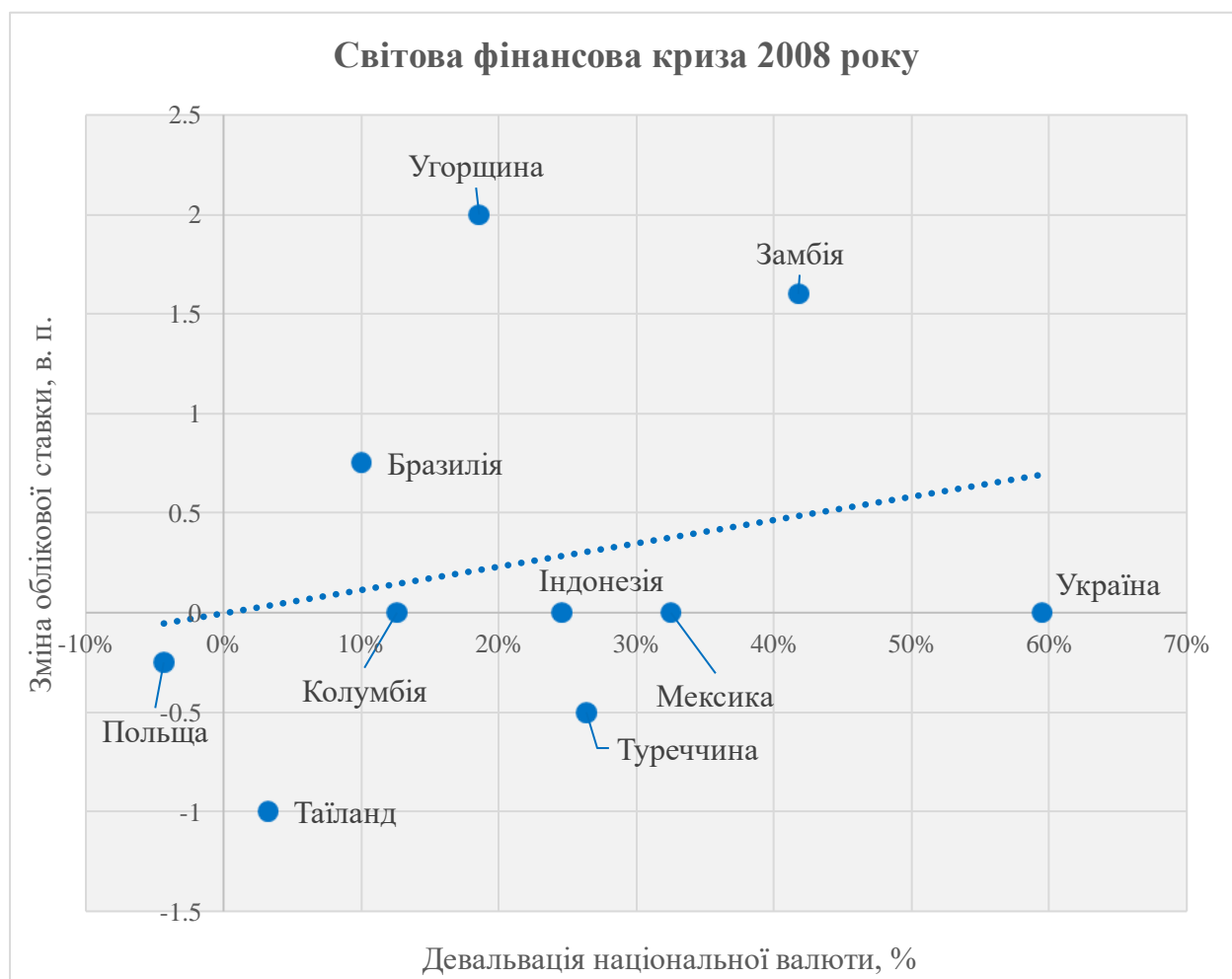


Рис. 2.3.1. Зміни облікових ставок та девальвація національних валют під час світової фінансової кризи 2008 року.

Джерело: [38, власні розрахунки (див. Додаток А)].

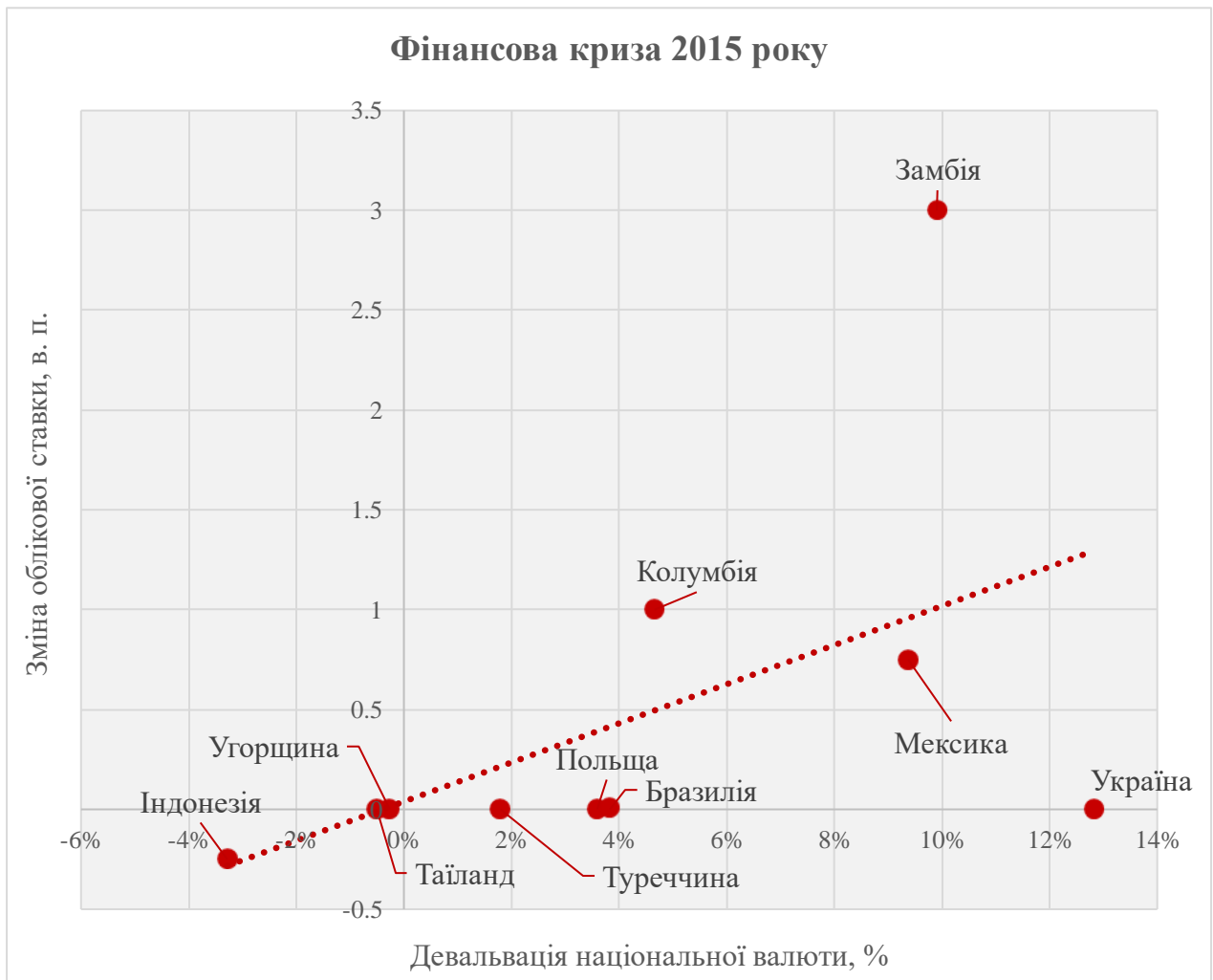


Рис. 2.3.2. Зміни облікових ставок та девальвація національних валют під час фінансових шоків 2015 року.

Джерело: [38, власні розрахунки (див. Додаток Б)].

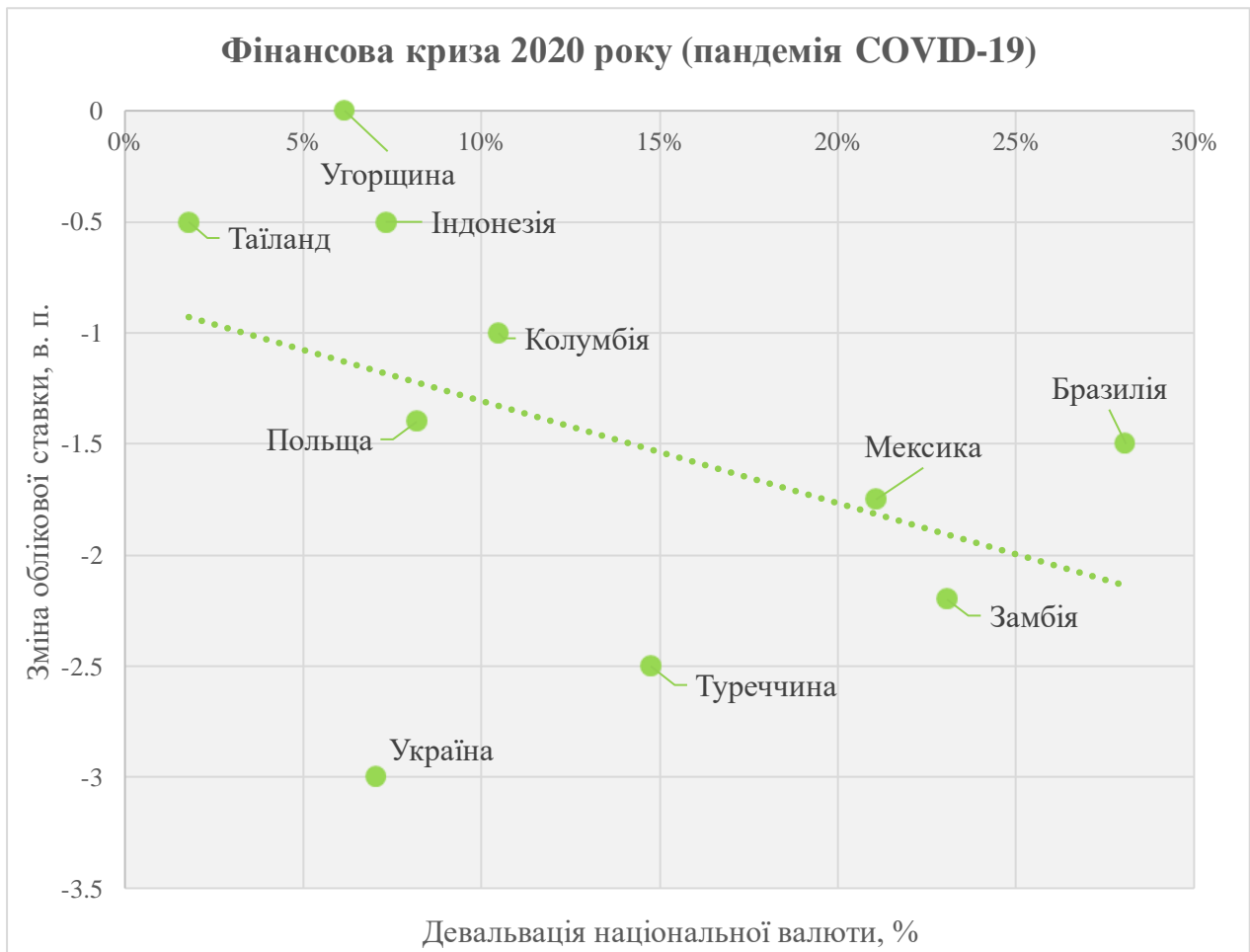


Рис. 2.3.3. Зміни облікових ставок та девальвація національних валют під час фінансової кризи 2020 року.

