Потоки капіталу в світовій економіці

Лекція 18

Структура

1. Загальна характеристика сучасного стану світового фінансового ринку
2. Етапи становлення світового ринку капіталів
3. Переваги і недоліки потоків капіталу
4. Світові фінансові кризи
5. Глобальні дисбаланси
6. Актуальні проблеми світового фінансового ринку

18-1 Загальна характеристика сучасного стану світового фінансового ринку

Напрям змін у світовій економіці за останні два десятиріччя: „Швидке виникнення і раптове зміцнення світового ринку капіталів (або світового фінансового ринку), що прийшов на зміну системі регульованих національних ринків”

„Світовий ринок капіталів” =

„світовий фінансовий ринок”

„Глобалізація” фінансового ринку означає:

- розширення міжнародної торгівлі,
- пожвавлення міжнародної ділової активності,
- зростання кількості (а відповідно — впливу) транснаціональних корпорацій (ТНК), а також дрібніших господарських утворень (спільні підприємства, різноманітні альянси і т.п.),
- зростання взаємної залежності країн з відмінним рівнем економічного розвитку через існуючі потоки капіталу.

Експерти наголошують:

- зростає залежність світового економічного розвитку від стану економік США, Європейського союзу і Японії та регіональних процесів,
- заборгованість країн „третього світу” все вагоміше впливає на економіку країн-кредиторів

Для об’єктивної оцінки фінансових потоків треба аналізувати:

- банківські кредити в різних комбінаціях;
- портфельні інвестиції — торгівля іноземними акціями та облігаціями разом із зовнішньою (*англ*. cross-border) торгівлею власними (національними) цінними паперами;
- зовнішня (*англ*. cross-border) або внутрішня торгівля в іноземній валюті (*англ*. cross-currency) вторинними цінними паперами — опціонами, форвардними і ф’ючерсними контрактами, проведення обмінних операцій.

Структура потоків капіталу

Характеристика потоків	Джерело	Отримувач
Іноземна допомога	Державний сектор	Державний сектор
Прямі іноземні інвестиції	Приватний сектор	Державний сектор / приватний сектор
Банківські позики для уряду	Приватний сектор	Державний сектор
Банківські позики для приватних компаній	Приватний сектор	Приватний сектор
Портфельні інвестиції	Приватний сектор	Приватний сектор / державний сектор

Загальні механізми впливу потоків капіталу:

- збільшення внутрішнього попиту
  - на товари внутрішньої торгівлі
  - на товари зовнішньої торгівлі
- зростання експорту
  - сировинний
  - технологічний
- збільшення сукупної пропозиції

Моделі

- Довгострокові
  - Рамсі-Купманса,
  - з людським капіталом
- Короткострокові
  - Манделла-Флемінга,
  - “залежної” економіки

18-2 Етапи становлення світового ринку капіталів

- Золотий стандарт (з 1870-х років до початку Першої світової війни)
- Відновлення золотого стандарту (1921-1929 рр.)
- “Велика депресія” (1929-1933 рр.)
- Бреттон-Вудська угода (1946-1973 рр.)
- Лібералізація потоків капіталу (з кінця 1970-х років)
- Прискорення глобалізаційних процесів (із середини 1990-х років)

18-3 Переваги і недоліки потоків капіталу

Слід розрізняти декілька аналітичних розрізів:

- промислові країни і країни, що розвиваються
- коротко- і довгостроковий вплив
- темп фінансової лібералізації

Відкритість для потоків капіталу дозволяє:

- оптимізацію приватного споживання,
- кращу адаптацію до макроекономічних шоків,
- залучення ПІІ,
- посилення конкуренції,
- трансфер технологій,
- надійніше управління ризиками,
- підвищення продуктивності праці,
- зниження коштів гальмування інфляції

Механізми “імпорту” іноземної продуктивності:

- залучення ПІІ, передусім у банківський сектор,
- створення “сигналів” про поліпшення економічної ситуації,
- посилення мотивації для “здорової” економічної політики,
- підвищення прозорості економічного середовища

Розвиток фінансової системи за допомогою:

- підвищення реальної процентної ставки до рівноважного значення,
- портфельної диверсифікації фінансових активів,
- „витіснення” з ринку неефективних інституцій,
- поліпшення фінансової інфраструктури

Загальні застереження:

- загроза надмірного збільшення приватного споживання і підвищення RER,
- провокування експансійної фіскальної і монетарної політики
- передумови для “втечі” капіталу,
- придбання невиробничих активів,
- послаблення банківської системи,
- підвищення нестабільності доходу,

