

УДК 339.9: 339.7.01

Юрій КИРИЛИЧ

## ДО ПИТАННЯ АНАЛІЗУ ДИНАМІКИ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ В ДЕЯКИХ ЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇНАХ

**Резюме.** Розглянуто актуальні проблеми комплексного аналізу динаміки фінансової лібералізації у європейських країнах. Досліджено методологічні засади та інструментарій аналізу динаміки фінансової лібералізації. Запропоновано використати індекс фінансової лібералізації КАOPEN, на основі розрахунків якого визначено чотири цикли фінансової лібералізації у Європі. Проведені дослідження показали, що зміни рівнів фінансової лібералізації впливають на зміну реальної відсоткової ставки та облікової ставки, а також на зміну обмінного курсу з метою уникнення перетікання коштів і дисбалансів у вартості капіталу. Враховуючи той факт, що більшість європейських країн використовують політику таргетування інфляції, автором висловлено припущення, що є взаємовплив між дефлятором ВВП, інфляцією споживчих цін та фінансовою лібералізацією, що змушує уряди країн балансувати між рівнем фінансової відкритості та грошовою масою в країні.

**Ключові слова:** глобалізація, фінансова лібералізація, індекс фінансової лібералізації, цикли фінансової лібералізації.

Yuriy KYRYLYCH

## TO THE PROBLEM OF ANALYSIS OF FINANCIAL LIBERALIZATION DYNAMICS IN SOME EUROPEAN COUNTRIES

**Summary.** Actual problems of complex analysis of financial liberalization dynamics in the European countries are discussed by the author in the article. Methodological principles and tools of analysis of the dynamics of financial liberalization are to investigate in the paper. The author proposes to use the index of financial liberalization KAOPEN, based on which four cycles of financial liberalization in Europe are identified. The analysis showed that the changes in the level of financial liberalization, that is expressed by the KAOPEN index, was the cause of changes in the current account, the external debt, the exchange rate, the amount of foreign direct investment, GDP growth, interest rate and real interest rate among countries surveyed during the 1960–2013 years. The author conducted as well the test of the Granger for KAOPEN index, while the research period was divided into three parts: from 1971–1990, 1991–2000, 2001–2013 years. Comparing these results it can be considered that causal relationships were revealed only between the financial liberalization and the level of the budget deficit. Financial liberalization, which is expressed by KAOPEN index, is causing changes in the current account and it is confirmed by the Granger test. Considering the fact that most European countries use inflation targeting policy, the author suggests that there is mutual influence between the GDP deflator, consumer price inflation and financial liberalization that causes national governments to balance between the level of financial openness and the money supply in the country.

**Key words:** globalization, financial liberalization, financial liberalization index, cycles of financial liberalization.

**Постановка проблеми.** Основною умовою здійснення глобальних трансформацій у фінансовій системі країн Європи є фінансова лібералізація, сутність якої полягає в усуненні чи зменшенні обмежень у діяльності банків та інших фінансових установ при здійсненні ними їхньої діяльності. Наслідки фінансової лібералізації, як позитивні, так і негативні, стають дедалі відчутнішими для суспільства загалом, а також для кожної країни, компанії зокрема. Проблема зростання її впливу на національні фінансові системи актуальна ще й в аспекті проведення комплексного оцінювання динаміки фінансової лібералізації з метою прогнозування її наслідків та ефективного управління цим процесом.