Джерело: [38, власні розрахунки (див. Додаток В)].

Зазвичай в умовах кризи центральні банки в економіках, що розвиваються, на відміну від розвинених, змушені проводити стримувальну грошово-кредитну політику та підвищувати відсоткові ставки через вплив капіталу і знецінення національних валют, що призводить до сплеску інфляції. Однак в умовах кризи 2020 року економіки, що розвиваються, чинили інакше: знижували ставки й агресивно пом'якшували монетарну політику. Ба більше, деякі країни, що розвиваються, вперше запустили програми кількісного пом'якшення, що раніше використовували тільки країни з розвиненими ринками.

Настільки нетипова реакція стала можливою завдяки двом факторам: особливостям ситуації в економіках країн, що розвиваються і діям розвинених країн.

На початку 2020 року економіки більшості країн, що розвиваються, перебували на спадній фазі бізнес-циклу, коли сукупний попит залишався нижчим за свій потенційний рівень. Водночас інфляційні очікування були відносно стабільними — у більшості регіонів спостерігалася незначна або відсутня різниця між фактичною інфляцією та прогнозованим рівнем на наступний рік. Це знижувало чутливість інфляції до коливань валютного курсу і створювало умови для зниження ключових процентних ставок без істотного посилення інфляційного тиску.

Для порівняння, у 2008 році, напередодні глобальної фінансової кризи, більшість країн із ринками, що розвиваються, перебували на етапі економічного піднесення. У цих умовах центральні банки зосереджували свої зусилля на стримуванні інфляційних очікувань, які залишалися підвищеними в регіонах Латинської Америки, Азії та інших країнах, що розвиваються. Це обмежувало можливості для пом'якшення монетарної політики: зниження облікових ставок було ускладнене, а в окремих випадках — зокрема в Бразилії, Угорщині та Замбії — регулятори були змушені вдаватися до їх підвищення. Подібна ситуація спостерігалася і в 2015 році, коли ослаблення валют спричиняло зростання інфляційних очікувань, що змушувало центробанки країн, як-от Мексики, Колумбії та Замбії, реагувати посиленням монетарної політики.

У 2020 році рівень інфляції та інфляційних очікувань у більшості країн з економіками, що розвиваються, залишався близьким до цільових орієнтирів. Це, у поєднанні з різким скороченням обсягів виробництва внаслідок пандемічного шоку та перебування економік на низхідній фазі ділового циклу, створювало сприятливі умови для проведення м'якої монетарної політики.

Як видно на рисунку 2.3.3. всі десять досліджуваних країн (крім Угорщини, де облікова ставка вже і так була вкрай низькою — 0,9%) активно

знижували відсоткові ставки впродовж 100 перших днів після початку фінансового шоку.

Під час кризи 2020 року суттєвим сприятливим чинником для центральних банків країн, що розвиваються, став інституційний прогрес, досягнутий протягом останніх двох десятиліть. Зростання незалежності монетарних регуляторів і підвищення довіри до їхньої політики сприяли зменшенню чутливості інфляційних очікувань до внутрішніх шоків та наближенню довгострокових очікувань до встановлених інфляційних цілей. Це, у свою чергу, знизило ступінь перенесення валютного курсу на інфляцію та забезпечило додаткову стабільність інфляційної динаміки. Завдяки цьому центральні банки отримали можливість пом'якшувати грошово-кредитну політику у відповідь на скорочення економічної активності без істотного ризику для цінової стабільності.

Ще одним значним фактором ризику для країн з економіками, що розвиваються, є курс долара США. Зростання курсу долара негативно впливає на темпи економічного зростання цих країн через фінансові канали, які пов'язані із зовнішнім доларовим боргом та присутністю іноземних інвесторів на ринках облігацій у місцевих валютах.

У 2020 році швидкі дії центральних банків розвинених країн стримали зростання курсу долара США та заспокоїли нестабільність на світових фінансових ринках. На рисунку 2.3.4. показана динаміка торгово-зваженого індексу долара США, також відомого як широкий індекс, під час фінансових шоків 2008, 2015 та 2020 років. Цей індекс є показником вартості долара США відносно інших світових валют.

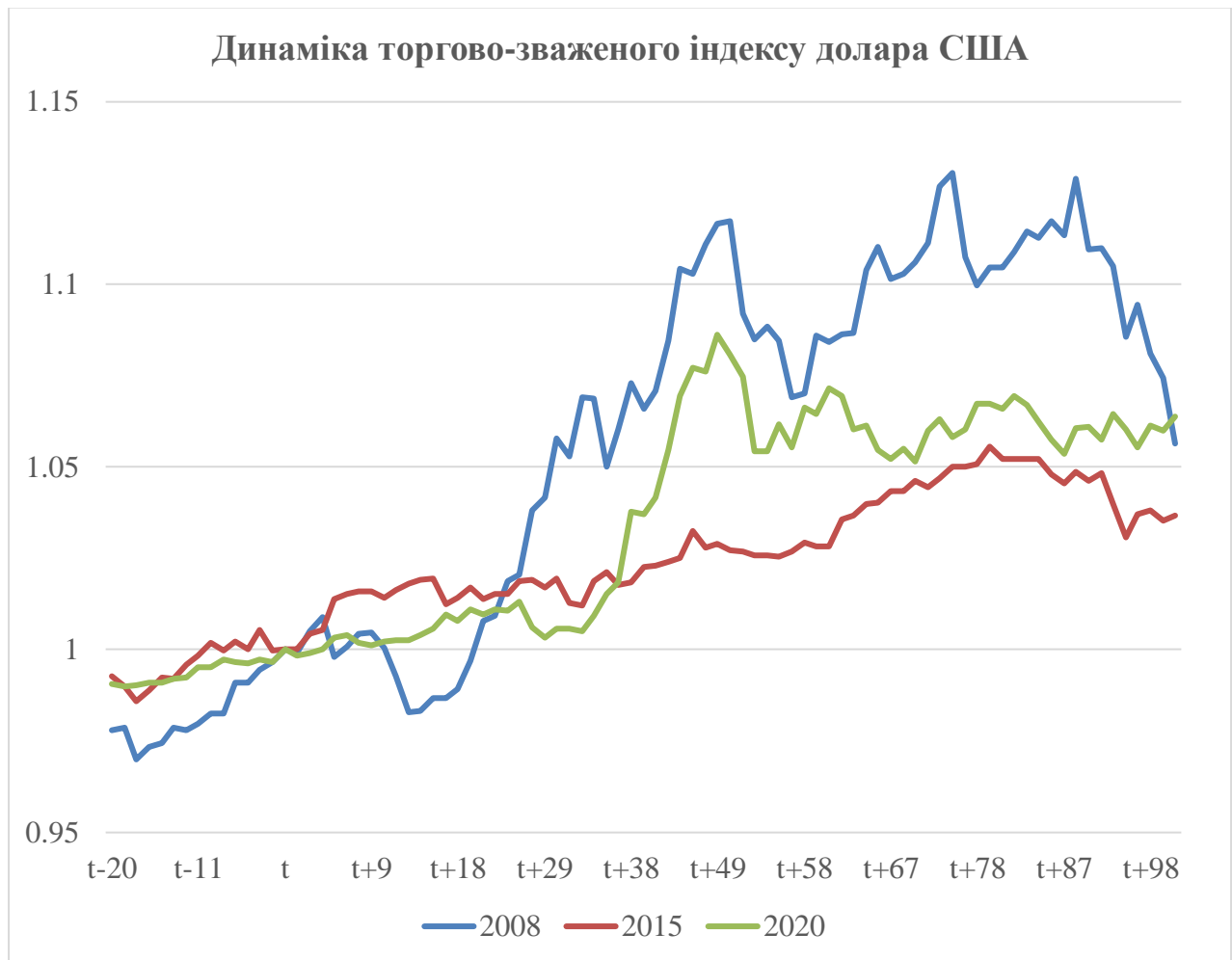


Рис. 2.3.4. Динаміка торгово-зваженого («широкого») індексу долара США під час фінансових криз 2008, 2015 та 2020 років.

Джерело: [41, власні розрахунки (див. Додаток Д)].

Всього кілька тижнів знадобилось центральним банкам розвинених країн, щоб впровадити заходи, на активацію яких під час світової фінансової кризи 2008 року пішли місяці [40]. Ці дії, особливо ті, що були здійснені Федеральною резервною системою, були сміливішими і ширшими порівняно з іншими кризами і розширили роль центральних банків до ролі маркет-мейкера останньої інстанції. Крім того, своп-лінії Федеральної резервної системи та механізм репо FIMA подолали гострий стрес на ринках фінансування в доларах США та надали країнам з економіками, що розвиваються, доступ до доларової ліквідності. Вплив цієї політики на фінансові ринки був негайним. Довгострокова процентна ставка

в США досягла свого мінімального рівня в березні, а потім відновила. Водночас, широкий індекс долара США призупинив своє різке зростання і почав повільно знижуватись. Комерційні банки були добре капіталізовані, тому вони продовжували надавати транскордонні кредити, що також сприяло покращенню зовнішнього фінансового середовища. Коли фінансові ринки стабілізувалися, центральні банки країн, що розвиваються, змогли агресивно знижувати ставки, незважаючи на відтік капіталу та зниження обмінного курсу національних валют.

Сукупна дія вищезазначених чинників дала змогу більшості країн із економіками, що розвиваються, забезпечити скоординовану фіскальну та монетарну реакцію на кризові явища. Збільшення державних видатків у межах стимулюючої фіскальної політики, поєднане з пом'якшенням грошово-кредитних умов, сприяло взаємному посиленню впливу обох інструментів на підтримку економічної активності.

Отже, центральні банки країн, що розвиваються, відіграли ключову роль у реагуванні на фінансові шоки 2020 року, використовуючи широкий спектр інструментів:

1. Зниження облікових ставок. Багато центральних банків агресивно знижували свої облікові ставки для пом'якшення фінансових умов, стимулювання внутрішнього попиту та зниження вартості запозичень для урядів, підприємств і населення. Ця реакція контрастувала з попередніми кризами, коли країни, що розвиваються, часто підвищували ставки для запобігання відтоку капіталу та знецінення валюти. Зміна підходу стала можливою завдяки нижчій інфляції на початку кризи та скоординованим діям центральних банків розвинених країн, які заспокоїли глобальні фінансові ринки.

2. Надання ліквідності. Центральні банки вживали заходів для забезпечення достатньої ліквідності у фінансовій системі. Це включало операції рефінансування, зниження вимог до резервів та запровадження нових кредитних ліній для банків. У деяких випадках центральні банки також надавали підтримку небанківським фінансовим установам.

3. Інтервенції на валютному ринку. Для стабілізації обмінних курсів та обмеження волатильності центральні банки здійснювали інтервенції на валютному ринку, використовуючи свої міжнародні резерви. Однак, обсяги та інтенсивність цих інтервенцій варіювалися залежно від рівня резервів та специфіки кожної країни [42].