Критика прихильниками структуралізму:

- спекулятивний характер,
- погіршення поточного рахунку,
- непередбачуваний характер очікувань іноземних інвесторів,
- посилення слабкості внутрішнього макроекономічного середовища,
- брак довгострокових інвестицій,
- “втеча капіталу” (податкова база, дефіцит бюджету, криза платіжного балансу, інфляція),
- засіб фінансування місцевої олігархії

“Деіндустріалізація” економіки:

- розвиток сировинного сектора,
- підвищення RER,
- зростаючий попит на імпорт,
- циклічне погіршення зовнішньої рівноваги,
- підвищення премії від ризику

Проциклічність потоків капіталу може пояснюватися:

- міжчасовою оптимізацією приватного і державного споживання,
- тимчасовим характером економічної політики,
- доступністю капіталу в залежності від циклу ділової активності (кредитні обмеження),
- змінами в акумуляції валютних резервів,
- внутрішньою конкуренцією (англ. voracity effect) ,
- неповною інформацією.

Дві гіпотези рушійних сил потоків капіталу:

- Зовнішні чинники,
- Внутрішні чинники

Недоліки поспішної лібералізації для потоків капіталу:

- труднощі стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу,
- запобігання можливому підвищенню RER,
- збільшення імпорту споживчих товарів,
- ускладнення структурних перетворень на користь експортного сектора,
- значну частину доходу отримують інвестори

Баланс переваг і недоліків відкритості:

Керована лібералізація потоків капіталу повинна доповнюватися

1) адекватною макроекономічною політикою і

2) підтримуватися інституційними чинниками

Емпіричні результати оптимістичний варіант:

- відкриття ринку капіталу для іноземних інвесторів прискорює зростання ВВП на 1–2% упродовж наступних 5 років,
- розвиток фондового ринку, але після досягнення деякого порогового рівня,
- вплив на TFP є сильнішим для країн, що розвиваються,
- лібералізація фінансового сектора сприяє довгостроковому збільшенню інвестицій

Емпіричні результати песимістичний варіант:

- перехід від автаркії до ідеальної мобільності капіталу відповідає збільшенню приватного споживання приблизно на 1%,
- виграш забезпечують переважно опосередковані механізми,
- відбувається перехід до вищого рівноважного сальдо поточного рахунку

Результати на користь відкритості економіки піддаються сумніву:

- *напрям причинності*,
- *характер впливу*,
- *якісна характеристика експорту*

Досить часто емпіричні результати для перехресних і панельних вибірок не отримують належного підтвердження для даних окремих країн

Інші аргументи:

- залежність експорту від імпорту загрожує виникненням експортних “анклавів” і стагнацією решти економіки,
- зв’язок між зовнішньою торгівлею і доходом може бути взаємним,
- одночасне збільшення експорту та ВВП може бути наслідком економічної політики