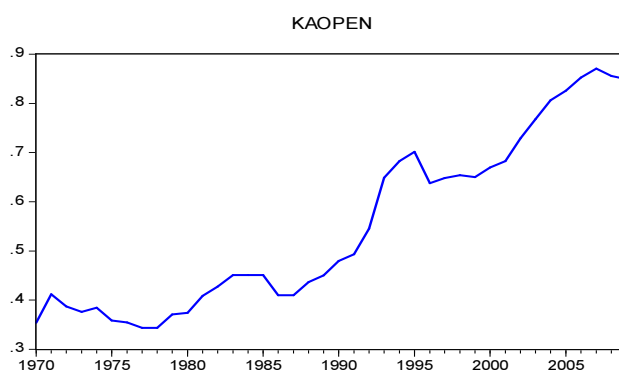
**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Сучасна база знань про особливості функціонування національних фінансових систем в умовах фінансової лібералізації сформувалася завдяки дослідженням С. Вальдес-Прієто, К. Джордана, Й. Дріссена, Г. Імпавідо, С. Классена, Л. Лавена, Д.-К. Лі, Д. Маджонні, А.Р. Мусалема, С. Томас, П. Хонохана, Д. Хансона, А. Шах, А. Ші та інших. Серед наукових праць, присвячених фінансовій лібералізації та інтеграції України у глобальну фінансову систему, слід виділити дослідження таких вітчизняних науковців, як Л. Антонюк, А. Гальчинського, В. Геєця, Д. Лук'яненко, З. Луцишин, В. Новицького, Є. Панченко, Ю. Пахомова, О. Плотнікова, В. Шевчука та багатьох інших. Разом з тим існує об'єктивна необхідність подальших досліджень фінансової лібералізації економік, насамперед у напрямках розроблення індексного методу оцінювання динамізму фінансової лібералізації країн світу.

**Мета статті** – аналіз динаміки фінансової лібералізації в європейських країнах за допомогою індексу фінансової лібералізації КАOPEN.

**Виклад основних результатів дослідження.** Серед усіх досліджених та описаних індексів фінансової лібералізації для найповнішого аналізу найчастіше використовують такі [1–3]: FINREFORM (А. Абїад, Е. Детражіаш, Т. Трессел); КАOPEN (М. Чін та Х. Іто) KASHI (М. Шіндлер); FORU (Г. Ж. Едісон, Ф. Варнок); LANE (TOTAL) (П.Р. Лейн, Ж.М. Мілеси-Феретті). Кожен з цих індексів має різне часове покриття та методи обчислення.

Враховуючи доступність для дослідження, методи обчислення, часове покриття та кількість країн, для проведення аналізу динаміки фінансової лібералізації в європейських країнах використаємо індекс КАOPEN.

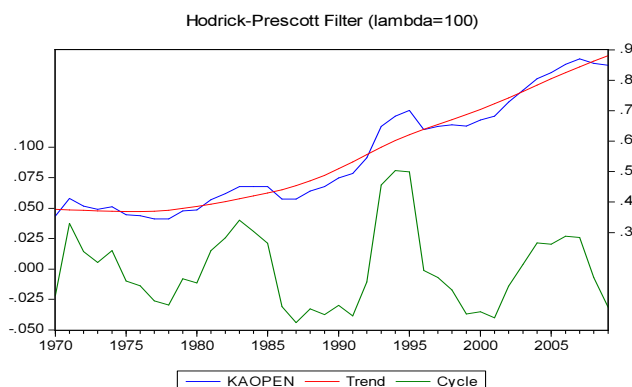
Усереднене значення для 35 досліджуваних країн для КАOPEN упродовж 1970–2010 років наведено на графіку (рис.1).



**Рисунок 1.** Усереднене значення для індексу КАOPEN  
**Figure 1.** The average value for the index KAOPEN

З графіка динаміки КАOPEN чітко бачимо, що деякі європейські країни пройшли повний шлях фінансової лібералізації за останніх 40 років. Фінансова лібералізація проходила в кілька етапів. Спочатку ці процеси відбулися в Західній Європі та поступово переміщувалися на схід, північ і південь. Швидкість їх розповсюдження Європою, здебільшого, була зумовлена політичною ситуацією.

Для визначення циклів фінансової лібералізації використаємо фільтр Ходріка-Прескотта, який є методом згладжування часового ряду і використовується для виділення тривалих тенденцій часового ряду[1].



**Рисунок 2.** Фільтр Ходріка-Прескотта для усередненого значення КАOPEN  
**Figure 2.** Hodrika-Prescott filter for the average value KAOPEN

Отже, фінансова лібералізація, яка виражена індексом КАOPEN мала чіткий зростаючий тренд та 4 цикли за останні 40 років. Можна припустити, що перший цикл, який відбувався в 1970–1976 рр. пов'язаний з проведенням фінансової лібералізації у

західноєвропейських країнах. Саме цей період більшість науковців вважають початком фінансової глобалізації в світі. Зазначимо, що в цей час відбувався перехід від Бреттон-Вудської до Ямайської валютної системи, яка передбачала повну демонетизацію золота і перехід до спеціальних прав запозичення, які розробляв МВФ. Розвинені економіки Європи підхопили цей тренд, що активно супроводжувався їхнім економічним зростанням.