4. Кількісне пом'якшення (QE) та купівля активів. Деякі центральні банки країн, що розвиваються (наприклад, Бразилія, Індія, Індонезія, Південна Африка, Туреччина, Таїланд), вдалися до програм купівлі державних облігацій на вторинному ринку для зниження довгострокових процентних ставок та забезпечення ліквідності. Ці заходи, раніше переважно використовувані розвиненими країнами, стали інструментом підтримки фінансової стабільності та стимулювання економіки.

5. Макропруденційні заходи. У деяких випадках центральні банки використовували макропруденційні інструменти, такі як тимчасове послаблення вимог до капіталу банків, щоб підтримати кредитування та абсорбувати потенційні збитки [43].

6. Валютні свопи з центральними банками розвинених країн. Деякі країни, що розвиваються, отримали доступ до ліквідності в доларах США через тимчасові угоди про валютні свопи з Федеральною резервною системою США, що допомогло полегшити тиск на їхні валютні ринки [43].

Уряди країн, що розвиваються, також відіграли важливу роль у реагуванні на кризу 2020 року через запровадження фіскальних заходів:

1. Збільшення витрат на охорону здоров'я. Першочерговим завданням урядів було збільшення витрат на системи охорони здоров'я, включаючи тестування, лікування та закупівлю медичного обладнання [44].

2. Заходи соціальної підтримки. Уряди запроваджували програми соціальної допомоги для підтримки вразливих верств населення, включаючи виплати безробітним, прями грошові перекази та розширення охоплення соціальних програм.

3. Підтримка бізнесу. Для запобігання масовим банкрутствам та збереження робочих місць уряди надавали підтримку підприємствам через субсидії, податкові пільги, гарантії за кредитами та програми відстрочення платежів [43].

4. Фіскальні стимули. У деяких випадках уряди запроваджували фіскальні стимули для підтримки сукупного попиту та сприяння економічному відновленню після послаблення пандемії.

5. Гарантії за кредитами. Надання державних гарантій за кредитами допомагало підприємствам отримувати доступ до фінансування в умовах підвищеної невизначеності.

Ефективність дій центральних банків та урядів країн, що розвиваються, значною мірою залежала від їхньої здатності до координації, наявного фіскального простору та інституційної спроможності. Країни з більшими фіскальними резервами та розвиненішими інститутами мали більше можливостей для запровадження масштабних заходів підтримки. Крім того, міжнародна підтримка, включаючи фінансування від міжнародних фінансових інститутів та скоординовані дії розвинених країн, також відіграла важливу роль у стабілізації ринків, що розвиваються [43].

Висновки до Розділу 2. У другому розділі було здійснено прикладний аналіз впливу міжнародних фінансових шоків на економіки країн із ринками, що розвиваються, із фокусом на останні кризові епізоди, зокрема фінансову кризу, викликану пандемією COVID-19 у 2020 році. Проведений огляд емпіричних досліджень, аналіз динаміки фінансових ринків та політики центральних банків і урядів дозволив сформулювати такі ключові висновки:

1. Огляд емпіричних досліджень підтвердив, що трансмісія фінансових шоків у країнах, що розвиваються, є суттєвою та багатоканальною. Найбільш значущими залишаються торговельний канал (включно з коливаннями цін на сировинні товари), канал фінансових потоків (включно з очікуваннями інвесторів), канал валютного курсу та канал процентних ставок. Емпіричні моделі свідчать про високу чутливість країн, що розвиваються, до зовнішніх

потрясінь, особливо за умов низької економічної стійкості та обмеженого фіскального простору.

2. Аналіз динаміки фондових індексів у лютому — травні 2020 року вказав на глибоку та синхронну реакцію ринків країн, що розвиваються, яка супроводжувалася масштабним відпливом капіталу, зниженням інвестиційної активності, девальвацією валют та зростанням ризикових премій. Хоча ринки частково стабілізувались у другій половині 2020 року, шок мав довготривалий вплив на доступ до фінансування та відновлення економічного зростання.

3. Фіскальні та монетарні заходи у відповідь на кризу 2020 року продемонстрували безпрецедентну активність та координацію з боку національних урядів і центральних банків. Завдяки зниженню інфляційних ризиків, стабільним очікуванням та підвищеній довірі до інституцій, більшість країн змогли реалізувати масштабні пакети економічної підтримки. Це стало можливим у тому числі завдяки інституційним реформам, здійсненим протягом попередніх десятиліть.

4. Порівняльний аналіз фінансових криз 2008, 2015 та 2020 років дозволив виявити зміни у характері реакції монетарних органів країн, що розвиваються. Якщо у попередні періоди центральні банки обмежували пом'якшення політики через інфляційні ризики, то у 2020 році умови дозволяли активне зниження облікових ставок і розширення грошово-кредитної підтримки без загрози втрати цінової стабільності. Під час пандемії центральні банки багатьох країн, що розвиваються, оперативно знижували облікові ставки, надавали ліквідність фінансовій системі, здійснювали валютні інтервенції та, в деяких випадках, вперше вдалися до кількісного пом'якшення. Уряди, зі свого боку, впроваджували фіскальні заходи підтримки населення та бізнесу, збільшували витрати на охорону здоров'я та надавали соціальну допомогу. Ефективність цих заходів варіювалася залежно від фіскального простору, інституційної спроможності та міжнародної підтримки, але загалом вони сприяли частковому пом'якшенню негативних наслідків шоку.

5. У ряді країн, що розвиваються, залишаються структурні виклики, які обмежують ефективність антикризової політики — зокрема, високий рівень зовнішньої заборгованості, слабкий розвиток внутрішніх фінансових ринків, низька диверсифікація експорту та обмежені можливості фіскального стимулювання.

Водночас результати дослідження мають певні обмеження, які слід враховувати при їх інтерпретації. По-перше, у роботі використано лише декілька з цілого ряду важливих макроекономічних індикаторів, що є значним спрощенням реальних складних економічних взаємозв'язків. По-друге, аналіз трансмісійного механізму здійснено на основі кейсів десяти країн, які розвиваються, що, хоча й дозволяє зробити якісні висновки, однак знижує рівень узагальненості результатів. По-третє, динаміка шоків та реакцій на них має значну залежність від конкретного періоду, інституційного контексту та політичних умов, що не завжди піддаються кількісному вимірюванню. Нарешті, деякі з використаних статистичних джерел можуть містити часові лаги або бути обмежено репрезентативними у кризових умовах.

Попри ці обмеження, дослідження надає цінні теоретичні узагальнення та практичні висновки, які можуть бути використані як основа для подальших, більш поглиблених емпіричних розробок та прикладних оцінок економічної політики в країнах з ринками, що розвиваються.

Отже, проведений аналіз підтвердив, що міжнародні фінансові шоки справляють глибокий і системний вплив на країни, що розвиваються. Водночас рівень стійкості та ефективність політичної реакції значною мірою визначаються якістю інституцій, характером попередніх реформ, а також гнучкістю економічної політики. Це підкреслює необхідність зміцнення макроекономічної стабільності та підвищення адаптивності до зовнішніх ризиків у довгостроковій перспективі.

РОЗДІЛ 3. ІНСТРУМЕНТИ ТА МЕХАНІЗМИ МІНІМІЗАЦІЇ НЕГАТИВНОГО ВПЛИВУ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ШОКІВ

3.1. Роль монетарної та фіскальної політики в мінімізації ризиків та пом'якшенні негативних ефектів від міжнародних фінансових шоків

Монетарна та фіскальна політика відіграють ключову роль у забезпеченні макроекономічної стабільності та стійкості країн, що розвиваються, до зовнішніх фінансових шоків. Ефективне використання цих інструментів може допомогти як у запобіганні кризам, так і в пом'якшенні їхніх негативних наслідків.

Монетарна політика. Монетарна політика, що проводиться центральним банком, спрямована на підтримання стабільності цін, забезпечення повної зайнятості та сприяння економічному зростанню. У контексті мінімізації ризиків та пом'якшення наслідків міжнародних фінансових шоків, ключовими інструментами та стратегіями монетарної політики (див. рис. 3.1.1.) є:



Рис. 3.1.1. Ключові інструменти та стратегії монетарної політики для мінімізації ризиків та пом'якшення наслідків міжнародних фінансових шоків.

1. Підтримання низької та стабільної інфляції. Низька та прогнозована інфляція є якорем для очікувань економічних агентів, знижує волатильність та сприяє довгостроковому плануванню. Це також зменшує ймовірність виникнення валютних криз, оскільки низька інфляція робить національні активи більш привабливими для іноземних інвесторів [45].

2. Гнучкий обмінний курс (за певних умов). Гнучкий обмінний курс може слугувати "поглиначем" зовнішніх шоків. Коли країна стикається з відтоком капіталу, валюта знецінюється, що робить експорт більш конкурентоспроможним і частково компенсує негативний вплив шоку на платіжний баланс. Однак для країн з високою доларизацією економіки та фінансового сектору, різкі коливання обмінного курсу можуть мати дестабілізуючий вплив. У таких випадках може знадобитися керований плаваючий курс або використання валютних інтервенцій [46].

3. Адекватні міжнародні резерви. Значний обсяг міжнародних резервів забезпечує країні "подушку безпеки" у випадку раптового відтоку капіталу або погіршення умов торгівлі. Резерви можуть бути використані для інтервенцій на валютному ринку з метою стабілізації обмінного курсу та підтримки ліквідності в фінансовій системі [47].

4. Пруденційне регулювання фінансового сектору. Надійний та добре регульований фінансовий сектор є менш вразливим до зовнішніх шоків. Пруденційні норми, такі як вимоги до достатності капіталу, ліквідності та управління ризиками, допомагають запобігти накопиченню надмірних ризиків та системних криз.

5. Використання макропруденційних інструментів. Макропруденційна політика спрямована на обмеження системних ризиків у фінансовому секторі. Інструменти, такі як обмеження співвідношення кредиту до вартості застави (LTV) та боргу до доходу (DTI) для іпотечних кредитів, а також підвищені вимоги до капіталу для системно важливих фінансових установ, можуть допомогти

запобігти формуванню бульбашок активів та надмірного нарощування боргу, що робить економіку більш стійкою до шоків [48].

У випадку настання міжнародного фінансового шоку, монетарна політика може бути використана для пом'якшення його негативних наслідків. При цьому можуть застосовуватись наступні заходи:

1. Тимчасове зниження процентних ставок. За умови контрольованої інфляції, центральний банк може знизити процентні ставки для стимулювання внутрішнього попиту та підтримки економічної активності.

2. Надання ліквідності фінансовому сектору. У періоди фінансової нестабільності центральний банк може надавати ліквідність банкам для запобігання кризі ліквідності та підтримання функціонування платіжної системи.

3. Валютні інтервенції. Центральний банк може здійснювати інтервенції на валютному ринку для згладжування надмірних коливань обмінного курсу, але їх слід використовувати обережно, щоб не вичерпати міжнародні резерви.