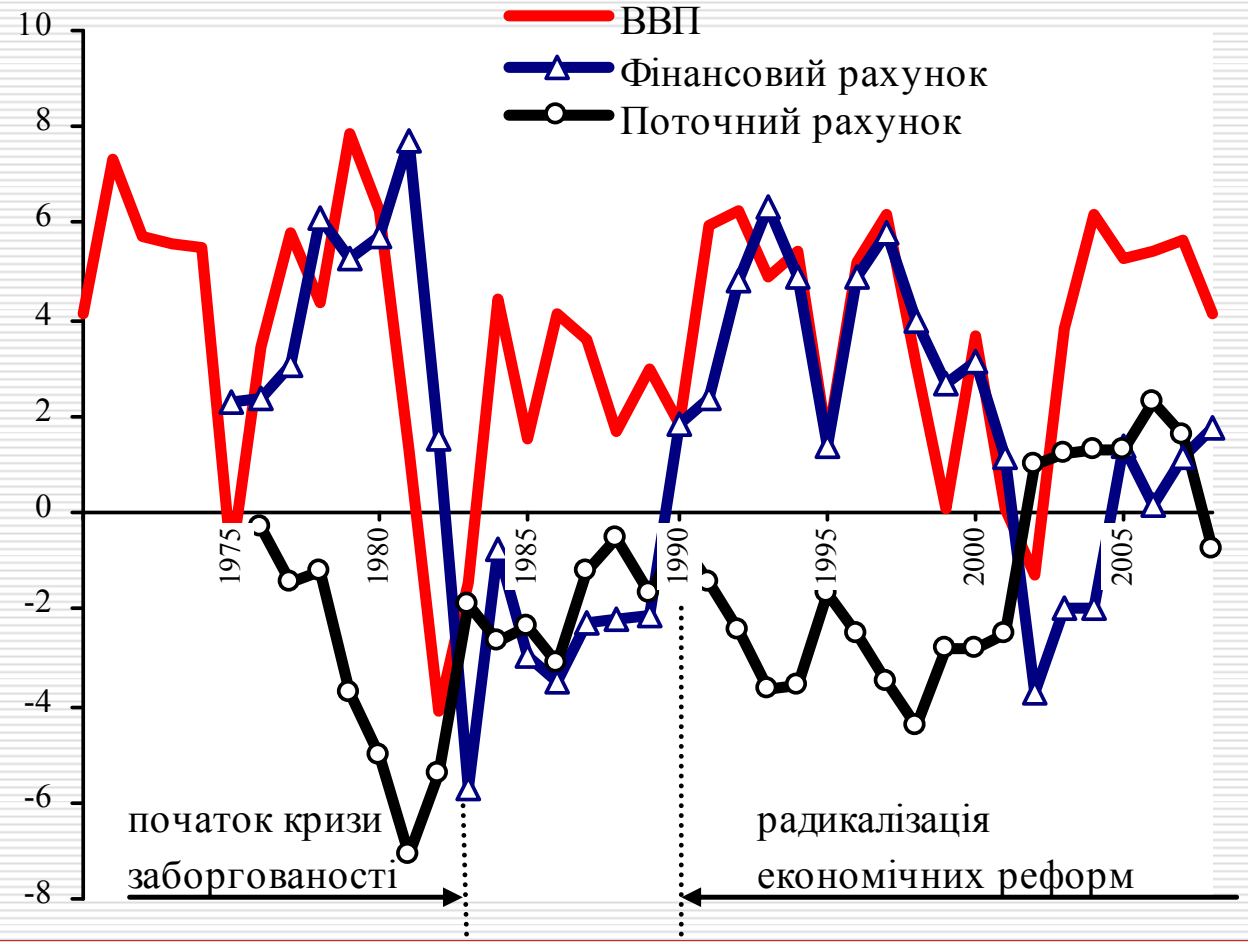
„Раптова зупинка” потоків капіталу може бути наслідком:

- Залежності від стану світового фінансового ринку
- Вплив внутрішньої макроекономічної ситуації
- “Інфікування” подіями в сусідніх країнах

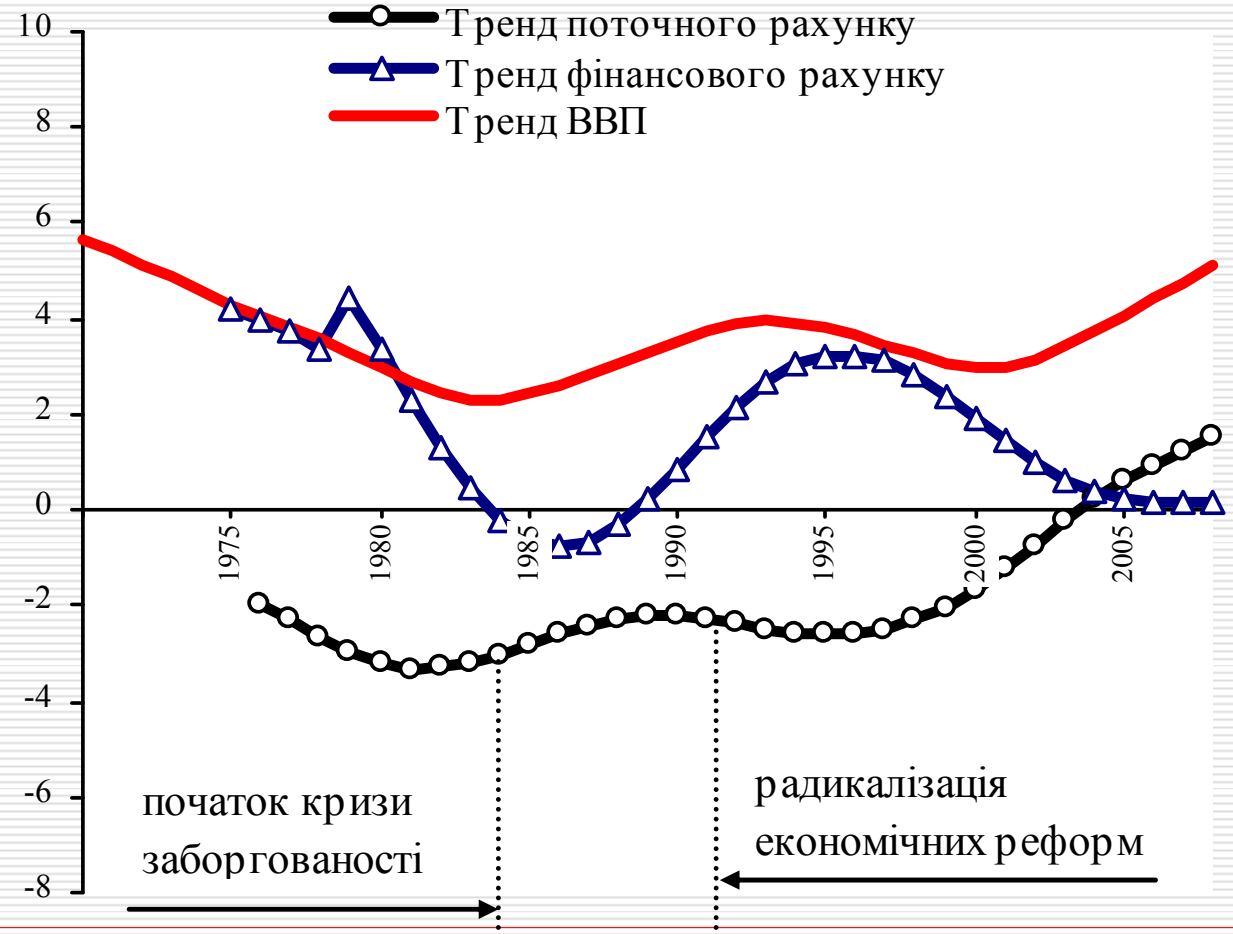
Несподівану „втечу” капіталу провокують:

- Побоювання девальвації грошової одиниці,
- Очікування несприятливих політичних подій

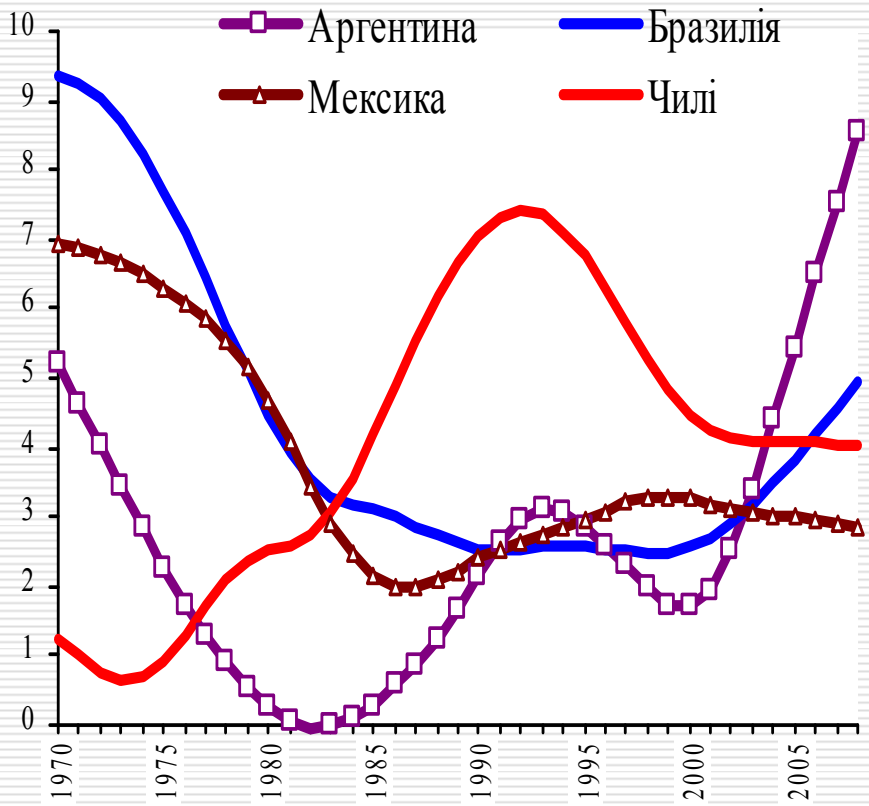
Латинська Америка: приплив капіталу (% від ВВП), 1975–2008 рр.