Другий цикл фінансової лібералізації в Європі проходив в середині 1980-их років, зокрема серед скандинавських країн та країн центральної Європи.

Третій найактивніший цикл зумовлений розпадом СРСР, падінням берлінської стіни, розпадом Югославії, поваленням ряду диктатур в європейських країнах. Значна частина з цих країн стала на шлях фінансової лібералізації одразу, що викликало даний бум.

Останній, четвертий цикл фінансової лібералізації проходив після 2000-их у країнах Східної Європи.

Зміна рівня фінансової лібералізації виражена індексом КАOPEN була причиною зміни у рахунку поточних операцій, зовнішньому боргу, обмінному курсі, кількості прямих іноземних інвестицій, рості ВВП, облікової ставки та реальної відсоткової ставки серед досліджуваних країн упродовж 1960–2013 років. При такому підході причиною зміни рівня фінансової лібералізації був лише рівень державного боргу. Не виявлено ніяких причинно-наслідкових зв'язків між рівнем фінансової лібералізації, який виражений індексом КАOPEN та дефіцитом бюджету, ВВП у постійних цінах і портфельними інвестиціями.

Проведемо ще тести Грейнджера и для індексу КАOPEN, але розіб'ємо досліджуваний період на три частини: з 1971–1990; 1991–2000; 2001–2013 рр. Додамо також ще три макроекономічних показники: дефлятор ВВП, інфляцію за рівнем споживчих цін та рівень безробіття. Такий тест дозволить проаналізувати фінансову лібералізацію як динамічне явище у часі (табл.1).

Таблиця 1

Причинність фінансової лібералізації для індексу КАOPEN

Table 1

Causality of financial liberalization for index KAOPEN

	1970–1990	1971–2000	2001–2013
Дефіцит бюджету	x	x	x
Рахунок поточних операцій (у % від ВВП)	x	→	←
Зовнішній борг	→	x	←
Обмінний курс	x	→	→
ПП	x	x	←
ВВП у постійних цінах	←	x	x
Ріст ВВП	x	x	←
Державний борг	x	x	→
Облікова ставка	←	x	x
Прямі портфельні інвестиції	→	x	x
Реальна відсоткова ставка	x	←	x
Інфляція.	←	←	←
Дефлятор ВВП		→	→
Інфляція за рівнем споживчих цін	x	←	←
			→
Безробіття	x	←	x

Поділ на три часові періоди дозволяє розглянути взаємозв'язок фінансової лібералізації та макроекономічних показників у контексті 35 країн Європи в часовому вимірі. Очевидно, що фінансова лібералізація не має постійного закономірного впливу на низку показників, а змінюється динамічно. Тому не можна вважати фінансову лібералізацію трансцендентним явищем, насамперед таким, яке докорінно змінює структуру економіки, її рівновагу і в результаті може викликати зворотні впливи.

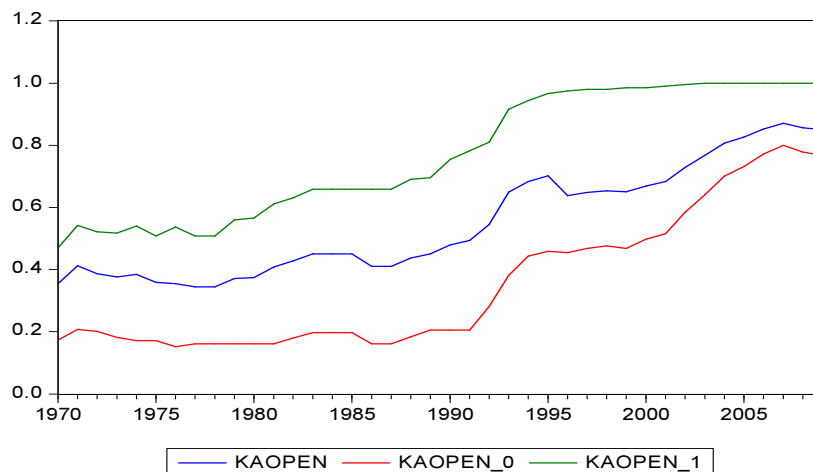
Беручи до уваги те, що причинно-наслідкові зв'язки змінюються у трьох часових періодах, для кращого розуміння введемо поділ вищезгаданих країн на дві групи у часовому періоді 1960–2013 років для індексу КАOPEN. Умовно розділимо досліджувані періоди за наступним логічним принципом:

- країни, що розпочали процес фінансової лібералізації після 1990-их років та країни, які проводили фінансову лібералізацію раніше, але зазнали економічних потрясінь чи криз в економіці, тобто їх відносимо до групи «нові=0»;
- країни, що проводили фінансову лібералізацію до 1990 р. та не зазнали значних економічних труднощів у майбутньому, тобто їх віднесемо до групи «нові=1».

Таким чином, до групи «нові=0» відносимо такі країни: Білорусь, Болгарія, Хорватія, Кіпр, Чехія, Естонія, Угорщина, Греція, Ісландія, Латвія, Литва, Мальта, Польща, Португалія, Румунія, Росія, Словаччина, Словенія, Іспанія, Туреччина, Україна. До групи «нові=1» віднесемо: Австрія, Бельгія, Данія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Італія, Люксембург, Нідерланди, Норвегія, Швеція, Швейцарія, Великобританія.

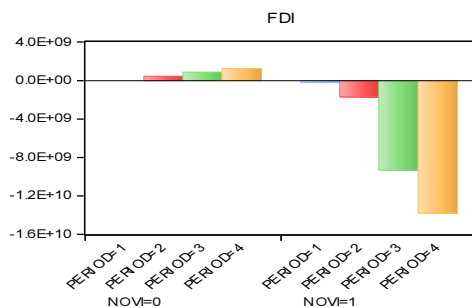
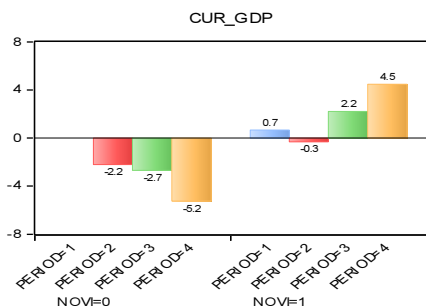
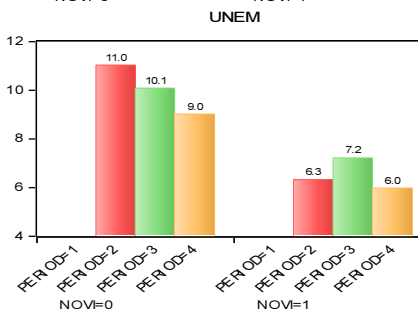
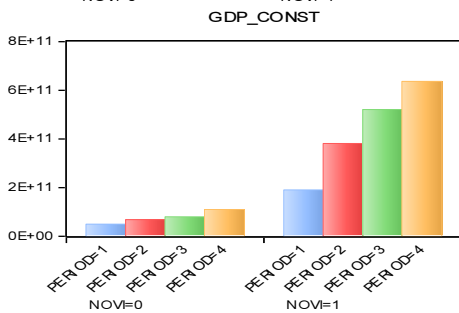
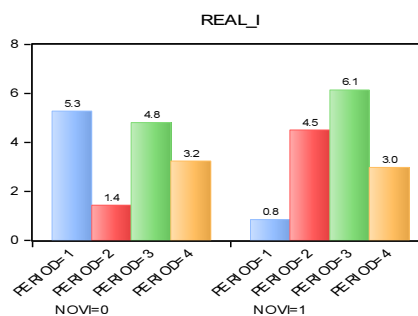
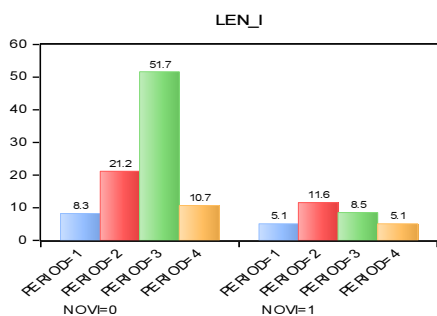
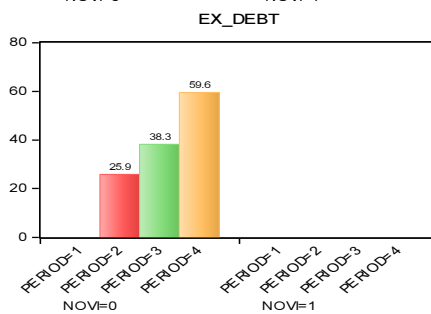
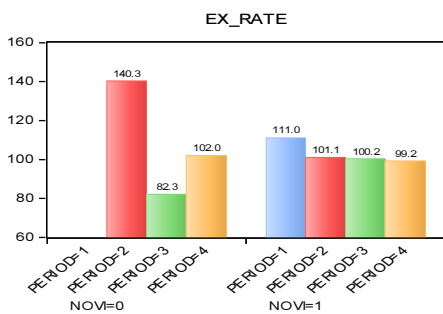
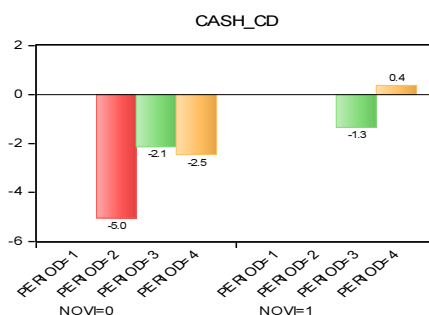
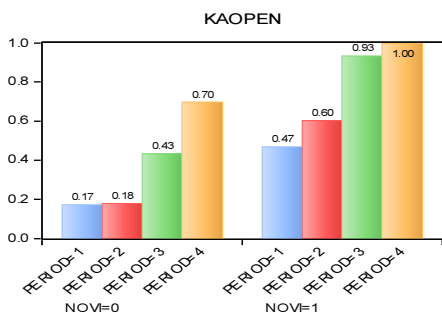
Нижче наведемо таблицю середніх значень макроекономічних показників для груп «нові=1» та «нові=0» у досліджуваній період 1960–2013.