Фіскальна політика. Фіскальна політика, що здійснюється урядом, включає рішення щодо державних витрат, оподаткування та управління державним боргом. Її роль у мінімізації ризиків та пом'якшенні наслідків міжнародних фінансових шоків є також значною (див. рис. 3.1.2.):

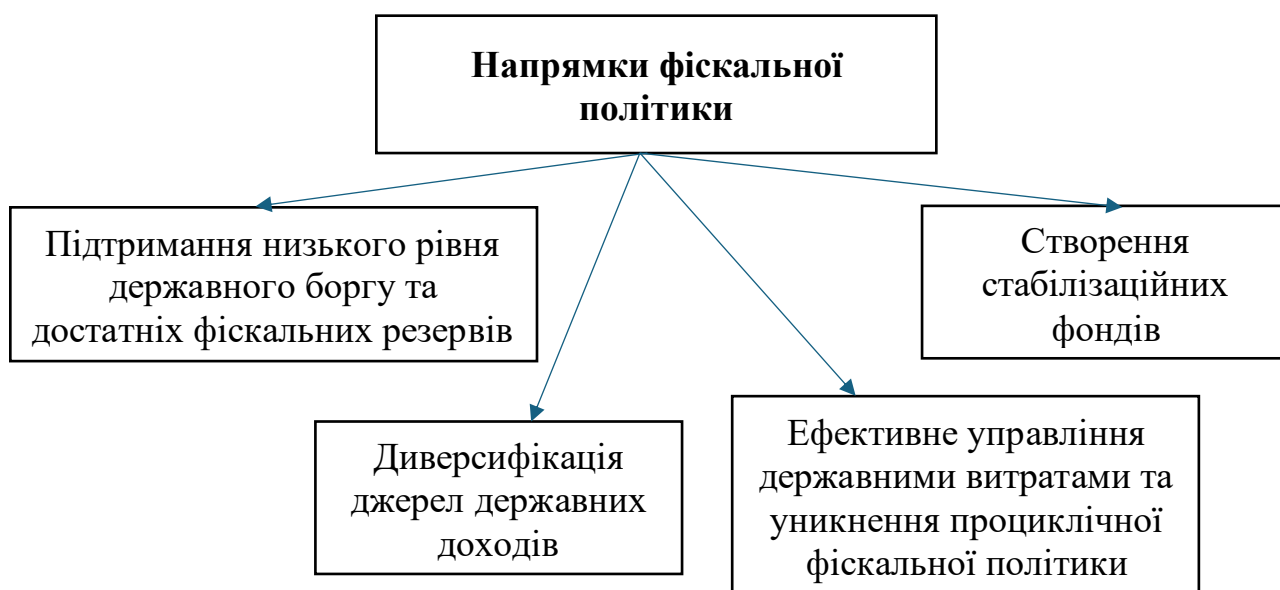


Рис. 3.1.2. Напрямки фіскальної політики для мінімізації ризиків та пом'якшення наслідків міжнародних фінансових шоків.

1. Підтримання низького рівня державного боргу та достатніх фіскальних резервів. Країни з низьким рівнем державного боргу мають більше фіскального простору для реагування на шоки. Наявність фіскальних резервів дозволяє уряду швидко вживати контрциклічних заходів без необхідності термінового залучення дорогих запозичень [49].

2. Диверсифікація джерел державних доходів. Залежність від одного або кількох волатильних джерел доходів (наприклад, експорт сировини) робить державний бюджет вразливим до зовнішніх шоків. Диверсифікація податкової бази та розвиток внутрішніх джерел доходів підвищують стійкість фіскальної системи.

3. Ефективне управління державними витратами та уникнення проциклічної фіскальної політики. У періоди економічного підйому уряд повинен утримуватися від надмірного збільшення витрат, щоб мати можливість збільшити їх під час спаду. Проциклічна фіскальна політика (збільшення витрат під час буму та скорочення під час рецесії) може посилити волатильність економіки [50].

4. Створення стабілізаційних фондів. Фонди, наповнювані в періоди високих цін на експорт або значних припливів капіталу, можуть бути використані для підтримки державних витрат та економіки під час несприятливих зовнішніх умов.

Після настання міжнародного фінансового шоку, фіскальна політика може відігравати важливу роль у пом'якшенні його наслідків через:

1. Збільшення державних витрат на підтримку соціально вразливих груп та стимулювання попиту. Уряд може збільшити витрати на соціальні програми, такі як допомога з безробіття, а також на інфраструктурні проекти для підтримки економічної активності.

2. Надання податкових пільг для підтримки бізнесу. Тимчасові податкові пільги можуть допомогти підприємствам подолати складні часи та зберегти робочі місця.

3. Використання автоматичних стабілізаторів. Системи соціального страхування та прогресивна система оподаткування діють як автоматичні стабілізатори, оскільки вони автоматично збільшують державні витрати та зменшують податкове навантаження під час економічного спаду.

Ефективність монетарної та фіскальної політики у мінімізації ризиків та пом'якшенні наслідків міжнародних фінансових шоків значною мірою залежить від їхньої координації. Неузгоджені дії можуть призвести до неефективності або навіть протилежних результатів. Наприклад, експансіоністська фіскальна політика, що супроводжується жорсткою монетарною політикою, може призвести до зростання процентних ставок та нівелювати позитивний вплив фіскальних стимулів.

У країнах, що розвиваються, ефективність монетарної та фіскальної політики може бути обмежена такими факторами, як низький рівень розвитку фінансових ринків, висока доларизація економіки, слабкі інститути та політична нестабільність. Тому розробка та впровадження відповідних політик повинні враховувати специфічні характеристики кожної країни.

Яскравим прикладом країни, що розвивається, яка успішно справляється з міжнародними фінансовими шоками є Польща.

Польща була єдиною країною Європейського Союзу, яка уникла рецесії під час глобальної фінансової кризи 2008–2009 років. У 2009 році, коли всі інші країни ЄС пережили скорочення ВВП, Польща продемонструвала економічне зростання на рівні +2,6% ВВП. Для порівняння в тому ж році падіння ВВП в Німеччині склало -5,5%, в Італії -5,3%, в Естонії -14,6%, в Литві -14,8%, в Україні -15,1% [51].

Польща увійшла в кризу 2008–2009 років з відносно низькими макроекономічними дисбалансами та значним простором для маневру в політиці.

Ще з 2000 року в країні було впроваджено плаваючий валютний курс злотого (для порівняння в Україні — лише з лютого 2015-го). Він діяв як амортизатор шоків. На відміну від більшості країн, що розвиваються,

Національний банк Польщі, маючи відповідні передумови, знизив облікову ставку з 6,0% до 3,5% та зменшив норми обов'язкового резервування. Було надано підтримку ліквідності банків через валютні свопи, розширення переліку прийнятної застави та подовження термінів операцій репо.

Зниження податків (податок на доходи фізичних осіб, внески на випадок інвалідності), ухвалені ще до кризи, забезпечили значний стимул для економіки. Прямі антикризові заходи були обмеженими (субсидії на зайнятість). Дефіцит бюджету зріс, але з позиції попередньої консолідації, коли дефіцит було знижено до менш ніж 2% ВВП у 2007 році.

Також було створено Комітет фінансової стабільності. Польський орган фінансового нагляду (PFSA) діяв проактивно: рекомендував банкам не розподіляти прибуток за 2008 рік, посилив нагляд, стрес-тестування та завчасно попереджав про ризики іпотечного кредитування в іноземній валюті.

Крім цього, раннє отримання Гнучкої кредитної лінії (FCL) від МВФ на суму 15,5 мільярдів Євро (яка не була використана) значно підвищило довіру інвесторів та забезпечило країні доступ до ринків капіталу.

Досвід Польщі під час світової фінансової кризи 2008–2009 років демонструє величезну цінність "превентивного" захисту від криз через розсудливе макроекономічне управління (низькі дисбаланси, фіскальний простір) та сильний фінансовий нагляд до того, як матеріалізується шок. Це створило умови для ефективної контрциклічної політики. Також спрацювали проактивні макропруденційні заходи, такі як обмеження іпотечного кредитування в іноземній валюті у 2006 році (для порівняння в Україні їх активно видавали ще до жовтня 2008 року). Тому йдеться не лише про вдалу реакцію на фінансовий шок, а й про належну підготовку, що є уроком попереджувальної політики [52].

3.2. Міжнародне співробітництво та його роль у стабілізації ринків

Міжнародне співробітництво відіграє незамінну роль у забезпеченні глобальної фінансової стабільності та пом'якшенні наслідків міжнародних

фінансових шоків, особливо для країн, що розвиваються. У цьому підрозділі розглянуто ключові форми та механізми такого співробітництва.

Роль міжнародних фінансових інститутів. Міжнародні фінансові інститути, такі як Міжнародний валютний фонд (МВФ) та Світовий банк, є центральними гравцями у підтримці глобальної фінансової стабільності.

Основні функції Міжнародного валютного фонду [53]:

1. Надання фінансової допомоги. МВФ надає кредити країнам, які зіткнулися з кризою платіжного балансу. Ці кредити, як правило, супроводжуються умовами щодо впровадження макроекономічних реформ, спрямованих на усунення першопричин кризи та відновлення стабільності.

2. Технічна допомога. МВФ надає країнам-членам експертну підтримку та навчання у сфері розробки та впровадження макроекономічної та фінансової політики, управління державним боргом, статистики тощо. Це допомагає країнам зміцнити свої інституційні можливості та запобігти майбутнім кризам.

3. Нагляд за глобальною фінансовою стабільністю. МВФ здійснює нагляд за глобальною та регіональною економічною і фінансовою ситуацією, виявляє потенційні ризики та надає рекомендації щодо їхнього зменшення. Регулярні оцінки економічної ситуації в країнах-членах є важливим інструментом цього нагляду.

Основні напрями діяльності Світового банку [54]:

1. Програми розвитку. Світовий банк зосереджується на довгостроковому економічному розвитку та скороченні бідності. Він надає фінансову та технічну допомогу країнам, що розвиваються, для реалізації проектів у різних секторах економіки. Ці програми можуть підвищити стійкість економіки до зовнішніх шоків у довгостроковій перспективі.

2. Підтримка структурних реформ. Світовий банк підтримує країни у проведенні структурних реформ, спрямованих на покращення інституційного середовища, підвищення конкурентоздатності та зміцнення фінансового сектору. Ці реформи можуть зменшити вразливість країн до зовнішніх шоків.

3. Допомога у кризових ситуаціях. Світовий банк також надає допомогу країнам, що постраждали від криз, через інструменти швидкого реагування та програми відновлення.

Регіональні банки розвитку, такі як Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Азійський банк розвитку (АБР), Міжамериканський банк розвитку (МАБР), відіграють важливу роль у підтримці стабільності в своїх регіонах, надаючи фінансову та технічну допомогу країнам-членам з урахуванням регіональної специфіки.

Двосторонні угоди про валютні свопи та кредитні лінії. Двосторонні угоди між центральними банками про валютні свопи та кредитні лінії є важливим інструментом для забезпечення ліквідності під час фінансових криз.

Валютні свопи — це угода між двома центральними банками, яка дозволяє їм обмінюватися національними валютами на певний період часу з обов'язковим зворотним обміном за заздалегідь визначеним курсом. Це може допомогти країні, що зазнає дефіциту іноземної валюти, отримати необхідну ліквідність для підтримки свого фінансового сектору та стабілізації обмінного курсу.

Кредитні лінії — це угода, за якою один центральний банк зобов'язується надати іншому центральному банку кредит у своїй валюті за певних умов. Це забезпечує країні потенційний доступ до іноземної валюти у випадку потреби.