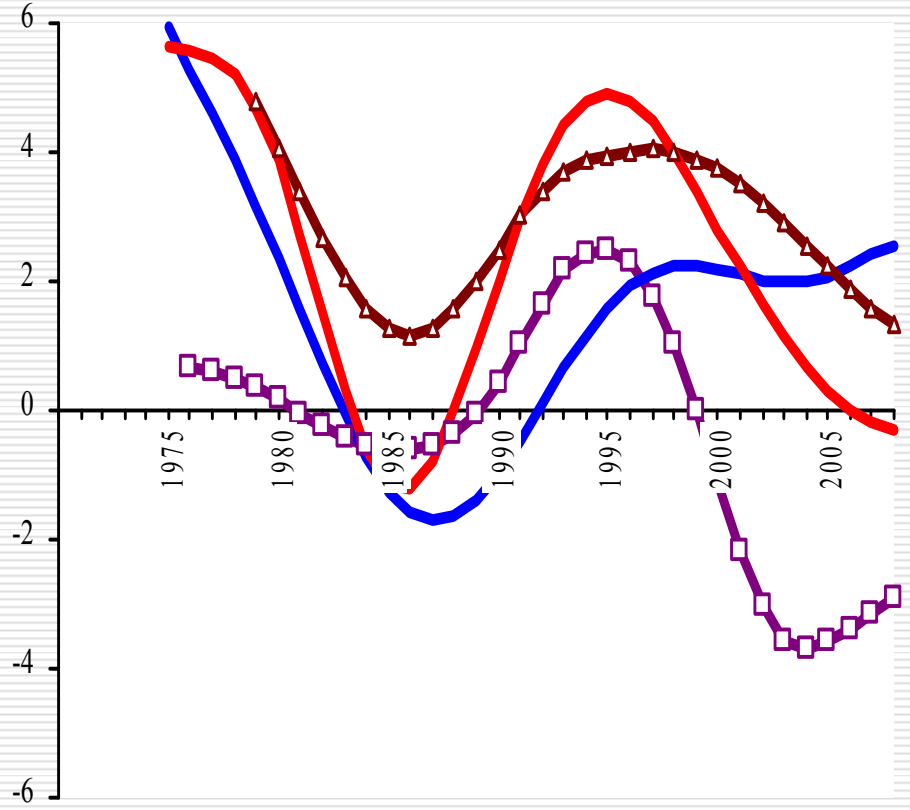
Латинська Америка: приплив капіталу (% від ВВП), 1975–2008 рр.



Латинська Америка: приплив капіталу (% від ВВП), 1975–2008 рр.