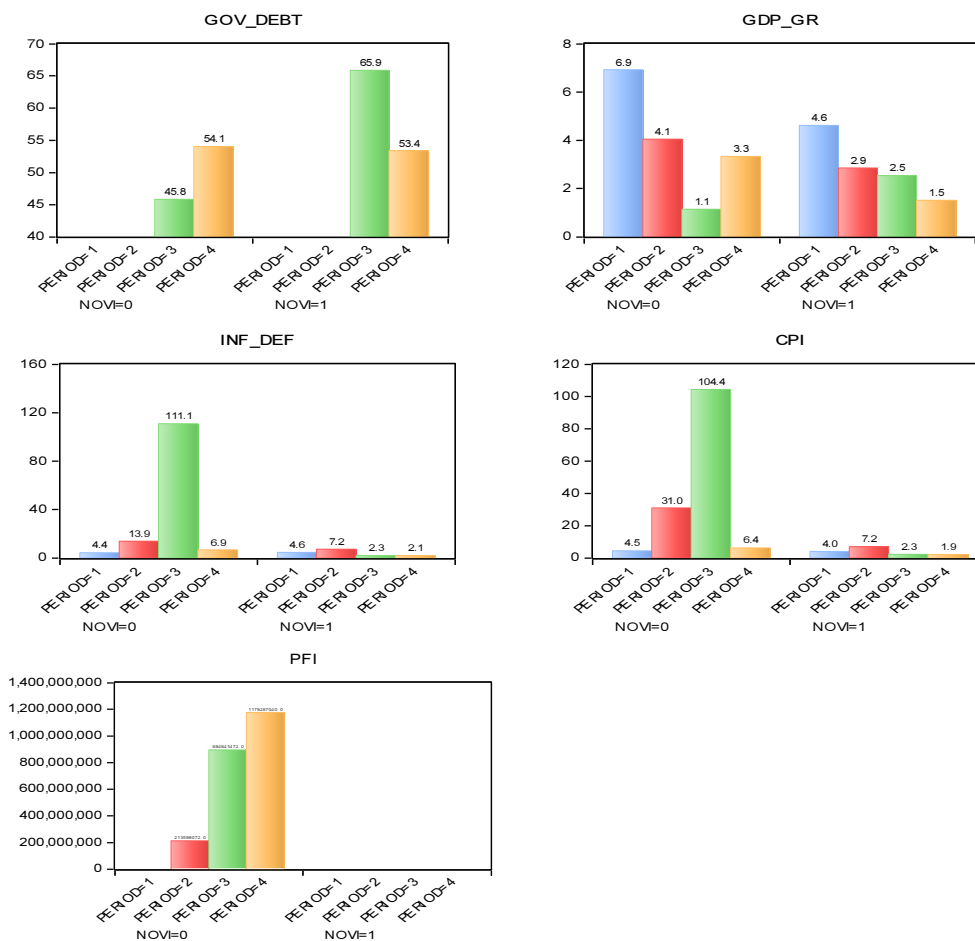
Динаміка КАOPEN для «нові=0» та «нові=1», яку на графіку (рис.3) позначено КАOPEN\_0 (нижня крива) та КАOPEN\_1 (верхня крива) відповідно, показує, що ці групи країн проводили приблизно однакову політику фінансової лібералізації, хоча й на різних її рівнях. Це веде до припущення, що реакція в сучасному світі на процеси фінансової лібералізації відбувається синхронно та проходить паралельно. Також з графіка бачимо, що темпи проведення фінансової лібералізації у групі країн «нові=0», починаючи з 1990-их років, були стрімкішими, ніж у групі «нові=1».