Ці угоди можуть мати важливе значення для країн, що розвиваються, які можуть мати обмежений доступ до міжнародних ринків капіталу під час криз.

Координація політики між країнами. Координація макроекономічної та фінансової політики між країнами є ключовою для запобігання глобальним фінансовим кризам та ефективного реагування на них.

Важливими є наступні спільні дії:

1. Обмін інформацією. Регулярний обмін інформацією між урядами та центральними банками різних країн щодо економічної ситуації, потенційних ризиків та вжитих заходів є важливим для раннього виявлення проблем та розробки скоординованих рішень.

2. Співпраця у сфері регулювання фінансових ринків. Узгодження стандартів регулювання фінансових ринків на міжнародному рівні може допомогти запобігти регуляторному арбітражу та знизити системні ризики. Форуми, такі як Рада з фінансової стабільності (FSB), відіграють важливу роль у цьому процесі [55].

3. Спільні дії у відповідь на системні ризики. У випадку глобальних фінансових криз, скоординовані дії з боку великих економік, такі як одночасне зниження процентних ставок або надання ліквідності на світових ринках, можуть бути більш ефективними, ніж односторонні заходи.

Глобальні та регіональні ініціативи щодо фінансової стабільності. У світі існує ряд глобальних та регіональних ініціатив, спрямованих на зміцнення фінансової стабільності.

По-перше, це ініціативи G20. Група двадцяти (G20) відіграє важливу роль у обговоренні та координації політики у сфері глобальної економіки та фінансів. Після глобальної фінансової кризи 2008-2009 років G20 ініціювала ряд реформ, спрямованих на зміцнення фінансового регулювання та нагляду [56].

По-друге, це регіональні механізми фінансової підтримки. У деяких регіонах створені власні механізми фінансової підтримки, такі як Чіангмайська ініціатива в Азії, які доповнюють роль МВФ і можуть надавати швидку фінансову допомогу країнам-учасникам у випадку потреби.

А також це глобальна мережа фінансової безпеки (Global Financial Safety Net). Ця концепція об'єднує різні рівні фінансової підтримки, від національних резервів до регіональних механізмів та МВФ, з метою забезпечення достатніх ресурсів для країн, які зіткнулися з кризами.

Роль міжнародних стандартів та кодексів. Міжнародні стандарти та кодекси у сфері макроекономічної статистики, фінансової прозорості, регулювання та нагляду відіграють важливу роль у зміцненні фінансової стійкості країн. Їхнє впровадження сприяє підвищенню довіри інвесторів, зниженню інформаційної асиметрії та зменшенню ймовірності криз.

Прикладами таких стандартів є Спеціальний стандарт розповсюдження даних (SDDS), Загальний стандарт розповсюдження даних (GDDS) від МВФ, Базельські угоди щодо банківського регулювання.

Ефективність міжнародного співробітництва залежить від політичної волі країн-учасниць, адекватності ресурсів МФІ та інших механізмів, а також від здатності координувати різні інтереси та підходи. Подальші зусилля у зміцненні міжнародної співпраці є критично важливими для забезпечення глобальної фінансової стабільності та підтримки сталого розвитку, особливо в умовах зростаючої взаємозалежності світової економіки.

3.3. Рекомендації для країн, які розвиваються, щодо зменшення вразливості до зовнішніх фінансових шоків

Країни, що розвиваються, часто є більш вразливими до міжнародних фінансових шоків через структурні особливості їхніх економік, такі як менш диверсифіковані експортні бази, залежність від припливу іноземного капіталу, слабкіші інститути та менші фінансові резерви. Впровадження комплексу заходів у різних сферах може допомогти цим країнам зменшити свою вразливість та підвищити стійкість до зовнішніх потрясінь (рис. 3.3.1.).



Рис. 3.3.1. Рекомендації для країн, які розвиваються, щодо зменшення вразливості до зовнішніх фінансових шоків.

Зміцнення макроекономічних основ. Сильні макроекономічні основи є першою лінією оборони проти зовнішніх фінансових шоків. Можна запропонувати наступні основні заходи для покращення макроекономічної ситуації в країнах, що розвиваються:

1. Підтримання стабільної макроекономічної політики:

а) з метою забезпечення низької та стабільної інфляції. Центральні банки повинні прагнути до досягнення та підтримання низької та стабільної інфляції, використовуючи відповідні інструменти монетарної політики та забезпечуючи свою незалежність [57].

б) з метою досягнення фіскальної стійкості. Уряди повинні проводити відповідальну фіскальну політику, підтримувати низький рівень державного боргу та уникати надмірних бюджетних дефіцитів. Створення фіскальних правил та незалежних фіскальних інституцій може сприяти фіскальній дисципліні [58].

2. Диверсифікація економіки та експорту. Залежність від обмеженої кількості експортних товарів або ринків робить країну вразливою до коливань світових цін та попиту. Політика, спрямована на диверсифікацію економічної структури та експортних напрямків, допоможе зменшити цю вразливість.

3. Розвиток внутрішнього фінансового ринку. Глибокий та ліквідний внутрішній фінансовий ринок може зменшити залежність від іноземного фінансування та забезпечити альтернативні джерела капіталу під час криз. Це включає розвиток ринків облігацій, акцій та інших фінансових інструментів [59].

4. Накопичення достатніх міжнародних резервів. Адекватний рівень міжнародних резервів забезпечує країні буфер для абсорбції зовнішніх шоків, підтримки обмінного курсу та забезпечення ліквідності в фінансовій системі. Оптимальний рівень резервів залежить від специфічних характеристик країни [60].

Посилення фінансового сектору. Стабільний та добре регульований фінансовий сектор є менш схильним до криз та краще здатним абсорбувати зовнішні шоки.

Для його посилення можна запропонувати такі заходи:

1. Впровадження ефективного пруденційного регулювання та нагляду. Забезпечення дотримання міжнародних стандартів (наприклад, Базельських угод) щодо достатності капіталу, ліквідності, управління ризиками та нагляду за фінансовими установами є критично важливим.

2. Розвиток інституційної бази фінансового сектору. Це включає зміцнення правової системи, забезпечення захисту прав кредиторів та інвесторів, а також підвищення прозорості та звітності фінансових установ.

3. Заохочення відповідального кредитування та запозичення. Уникнення надмірного нарощування боргу в приватному та державному секторах є

важливим для запобігання кризам. Макропруденційні інструменти можуть бути використані для обмеження системних ризиків, пов'язаних з кредитуванням [48].

Покращення якості інститутів. Сильні інститути є основою стійкої економіки. Для цього потрібно:

1. Зміцнення верховенства права та захисту прав власності. Надійна правова система забезпечує передбачуваність та захист інвестицій, що сприяє економічному розвитку та знижує ризики [61].

2. Боротьба з корупцією. Високий рівень корупції підриває довіру до державних інститутів, спотворює розподіл ресурсів та підвищує вразливість до шоків.

3. Підвищення ефективності державного управління. Ефективне та прозоре державне адміністрування забезпечує якісне надання державних послуг, ефективне управління державними фінансами та сприятливе бізнес-середовище.

Управління боргом. Обережне управління державним та приватним боргом є критично важливим для запобігання борговим кризам, які можуть бути спровоковані зовнішніми шоками.

Рекомендації для покращення в цьому напрямку:

1. Диверсифікація структури боргу. Уникнення надмірної залежності від короткострокового боргу та боргу в іноземній валюті може зменшити ризики рефінансування та валютних коливань.

2. Уникнення надмірного короткострокового боргу. Короткостроковий борг робить країну більш вразливою до раптової зміни настроїв інвесторів та відтоку капіталу.

3. Прозора політика управління боргом. Чітка та прозора стратегія управління державним боргом підвищує довіру інвесторів та знижує вартість запозичень.

Розвиток людського капіталу та соціального захисту. Інвестиції в людський капітал та створення ефективних систем соціального захисту можуть підвищити стійкість економіки та суспільства до шоків.

Цей напрямок роботи потребує:

1. Інвестицій в освіту та охорону здоров'я. Здорове та освічене населення є більш продуктивним та краще здатним адаптуватися до змін.

2. Створення ефективних систем соціального захисту. Системи соціального захисту (наприклад, страхування від безробіття, програми допомоги малозабезпеченим) можуть пом'якшити соціальні наслідки шоків та підтримати внутрішній попит.

Активне залучення до міжнародного співробітництва. Участь у міжнародних форумах та співпраця з міжнародними фінансовими інститутами можуть надати країнам, що розвиваються, доступ до фінансової допомоги, технічної експертизи та обміну інформацією.

Важливим є підтримання конструктивних відносин з МФІ та іншими країнами. Активна участь у програмах МВФ та Світового банку, а також розвиток двосторонніх відносин з іншими країнами, може забезпечити підтримку під час криз.

Крім цього, необхідно брати участь у регіональних та глобальних ініціативах, тому що залучення до регіональних механізмів фінансової підтримки та глобальних ініціатив, таких як G20, може посилити фінансову стабільність країн, що розвиваються.

Успішне зменшення вразливості країн, що розвиваються, до зовнішніх фінансових шоків вимагає комплексного та послідовного впровадження відповідних політик та реформ.

Висновки до Розділу 3. Третій розділ роботи був присвячений дослідженню інструментів та механізмів, які можуть бути використані для мінімізації негативного впливу міжнародних фінансових шоків на економіки країн, що розвиваються. На основі проведеного аналізу можна зробити наступні висновки.

По-перше, монетарна та фіскальна політика відіграють ключову роль у мінімізації ризиків та пом'якшенні негативних ефектів від міжнародних фінансових шоків. Ефективна монетарна політика, спрямована на підтримання

низької та стабільної інфляції, забезпечення адекватної ліквідності та пруденційне регулювання фінансового сектору, може допомогти запобігти накопиченню вразливостей. Гнучкий обмінний курс (за певних умов) та достатні міжнародні резерви також є важливими інструментами абсорбції зовнішніх потрясінь. Відповідальна фіскальна політика, що передбачає підтримання низького рівня державного боргу, створення фіскальних резервів та ефективно управління державними витратами, забезпечує фіскальний простір для реагування на шоки та підтримки економіки.

По-друге, міжнародне співробітництво є важливим елементом у стабілізації ринків та наданні допомоги країнам, що розвиваються, під час фінансових криз. Міжнародні фінансові інститути, такі як МВФ та Світовий банк, забезпечують фінансову підтримку, технічну допомогу та здійснюють нагляд за глобальною фінансовою стабільністю. Двосторонні угоди про валютні свопи та кредитні лінії можуть забезпечити доступ до необхідної ліквідності. Координація політики між країнами та участь у глобальних і регіональних ініціативах сприяють більш ефективному реагуванню на системні ризики. Впровадження міжнародних стандартів та кодексів зміцнює фінансову стійкість країн.

По-третє, на основі аналізу теоретичних аспектів та емпіричного досвіду було сформульовано комплекс рекомендацій для країн, що розвиваються, щодо зменшення їхньої вразливості до зовнішніх фінансових шоків. Ці рекомендації охоплюють:

1. Зміцнення макроекономічних основ. Підтримання стабільної макроекономічної політики, диверсифікація економіки та експорту, розвиток внутрішнього фінансового ринку та накопичення достатніх міжнародних резервів.

2. Посилення фінансового сектору. Впровадження ефективного пруденційного регулювання та нагляду, розвиток інституційної бази та заохочення відповідального кредитування.