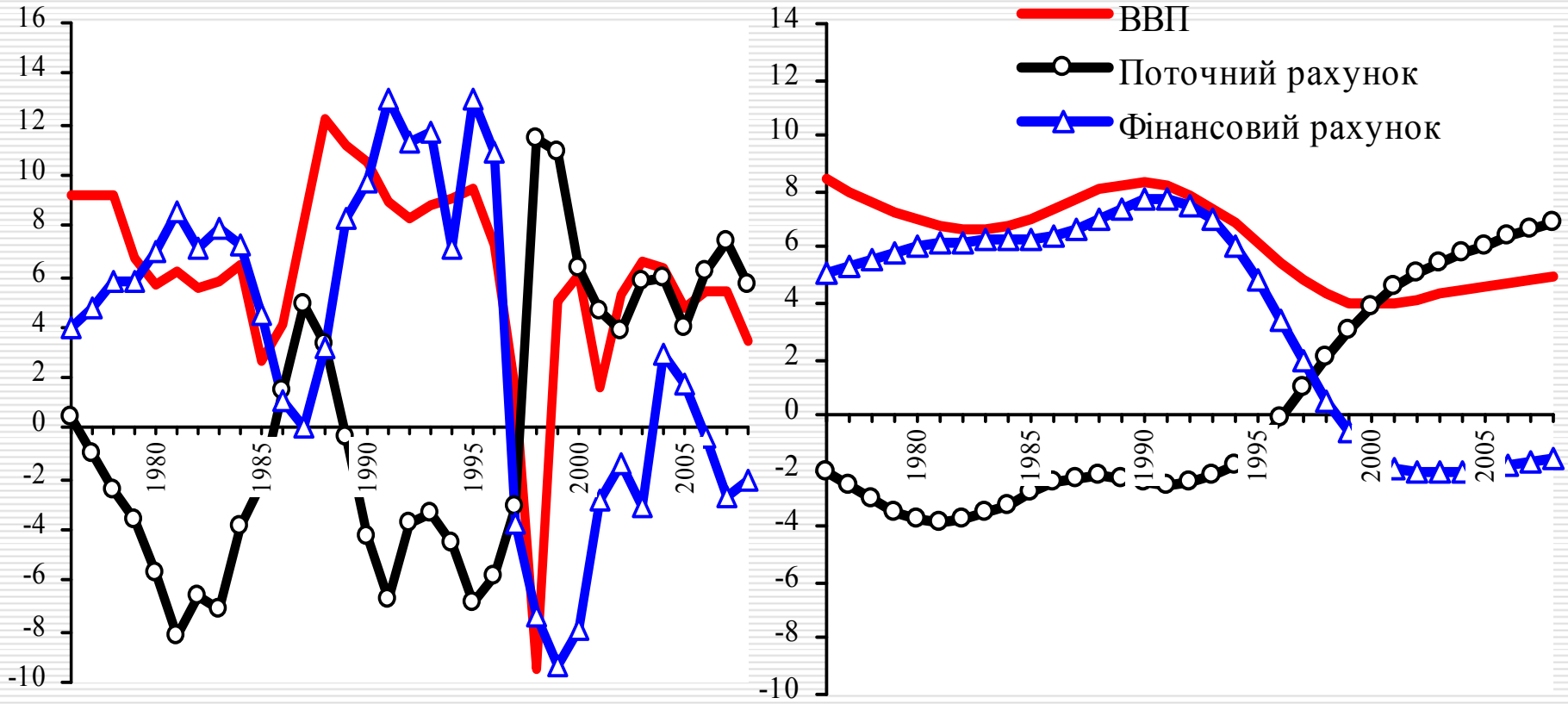


а) ВВП;