**Рисунок 3.** Динаміка КАOPEN, КАOPEN\_0 та КАOPEN\_1  
**Figure 3.** The dynamics of indexes KAOPEN, KAOPEN\_0 and KAOPEN\_1

Важливим є розуміння початкових умов для різних країн, в яких проводилася фінансова лібералізація. Далі наведемо діаграми макроекономічних показників для груп «нові=1» та «нові=0», щоб відобразити, наскільки відрізнялися стани економік вищезгаданих країн у досліджуваному періоді. Очевидним є те, що усереднені значення значно відрізняються у цих країнах і свідчать про різні шляхи економічного розвитку за умов фінансової лібералізації. Якщо поділити результати середніх значень за періодами 1960–1970 (period=1), 1971–1990 (period=2), 1991–2000 (period=3), 2001–2013 (period=4), то можна частково побачити динаміку зміни цих індексів за групами «нові=1» та «нові=0» (рис.4).





**Рисунок 4.** Значення основних макроекономічних показників та індексів для груп та періодів:

**Figure 4.** The values of key macroeconomic indicators and indices for groups and periods:

- КАOPEN – індекс М. Чін та Х. Іто;
- cash\_cd – дефіцит бюджету;
- cur\_grd – рахунок поточних операцій % від ВВП;
- ex\_debt – зовнішній борг;
- ex\_rate – обмінний курс;
- gdp\_gr – ріст ВВП у %;
- gov-debt – державний борг;
- len\_i – облікова ставка;
- PFI – портфельні іноземні інвестиції;
- real\_i – реальна відсоткова ставка;
- FDI – прямі іноземні інвестиції;
- gdp\_consst – ВВП у постійних цінах (дол. США).

Наведемо результати тесту Грейнджера для країн у групі «нові=1» та «нові=0» для індексу КАOPEN (табл.2).

Порівнюючи отримані результати, можна вважати, що не виявлено причинно-наслідкових зв'язків лише між фінансовою лібералізацією та рівнем дефіциту бюджету. Мабуть відсутність такого взаємозв'язку пояснюється тим, що для більшості європейських країн дефіцит бюджету є пріоритетним макропоказником, який суворо контролюється урядами країн. Можна припустити, що відсутність впливу фінансової лібералізації на дефіцит бюджету могла виразитися через інші макропоказники, зміною яких довелося знехтувати.