3. Покращення якості інститутів. Зміцнення верховенства права, боротьба з корупцією та підвищення ефективності державного управління.

4. Обережне управління боргом. Диверсифікація структури боргу та уникнення надмірного короткострокового боргу.

5. Інвестиції в людський капітал та розвиток систем соціального захисту. Підвищення стійкості населення та пом'якшення соціальних наслідків шоків.

6. Активне залучення країн, що розвиваються, до міжнародного співробітництва. Підтримання конструктивних відносин з МФІ та участь у глобальних і регіональних ініціативах.

Таким чином, розділ 3 підкреслив, що зменшення вразливості країн, що розвиваються, до міжнародних фінансових шоків вимагає комплексного та скоординованого підходу. Ефективне використання інструментів монетарної та фіскальної політики, активна участь у міжнародному співробітництві та впровадження структурних реформ є ключовими елементами для підвищення стійкості цих країн та забезпечення сталого економічного розвитку в умовах нестабільного глобального фінансового середовища.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження було присвячене аналізу трансмісійного механізму міжнародних фінансових шоків на ринки країн, що розвиваються, а також інструментам та механізмам мінімізації їхнього негативного впливу. У магістерській роботі було розглянуто теоретичні аспекти передачі фінансових шоків, проаналізовано емпіричні дослідження трансмісійного механізму, досліджено падіння фондових ринків у 2020 році у порівнянні з світовою фінансовою кризою 2008 року та фінансовими шоками для країн, що розвиваються, у 2015-2016 роках, а також вивчено роль монетарної та фіскальної політики, міжнародного співробітництва у подоланні наслідків фінансових криз та надано рекомендації для країн, що розвиваються, для пом'якшення негативних ефектів майбутніх шоків.

У першому розділі було розкрито поняття та види міжнародних фінансових шоків, розглянуто основні канали трансмісійного механізму в міжнародній економіці та виокремлено особливості передачі зовнішніх фінансових шоків у країнах, що розвиваються. Було підкреслено, що країни цієї групи є більш вразливими через структурні характеристики їхніх економік, такі як висока залежність від зовнішнього фінансування, волатильність експортних доходів та менш розвинені фінансові ринки.

Другий розділ був присвячений аналізу впливу міжнародних фінансових шоків на економіки країн, що розвиваються. Огляд емпіричних досліджень підтвердив значний негативний вплив різних видів шоків на економічне зростання, фінансову стабільність та соціальний добробут цих країн. Аналіз падіння фондових ринків у 2020 році, світової фінансової кризи 2008 року та періоду фінансової турбулентності 2015-2016 років показав, як глобальні фінансові потрясіння можуть швидко поширюватися на ринки, що розвиваються, спричиняючи значні відтоки капіталу, знецінення валют та зростання вартості запозичень. У відповідь на ці шоки центральні банки та уряди країн, що розвиваються, вживали різноманітних заходів монетарної та фіскальної

політики, демонструючи як оперативність, так і обмеженість доступних інструментів.

У третьому розділі було детально розглянуто інструменти та механізми мінімізації негативного впливу міжнародних фінансових шоків. Було підкреслено ключову роль ефективної монетарної політики, спрямованої на підтримання стабільності цін та фінансової стабільності, а також відповідальної фіскальної політики зі створенням достатніх резервів для реагування на кризові ситуації. Міжнародне співробітництво, через діяльність міжнародних фінансових інститутів, двосторонні угоди та координацію політики, було визначено як важливий фактор у забезпеченні глобальної фінансової стабільності та наданні підтримки країнам, що зазнають шоків.

Сформульовано ключові висновки та практичні рекомендації, спрямовані на підвищення стійкості країн, що розвиваються, до зовнішніх фінансових потрясінь:

1. Міжнародні фінансові шоки є важливим фактором дестабілізації національних економік, особливо у країнах із ринками, що розвиваються. Вони поширюються через низку трансмісійних каналів — торговельний, фінансовий, валютний та канал процентних ставок — і можуть спричиняти значні макроекономічні дисбаланси.

2. Країни, що розвиваються, є більш вразливими до зовнішніх шоків, з огляду на обмеженість фіскального простору, високу залежність від зовнішнього фінансування, недостатню гнучкість валютних режимів та недосконалість інституцій. У той же час, характер і масштаб впливу значною мірою залежать від структури економіки, якості регуляторної політики та рівня фінансової інтеграції.

3. Пандемія COVID-19 у 2020 році стала унікальним прикладом глобального шоку, що мав глибокий вплив на фондові ринки, валютні курси, інфляційні очікування та макроекономічну стабільність країн, що розвиваються. Проведений аналіз продемонстрував відмінності цієї фінансової кризи від світової фінансової кризи 2008 року та фінансових шоків 2015-2016 років для

країн, що розвиваються, які були пов'язані із закінченням буму цін на сировинні товари та різким зміцненням курсу долара США.

4. Монетарна та фіскальна реакція як розвинених країн, так і країн, що розвиваються, у 2020 році була нетривіальною та відзначалася високим рівнем узгодженості. Більшість країн застосовували м'яку монетарну політику, включаючи зниження облікових ставок, одночасно з розширенням державних видатків. Це стало можливим завдяки низькій інфляції та зростанню довіри до центральних банків, що, своєю чергою, зменшило ризик дестабілізації інфляційних очікувань.

5. Для мінімізації наслідків майбутніх фінансових шоків країнам, що розвиваються, необхідно реалізовувати комплексну політику, яка передбачає не лише антикризові заходи, але й структурні реформи. Серед них — розвиток внутрішніх фінансових ринків, нарощення міжнародних резервів, удосконалення інституційної спроможності, диверсифікація економіки та посилення міжнародного економічного співробітництва.

Отже, результати магістерської роботи свідчать про необхідність інтегрованого підходу до управління зовнішніми ризиками, що базується на поєднанні короткострокових стабілізаційних заходів із довгостроковими стратегічними рішеннями у сфері макроекономічної політики. Формування стійких, адаптивних до шоків економічних систем має стати пріоритетом для країн, що розвиваються, у контексті зростаючої глобальної невизначеності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. K. Hubrich та інші. Financial shocks and the macroeconomy. Occasional paper series, 2013. URL: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/financialshocksandthemacroeconomy.pdf> (дата звернення: 01.02.2025).
2. C. Reinhart, K. Rogoff. This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises, 2008. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13882/w13882.pdf (дата звернення: 01.02.2025).
3. 2023 IMF Annual Report. URL: <https://cdn.sanity.io/files/un6gmxxl/production/5e4df7c81e6b37f55db8734b200a94f85bc4670d.pdf> (дата звернення: 01.02.2025).
4. M. Klein, G. Hale. How economic crises spread abroad, 2021. URL: <https://econofact.org/how-economic-crises-spread-abroad> (дата звернення: 01.02.2025).
5. H. Shao, D. Wang, B. Zhou. Economic policy uncertainty on stock market risk contagion: a network-based approach, 2024. URL: <https://www.frontiersin.org/journals/physics/articles/10.3389/fphy.2023.1094659/full> (дата звернення: 01.02.2025).
6. O. Akinci, A. Queralto. How Does U.S. Monetary Policy Affect Emerging Market Economies?, 2021. URL: <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/05/how-does-us-monetary-policy-affect-emerging-market-economies/> (дата звернення: 01.02.2025).
7. A. Checo, F. Grigoli, D. Sandri. Monetary policy transmission in emerging markets: proverbial concerns, novel evidence, 2024. URL: <https://www.bis.org/publ/work1170.htm> (дата звернення: 02.02.2025).
8. J. Matschke, A. von Ende-Becker, S. Sattiraju. Capital flows and monetary policy in emerging markets around Fed tightening cycles, 2023. URL:

<https://www.kansascityfed.org/documents/9847/EconomicReviewV108N4MatschkeVonEndeBeckerSattiraju.pdf> (дата звернення: 02.02.2025).

9. M. Mikidadu. The Economics and Finance of Commodity Price Shocks, 2022.

10. T. Kinda, M. Mlachila, R. Ouedraogo Commodity. Price Shocks and Financial Sector Fragility, 2016. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1612.pdf> (дата звернення: 02.02.2025).

11. A. Curátola de Melo. Uncovering the causal effects of commodity price shocks, 2023. URL: https://sbe.org.br/anais/45EBE/macroeconomia/45_EBE_paper_24.pdf (дата звернення: 08.02.2025).

12. H. Yilmazkuday. Geopolitical Risk and Stock Prices, 2024. URL: <https://economics.fiu.edu/research/working-papers/2024/2407.pdf> (дата звернення: 08.02.2025).

13. A. Kaya. How are geopolitical risks affecting the world economy?, 2024. URL: <https://www.economicsobservatory.com/how-are-geopolitical-risks-affecting-the-world-economy> (дата звернення: 09.02.2025).

14. B. Baker. Elections, wars and assassinations: How geopolitical events impact the stock market, 2024. URL: <https://www.bankrate.com/investing/how-geopolitical-events-impact-stock-market/> (дата звернення: 09.02.2025).

15. M. Hodula та інші. Geopolitical risks and their impact on global macro-financial stability: literature and measurements, 2024. URL: <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/geopolitical-risks-and-their-impact-on-global-macro-financial-stability-literature-and-measurements/> (дата звернення: 09.02.2025).

16. S. Anderson. What is an economic shock & effects of different types, 2023. URL: <https://www.investopedia.com/terms/e/economic-shock.asp> (дата звернення: 09.02.2025).

17. S. Camara та ін. The International Monetary Transmission Mechanism, 2024. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c14997/c14997.pdf> (дата звернення: 15.02.2025).

18. K. Forbes. Are trade linkages important determinants of country vulnerability to crisis? 2001. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8194/w8194.pdf (дата звернення: 15.02.2025).

19. F. Bräuning, V. Sheremirov. The Transmission Mechanisms of International Business Cycles: Output Spillovers through Trade and Financial Linkages, 2021. URL: <https://www.bostonfed.org/publications/research-department-working-paper/2021/the-transmission-mechanisms-of-international-business-cycles.aspx> (дата звернення: 15.02.2025).

20. B. Han, Transmission of Global Financial Shocks: Which Capital Flows Matter?, 2023. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4025590 (дата звернення: 22.02.2025).

21. F. Beltran. Global Monetary Policy Surprises and Their Transmission to Emerging Market Economies: An External VAR Analysis, 2023. URL: <https://www.cemla.org/actividades/2023-final/2023-11-xxviii-meeting-of-the-central%E2%80%93bank%E2%80%93researchers-network/papers/4.1.2Beltran.pdf> (дата звернення: 22.02.2025).

22. C. Arteta та ін. How Do Rising U.S. Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? It Depends. 2022. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/73a188a8-679a-5a30-9eaf-7a17f49be262/content> (дата звернення: 22.02.2025).

23. M. Brei, A. Buzaushina. International Financial Shocks in Emerging Markets, 2015. URL: <https://ideas.repec.org/p/hal/wpaper/hal-04141417.html> (дата звернення: 22.02.2025).

24. Political Risk and Emerging Market Investing, The Hedge Fund Journal, 2015. URL: <https://thehedgefundjournal.com/political-risk-and-emerging-market-investing/> (дата звернення: 22.02.2025).