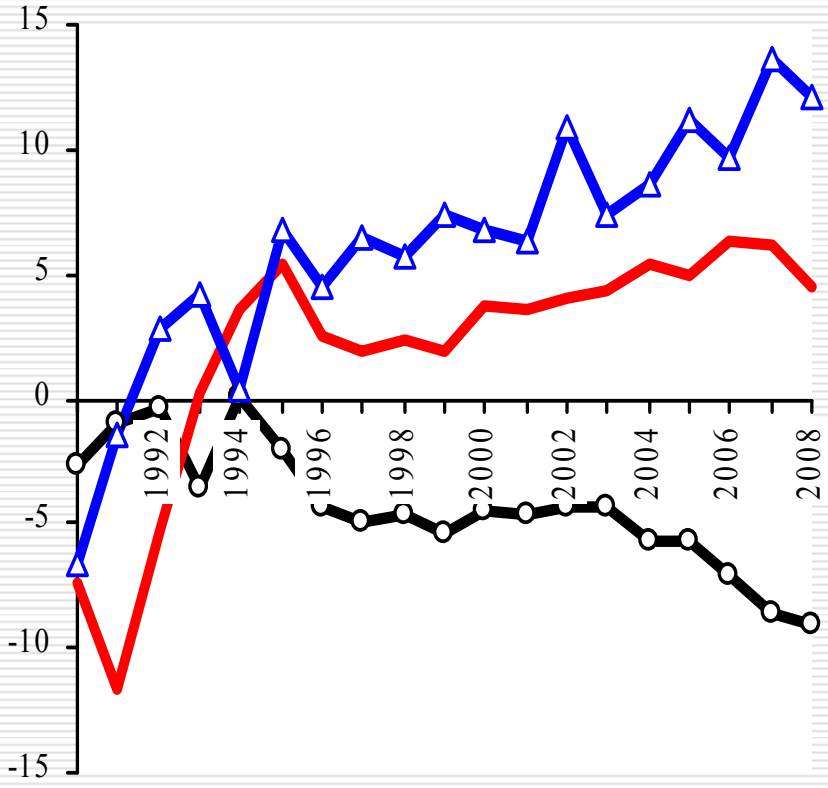


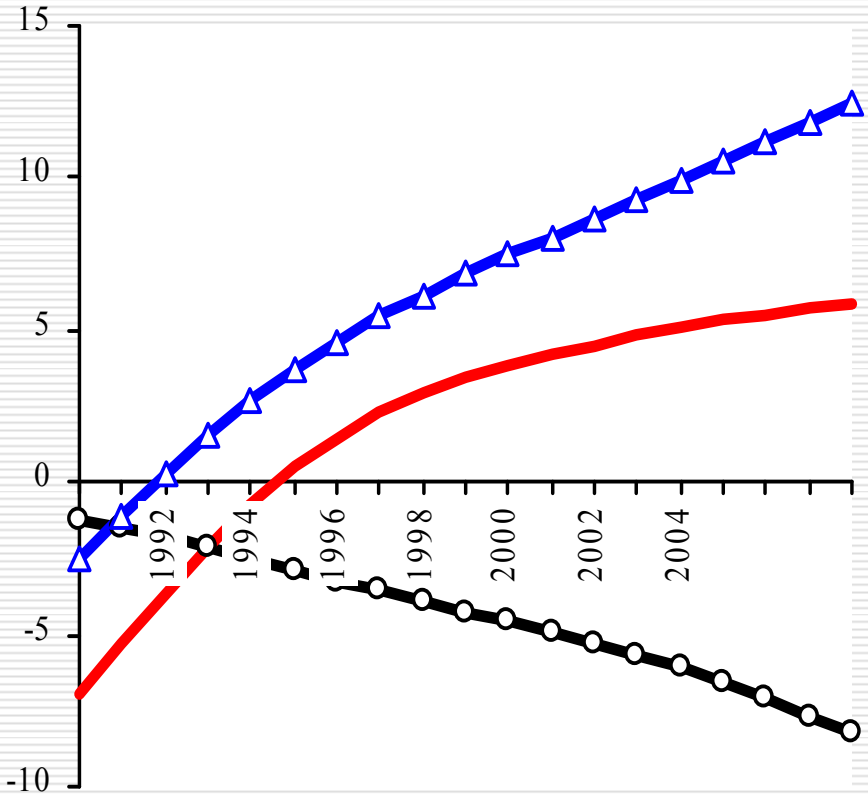
б) фінансовий рахунок;

Південно-Східна Азія: приплив капіталу (% від ВВП), 1976–2008 рр.

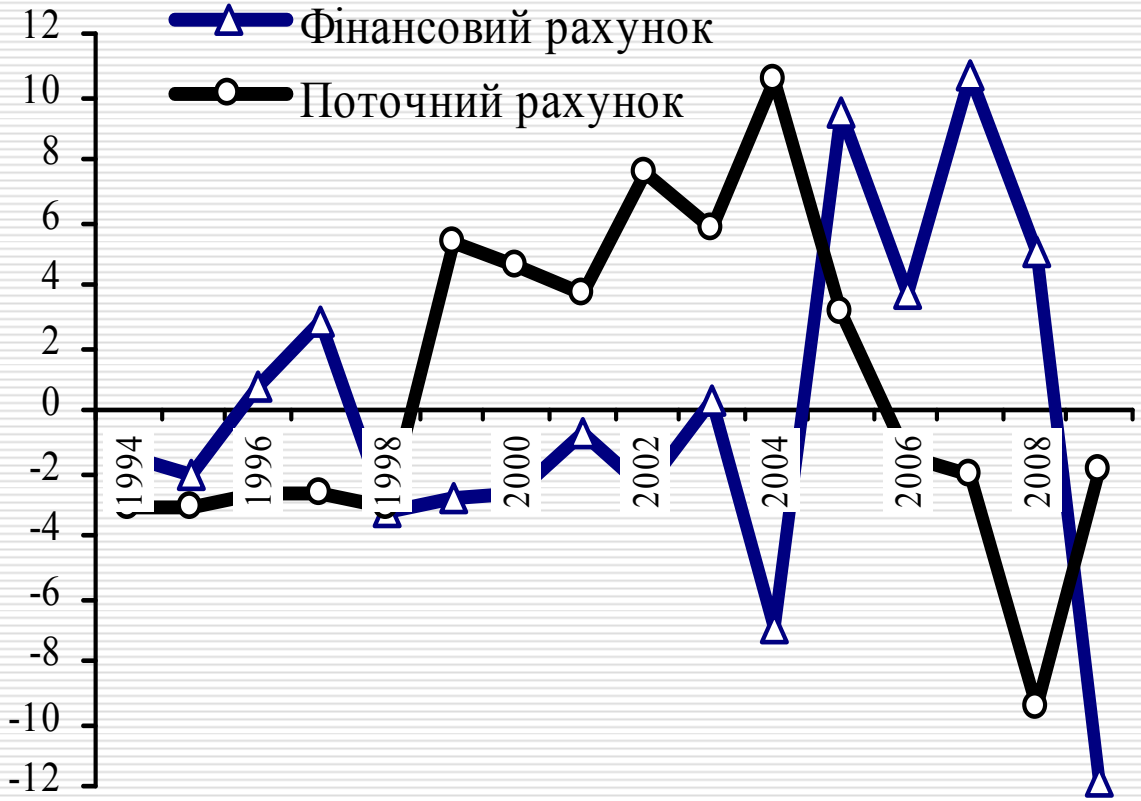


Східна Європа: приплив капіталу (% від ВВП), 1990–2008 рр.