Таблиця 2

Тест Грейнджера для груп «нові=1» та «нові=0»

Table 2

Granger test for groups of «new = 1» and «new = 0»

	<i>Нові=0</i>	<i>Нові=1</i>
Дефіцит бюджету	x	x
Рахунок поточних операцій (у % від ВВП)	x	←
Зовнішній борг	x	←
Обмінний курс	x	←
ПП	←	x
ВВП в постійних цінах	x	x
Ріст ВВП	←	←
Державний борг	x	x
Облікова ставка	←	←
Прямі портфельні інвестиції	x	x
Реальна відсоткова ставка	x	x
Інфляція. Дефлятор ВВП	←	←
Інфляція за рівнем споживчих цін	← →	←
Безробіття	x	x

Фінансова лібералізація, яка виражена індексом КАOPEN, є причиною зміни в рахунку поточних операцій. Це підтверджено тестом Грейнджера, зокрема для країн, а також аналогічними тестами для часового періоду 2000–2013 років, виражено у групі «нові=1», коли більшість з цих країн проходили фінансову лібералізацію. Зворотний зв'язок впливу рахунку поточних операцій на фінансову лібералізацію простежується лише у період 1991–2000 років, коли більшість країн переживали економічну кризу та перехід від планової до ринкової економіки, що обмежувало ринки з метою їхнього захисту.

Також можна стверджувати, що фінансова лібералізація впливає на рівень зовнішнього боргу для країн у групі «нові=0» за винятком зворотного впливу в 1970–1990 рр., коли зовнішній борг стримував фінансову лібералізацію в країнах Західної Європи. Державний борг також є причиною зміни рівнів фінансової лібералізації та виступає, насамперед, стримуючим фактором.

Зазначимо, що спостерігається також чіткий причинно-наслідковий вплив фінансової лібералізації на ріст ВВП, хоча коли брати зміну ВВП у постійних цінах, то такого зв'язку майже не виявлено, за винятком періоду 1970–1990 років, коли активно розвивалися ринки в Західній Європі.

Розглядаючи результати тесту Грейнджера для ПП та ППП можемо зробити висновок, що ППП вплинули на фінансову відкритість у 1970–1990 роках для розвинених країн Європи, що відобразилося пізніше на країнах Східної Європи, які виступили реципієнтами цих інвестицій.

**Висновки.** Очевидно, що зміни рівнів фінансової лібералізації впливають на зміну реальної відсоткової ставки та облікової ставки, а також обмінного курсу з метою уникнення перетікання коштів і дисбалансів у вартості капіталу.

Оскільки більшість європейських країн використовують політику таргетування інфляції, то можна припустити, що є взаємовплив між дефлятором ВВП, інфляцією споживчих цін та фінансовою лібералізацією, що змушує уряди країн балансувати між рівнем фінансової відкритості та грошовою масою в країні.

Щодо впливу фінансової лібералізації на безробіття, то виявлено лише причинно-наслідкові зв'язки у 1991–2000 роках, коли значна частина із досліджуваних країн переходила до ринкової економіки.

**Conclusions.** Thus, changes in the level of financial liberalization affect the change in the real interest rate and the discount rate as well as the exchange rate in order to avoid flow of funds and imbalances in the cost of capital.

Whereas most European countries use inflation targeting policy, we can assume that there are mutual influences between the GDP deflator, consumer price inflation and financial liberalization that cause national governments to balance between the level of financial openness and the money supply in the country.

Concerning the impact of financial liberalization on unemployment, there are detections of cause-effect relationships in the years 1991–2000, when a large part of the countries surveyed passed to the market economy.

#### **Використана література**

1. Granger, C.W.J. Testing for causality: A personal viewpoint / C.W.J. Granger// Journal of Economic Dynamics and Control. – 1980. – No 2. – P.329–352.
2. World Bank. – World Development Indicators Online (WDI) database. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL : <http://data.worldbank.org>.
3. International Monetary Fund. – IMF eLibrary Data. – 2013. –[Електронний ресурс]. – Режим доступу : URL : <http://www.elibrary.imf.org>
4. Hodrick R. Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation/ R. Hodrick, E.C. Prescott// Journal of Money, Credit, and Banking. – 1997. – Vol. 29. – No 1. – P.1–16.