25. P. Ahluwalia. Discriminating Contagion: An Alternative Explanation of Contagious Currency Crises in Emerging Markets, 2000. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0014.pdf> (дата звернення: 22.02.2025).
26. C. Gao, G. Jones. Overcoming Institutional Voids: A Reputation-Based View of Long Run Survival, 2017. URL: https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/17-060_9db63930-4475-4eb5-ac48-a660e2d80690.pdf (дата звернення: 22.02.2025).
27. G. Adler, C. Tovar. Global financial shocks and their economic impact on emerging market economies, 2013. URL: https://www.researchgate.net/publication/263870407_GLOBAL_FINANCIAL_SHOCKS_AND_THEIR_ECONOMIC_IMPACT_ON_EMERGING_MARKET_ECONOMIES (дата звернення: 29.03.2025).
28. J. На та ін. Resolving puzzles of monetary policy transmission in emerging markets, 2024. URL: <https://docs.iza.org/dp17431.pdf> (дата звернення: 29.03.2025).
29. IMF, The growing importance of financial spillovers from emerging market economies, 2016. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2016/01/pdf/c2.pdf> (дата звернення: 05.04.2025).
30. D. Willem te Velde та ін. The global financial crisis and developing countries, 2010. URL: <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57a08afbe5274a31e00008c2/Global-Financial-Crisis-Phase-2-Synthesis-Working-paper-316.pdf> (дата звернення: 12.04.2025).
31. K. Forbes, F. Warnock. Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w17351/w17351.pdf (дата звернення: 12.04.2025).

32. C. Audiguier. The Impact of the Global Financial Crisis on the Least Developed Countries, 2012. URL: <https://ferdi.fr/dl/df-3vjZm72SmQBFjYAKVLsgAW5C/ferdi-b59-the-impact-of-the-global-financial-crisis-on-the-least-developed.pdf> (дата звернення: 13.04.2025).

33. UN Trade and Development. UNCTAD calls for a bold international economic agenda to avert another lost decade for developing countries, 2023. URL: <https://unctad.org/news/unctad-calls-bold-international-economic-agenda-avert-another-lost-decade-developing-countries> (дата звернення: 13.04.2025).

34. O. Faryna, H. Simola. The transmission of international shocks to CIS economies: a global VAR approach, 2018. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/wp_nbu_2018-4_Faryna_Simola_eng.pdf (дата звернення: 13.04.2025).

35. N. Renzhi, J. Beirne. Global Shocks and Monetary Policy Transmission in Emerging Markets, 2024. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4825765 (дата звернення: 19.04.2025).

36. S. Datta, A. Chakraborty. Understanding of the psychology of March 2020 stock market crash, 2020. URL: https://www.bhu.ac.in/Images/files/BMReview-Vol_8-P58-62.pdf (дата звернення: 19.04.2025).

37. Angel One. What is The Stock Market Crash 2020?, 2020. URL: <https://www.angelone.in/knowledge-center/share-market/stock-market-crash-2020> (дата звернення: 26.04.2025).

38. Агрегатор статистичної фінансової інформації Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com> (дата звернення: 26.04.2025).

39. World Bank. Global economic prospects, 2021. URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/930531599838746942-0050022020/original/GlobalEconomicProspectsJanuary2021HighlightsChapter1.pdf> (дата звернення: 26.04.2025).

40. P. Cavallino, F. de Fiore. Central banks' response to Covid-19 in advanced economies, 2020. URL: <https://elischolar.library.yale.edu/ypfs-documents/13387/> (дата звернення: 27.04.2025).

41. Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DTWEXBGS> (дата звернення: 27.04.2025).

42. 2020 IMF Annual Report. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2020/eng/downloads/imf-annual-report-2020.pdf> (дата звернення: 27.04.2025).

43. 2021 IMF Annual Report. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2021/eng/downloads/imf-annual-report-2021.pdf> (дата звернення: 27.04.2025).

44. World Development Report 2022. Finance for an equitable recovery. URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2022> (дата звернення: 29.03.2025).

45. F. Mishkin. Monetary policy strategy, 2007. URL: <https://direct.mit.edu/books/edited-volume/3276/Monetary-Policy-Strategy> (дата звернення: 03.05.2025).

46. M. Obstfeld, K. Rogoff. The mirage of fixed exchange rates, 1995. URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.9.4.73> (дата звернення: 03.05.2025).

47. O. Jeanne, R. Ranciere. The optimal level of international reserves for emerging market countries: a new formula and some applications, 2009. URL: https://www.econ2.jhu.edu/people/jeanne/JeanneRanciere_Feb09.pdf (дата звернення: 03.05.2025).

48. G. Galati, R. Moessner. Macroprudential policy – a literature review, 2011. URL: <https://www.bis.org/publ/work337.pdf> (дата звернення: 03.05.2025).

49. C. Reinhart, K. Rogoff. Growth in a time of debt, 2010. URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.2.573> (дата звернення: 03.05.2025).

50. G. Kaminsky та ін. When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies, 2005. URL:

<https://www.nber.org/system/files/chapters/c6668/c6668.pdf> (дата звернення: 04.05.2025).

51. GDP growth (annual %), World Bank. URL:

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.МКТР.KD.ZG?locations=PL> (дата звернення: 04.05.2025).

52. Poland: A Beacon of Resilience in Europe, How Emerging Europe Came Through the 2008/09 Crisis, IMF, 2012. URL:

<https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781616353810/ch012.xml> (дата звернення: 04.05.2025).

53. International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/about> (дата звернення: 04.04.2025).

54. World Bank. URL: <https://www.worldbank.org/ext/en/who-we-are> (дата звернення: 04.05.2025).

55. Financial Stability Board. Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 2014. URL:

https://www.fsb.org/uploads/r_111104cc.pdf (дата звернення: 04.05.2025).

56. J. Kirton. G20 Governance for a Globalized World, 2013. URL:

<https://www.taylorfrancis.com/books/mono/10.4324/9781315583747/g20-governance-globalized-world-john-kirton> (дата звернення: 04.05.2025).

57. B. Bernanke. Central bank independence, transparency, and accountability, 2010. URL: <https://www.bis.org/review/r100527a.pdf> (дата звернення: 07.05.2025).

58. A. Alesina, R. Perotti. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries, 1995. URL:

https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5214/w5214.pdf (дата звернення: 07.05.2025).

59. R. Levine. Finance and Growth: Theory and Evidence, 2004. URL: <https://www.nber.org/papers/w10766> (дата звернення: 08.05.2025).

60. M. Obstfeld та ін. Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008, 2009. URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.99.2.480> (дата звернення: 08.05.2025).

61. D. Acemoglu та ін. Institutions as a fundamental cause of long-run economic growth, 2005. URL: <https://economics.mit.edu/sites/default/files/publications/institutions-as-the-fundamental-cause-of-long-run-.pdf> (дата звернення: 08.05.2025).

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця 2.3.1.

Курси валют та відсоткові ставки у 10 країнах, що розвиваються, у стресовий період 2008 року

Країна, що розвивається	Курс валюти 8.09.2008	Курс валюти 17.12.2008	Відсоткова ставка 8.09.2008	Відсоткова ставка 17.12.2008	Девальвація національної валюти	Зміна відсоткової ставки п.п.
Україна	4.8508	7.7383	12	12	60%	0
Польща	3.7837	3.6194	6	5.75	-4%	-0.25
Угорщина	162.31	192.46	8.5	10.5	19%	2
Туреччина	1.2216	1.5437	16.75	16.25	26%	-0.5
Мексика	10.06	13.33	8.25	8.25	33%	0
Бразилія	2.18	2.40	13	13.75	10%	0.75
Колумбія	1992.50	2243.70	10	10	13%	0
Індонезія	9075.40	11306.50	9.25	9.25	25%	0
Таїланд	34.08	35.19	3.75	2.75	3%	-1
Замбія	3.44	4.88	14.3	15.9	42%	1.6

Джерело: [38, власні розрахунки]

**Курси валют та відсоткові ставки у 10 країнах, що розвиваються, у
стресовий період кінця 2015 — початку 2016 року**

Країна, що розвивається	Курс валюти 2.11.2015	Курс валюти 10.02.2016	Відсоткова ставка 2.11.2015	Відсоткова ставка 10.02.2016	Девальвація національної валюти	Зміна відсоткової ставки п.п.
Україна	22.9937	25.9445	22	22	13%	0
Польща	3.90	4.04	1.5	1.5	4%	0
Угорщина	286.68	285.93	1.35	1.35	0%	0
Туреччина	2.9121	2.9644	7.50	7.50	2%	0
Мексика	16.572	18.125	3.00	3.75	9%	0.75
Бразилія	3.8675	4.0156	14.25	14.25	4%	0
Колумбія	3143.60	3290.02	5.25	6.25	5%	1
Індонезія	13830.00	13376.00	7.5	7.25	-3%	-0.25
Таїланд	35.79	35.61	1.5	1.5	-1%	0
Замбія	10.35	11.38	12.5	15.5	10%	3

Джерело: [38, власні розрахунки]

**Курси валют та відсоткові ставки у 10 країнах, що розвиваються, під час
фінансової кризи 2020 року**

Країна, що розвивається	Курс валюти 3.02.2020	Курс валюти 13.05.2020	Відсоткова ставка 3.02.2020	Відсоткова ставка 13.05.2020	Девальвація національної валюти	Зміна відсоткової ставки п.п.
Україна	25.0294	26.7947	11	8	7%	-3
Польща	3.9017	4.2211	1.5	0.1	8%	-1.4
Угорщина	308.66	327.69	0.90	0.90	6%	0
Туреччина	6.0143	6.9016	11.25	8.75	15%	-2.5
Мексика	18.77	22.726	7.25	5.5	21%	-1.75
Бразилія	4.3203	5.5338	4.5	3	28%	-1.5
Колумбія	3414.00	3772.00	4.25	3.25	10%	-1
Індонезія	13679.00	14680.00	5	4.5	7%	-0.5
Таїланд	31.31	31.87	1.25	0.75	2%	-0.5
Замбія	14.63	18.00	11.5	9.3	23%	-2.2

Джерело: [38, власні розрахунки]

**Значення торгово-зваженого («широкого») індексу долара США під час
фінансових криз 2008, 2015 та 2020 років (початок)**

Час (у днях)	Фінансова криза 2008 року			Фінансові шоки 2015 року			Фінансова криза 2020 року		
	Дата	Значення індексу	Зміна відносно до початку досліджуваного періоду (t)	Дата	Значення індексу	Зміна відносно до початку досліджуваного періоду (t)	Дата	Значення індексу	Зміна відносно до початку досліджуваного періоду (t)
t-20	2008-08-19	89.6465	0.978001	2015-10-13	109.4119	0.992679	2020-01-14	115.0233	0.990576
t-19	2008-08-20	89.6977	0.978560	2015-10-14	109.1244	0.990071	2020-01-15	114.9526	0.989967
t-18	2008-08-21	88.9128	0.969997	2015-10-15	108.6671	0.985922	2020-01-16	114.9999	0.990374
t-17	2008-08-22	89.2381	0.973545	2015-10-16	108.9956	0.988902	2020-01-17	115.0642	0.990928
t-14	2008-08-25	89.3094	0.974323	2015-10-19	109.3858	0.992442	2020-01-20		0.990928
t-13	2008-08-26	89.7007	0.978592	2015-10-20	109.3368	0.991998	2020-01-21	115.1865	0.991981
t-12	2008-08-27	89.6419	0.977951	2015-10-21	109.7746	0.995970	2020-01-22	115.2264	0.992325
t-11	2008-08-28	89.8225	0.979921	2015-10-22	110.0342	0.998325	2020-01-23	115.5537	0.995144
t-10	2008-08-29	90.0567	0.982476	2015-10-23	110.4329	1.001942	2020-01-24	115.5545	0.995151
t-7	2008-09-01	90.0800	0.982730	2015-10-26	110.2089	0.999910	2020-01-27	115.7994	0.997260
t-6	2008-09-02	90.8438	0.991063	2015-10-27	110.4875	1.002438	2020-01-28	115.7226	0.996598
t-5	2008-09-03	90.8286	0.990897	2015-10-28	110.2334	1.000132	2020-01-29	115.6986	0.996392
t-4	2008-09-04	91.1621	0.994535	2015-10-29	110.8083	1.005348	2020-01-30	115.8065	0.997321
t-3	2008-09-05	91.3410	0.996487	2015-10-30	110.2079	0.999901	2020-01-31	115.7342	0.996698
t	2008-09-08	91.6630	1.000000	2015-11-02	110.2188	1.00	2020-02-03	116.1176	1.00
t+1	2008-09-09	91.5779	0.999072	2015-11-03	110.2440	1.000229	2020-02-04	115.9290	0.998376
t+2	2008-09-10	92.1283	1.005076	2015-11-04	110.7139	1.004492	2020-02-05	116.0082	0.999058
t+3	2008-09-11	92.4901	1.009023	2015-11-05	110.8302	1.005547	2020-02-06	116.1508	1.000286
t+4	2008-09-12	91.4706	0.997901	2015-11-06	111.7603	1.013986	2020-02-07	116.5075	1.003358
t+7	2008-09-15	91.7570	1.001025	2015-11-09	111.9112	1.015355	2020-02-10	116.5701	1.003897
t+8	2008-09-16	92.0594	1.004325	2015-11-10	111.9919	1.016087	2020-02-11	116.3572	1.002063
t+9	2008-09-17	92.0982	1.004748	2015-11-11		1.016087	2020-02-12	116.2777	1.001379
t+10	2008-09-18	91.7111	1.000525	2015-11-12	111.7965	1.014314	2020-02-13	116.3980	1.002415
t+11	2008-09-19	91.0014	0.992782	2015-11-13	112.0264	1.016400	2020-02-14	116.4200	1.002604
t+14	2008-09-22	90.1119	0.983078	2015-11-16	112.2199	1.018156	2020-02-17		1.002604
t+15	2008-09-23	90.1221	0.983190	2015-11-17	112.3141	1.019010	2020-02-18	116.6016	1.004168
t+16	2008-09-24	90.4602	0.986878	2015-11-18	112.3663	1.019484	2020-02-19	116.7802	1.005706
t+17	2008-09-25	90.4651	0.986931	2015-11-19	111.5749	1.012304	2020-02-20	117.2434	1.009695
t+18	2008-09-26	90.6872	0.989354	2015-11-20	111.7799	1.014164	2020-02-21	117.0456	1.007992
t+21	2008-09-29	91.3961	0.997088	2015-11-23	112.1125	1.017181	2020-02-24	117.4010	1.011053
t+22	2008-09-30	92.3773	1.007793	2015-11-24	111.7638	1.014018	2020-02-25	117.2417	1.009681
t+23	2008-10-01	92.5110	1.009251	2015-11-25	111.8936	1.015195	2020-02-26	117.4048	1.011085
t+24	2008-10-02	93.3792	1.018723	2015-11-26		1.015195	2020-02-27	117.3686	1.010774
t+25	2008-10-03	93.5414	1.020492	2015-11-27	112.2824	1.018723	2020-02-28	117.6573	1.013260
t+28	2008-10-06	95.1629	1.038182	2015-11-30	112.3400	1.019245	2020-03-02	116.8148	1.006004
t+29	2008-10-07	95.4889	1.041739	2015-12-01	112.1134	1.017189	2020-03-03	116.4958	1.003257
t+30	2008-10-08	96.9684	1.057879	2015-12-02	112.3715	1.019531	2020-03-04	116.7799	1.005704
t+31	2008-10-09	96.5143	1.052925	2015-12-03	111.6407	1.012901	2020-03-05	116.7913	1.005802
t+32	2008-10-10	97.9990	1.069123	2015-12-04	111.5463	1.012044	2020-03-06	116.7132	1.005129
t+35	2008-10-13	97.9686	1.068791	2015-12-07	112.3056	1.018933	2020-03-09	117.1927	1.009259
t+36	2008-10-14	96.2544	1.050090	2015-12-08	112.5485	1.021137	2020-03-10	117.9082	1.015421
t+37	2008-10-15	97.2045	1.060455	2015-12-09	112.1918	1.017901	2020-03-11	118.2564	1.018419
t+38	2008-10-16	98.3680	1.073148	2015-12-10	112.2672	1.018585	2020-03-12	120.4945	1.037694
t+39	2008-10-17	97.7255	1.066139	2015-12-11	112.7147	1.022645	2020-03-13	120.4439	1.037258

Значення торгово-зваженого («широкого») індексу долара США під час фінансових криз 2008, 2015 та 2020 років (продовження)

Час (у днях)	Фінансова криза 2008 року			Фінансові шоки 2015 року			Фінансова криза 2020 року		
	Дата	Значення індексу	Зміна відносно до початку досліджуваного періоду (t)	Дата	Значення індексу	Зміна відносно до початку досліджуваного періоду (t)	Дата	Значення індексу	Зміна відносно до початку досліджуваного періоду (t)
t+42	2008-10-20	98.1605	1.070885	2015-12-14	112.7521	1.022984	2020-03-16	120.9417	1.041545
t+43	2008-10-21	99.4242	1.084671	2015-12-15	112.8609	1.023971	2020-03-17	122.4875	1.054857
t+44	2008-10-22	101.2131	1.104187	2015-12-16	112.9864	1.025110	2020-03-18	124.1693	1.069341
t+45	2008-10-23	101.1071	1.103031	2015-12-17	113.8177	1.032652	2020-03-19	125.0662	1.077065
t+46	2008-10-24	101.8442	1.111072	2015-12-18	113.2837	1.027807	2020-03-20	124.9425	1.076000
t+49	2008-10-27	102.3415	1.116497	2015-12-21	113.4144	1.028993	2020-03-23	126.1342	1.086263
t+50	2008-10-28	102.4236	1.117393	2015-12-22	113.2110	1.027148	2020-03-24	125.5092	1.080880
t+51	2008-10-29	100.0967	1.092008	2015-12-23	113.1847	1.026909	2020-03-25	124.7995	1.074768
t+52	2008-10-30	99.4568	1.085027	2015-12-24	113.0496	1.025683	2020-03-26	122.4384	1.054434
t+53	2008-10-31	99.7662	1.088402	2015-12-25		1.025683	2020-03-27	122.4097	1.054187
t+56	2008-11-03	99.4345	1.084783	2015-12-28	113.0461	1.025652	2020-03-30	123.2997	1.061852
t+57	2008-11-04	97.9957	1.069087	2015-12-29	113.1664	1.026743	2020-03-31	122.5394	1.055304
t+58	2008-11-05	98.0953	1.070173	2015-12-30	113.4707	1.029504	2020-04-01	123.8033	1.066189
t+59	2008-11-06	99.5364	1.085895	2015-12-31	113.3429	1.028345	2020-04-02	123.5994	1.064433
t+60	2008-11-07	99.3944	1.084346	2016-01-01		1.028345	2020-04-03	124.4237	1.071532
t+63	2008-11-10	99.5897	1.086477	2016-01-04	114.1595	1.035753	2020-04-06	124.1692	1.069340
t+64	2008-11-11	99.6041	1.086634	2016-01-05	114.2649	1.036710	2020-04-07	123.1038	1.060165
t+65	2008-11-12	101.1947	1.103986	2016-01-06	114.6177	1.039911	2020-04-08	123.2299	1.061251
t+66	2008-11-13	101.7740	1.110306	2016-01-07	114.6516	1.040218	2020-04-09	122.4834	1.054822
t+67	2008-11-14	100.9705	1.101540	2016-01-08	115.0095	1.043465	2020-04-10	122.1668	1.052095
t+70	2008-11-17	101.1029	1.102985	2016-01-11	115.0139	1.043505	2020-04-13	122.5282	1.055208
t+71	2008-11-18	101.3965	1.106188	2016-01-12	115.3128	1.046217	2020-04-14	122.1204	1.051696
t+72	2008-11-19	101.8804	1.111467	2016-01-13	115.1425	1.044672	2020-04-15	123.0840	1.059994
t+73	2008-11-20	103.2737	1.126667	2016-01-14	115.3846	1.046869	2020-04-16	123.4698	1.063317
t+74	2008-11-21	103.6289	1.130542	2016-01-15	115.7404	1.050097	2020-04-17	122.8791	1.058230
t+77	2008-11-24	101.5020	1.107339	2016-01-18		1.050097	2020-04-20	123.1121	1.060236
t+78	2008-11-25	100.7997	1.099677	2016-01-19	115.8155	1.050778	2020-04-21	123.9207	1.067200
t+79	2008-11-26	101.2566	1.104662	2016-01-20	116.3498	1.055626	2020-04-22	123.9354	1.067327
t+80	2008-11-27	101.2564	1.104659	2016-01-21	115.9833	1.052301	2020-04-23	123.7645	1.065855
t+81	2008-11-28	101.6468	1.108919	2016-01-22		1.052301	2020-04-24	124.1720	1.069364
t+84	2008-12-01	102.1744	1.114674	2016-01-25		1.052301	2020-04-27	123.8954	1.066982
t+85	2008-12-02	101.9891	1.112653	2016-01-26		1.052301	2020-04-28	123.3794	1.062538
t+86	2008-12-03	102.4251	1.117409	2016-01-27	115.5087	1.047995	2020-04-29	122.7877	1.057443
t+87	2008-12-04	102.0715	1.113552	2016-01-28	115.2224	1.045397	2020-04-30	122.3375	1.053566
t+88	2008-12-05	103.4902	1.129029	2016-01-29	115.5731	1.048579	2020-05-01	123.1615	1.060662
t+91	2008-12-08	101.7227	1.109747	2016-02-01	115.3331	1.046401	2020-05-04	123.2224	1.061186
t+92	2008-12-09	101.7346	1.109876	2016-02-02	115.5530	1.048396	2020-05-05	122.8117	1.057649
t+93	2008-12-10	101.2913	1.105040	2016-02-03	114.6144	1.039881	2020-05-06	123.6188	1.064600
t+94	2008-12-11	99.5101	1.085608	2016-02-04	113.6012	1.030688	2020-05-07	123.1339	1.060424
t+95	2008-12-12	100.3190	1.094433	2016-02-05	114.2935	1.036969	2020-05-08	122.5465	1.055365
t+98	2008-12-15	99.1001	1.081135	2016-02-08	114.4351	1.038254	2020-05-11	123.2423	1.061358
t+99	2008-12-16	98.4771	1.074339	2016-02-09	114.1270	1.035459	2020-05-12	123.0694	1.059869
t+100	2008-12-17	96.8227	1.056290	2016-02-10	114.2877	1.036917	2020-05-13	123.5512	1.064018

Джерело: [41, власні розрахунки]