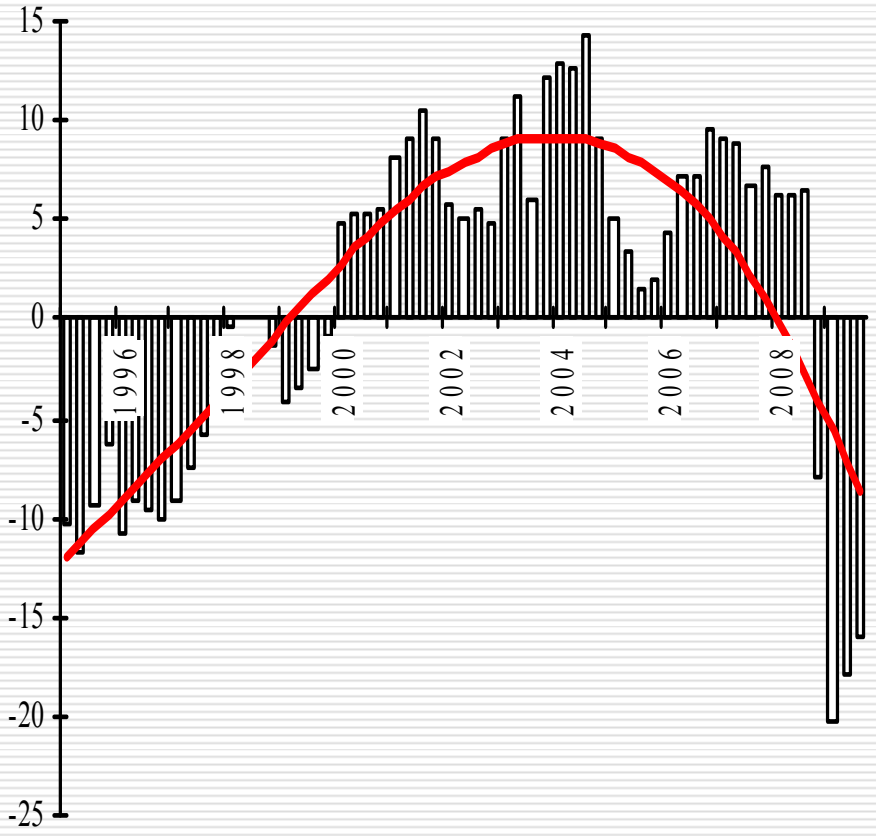


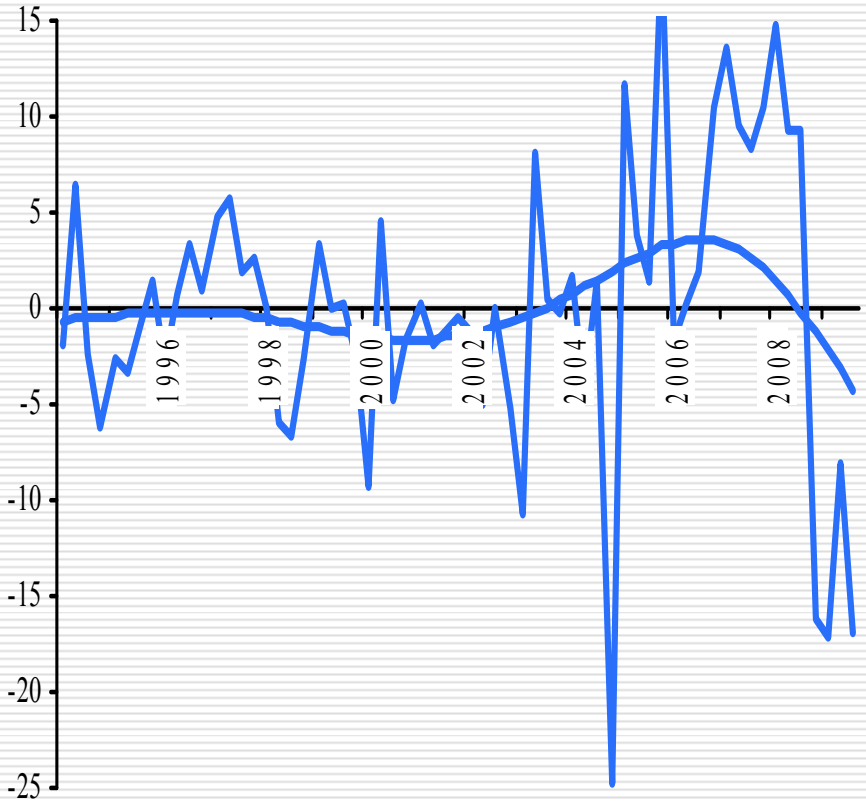


Україна: рахунки платіжного балансу (% від ВВП), 1994–2008 рр.

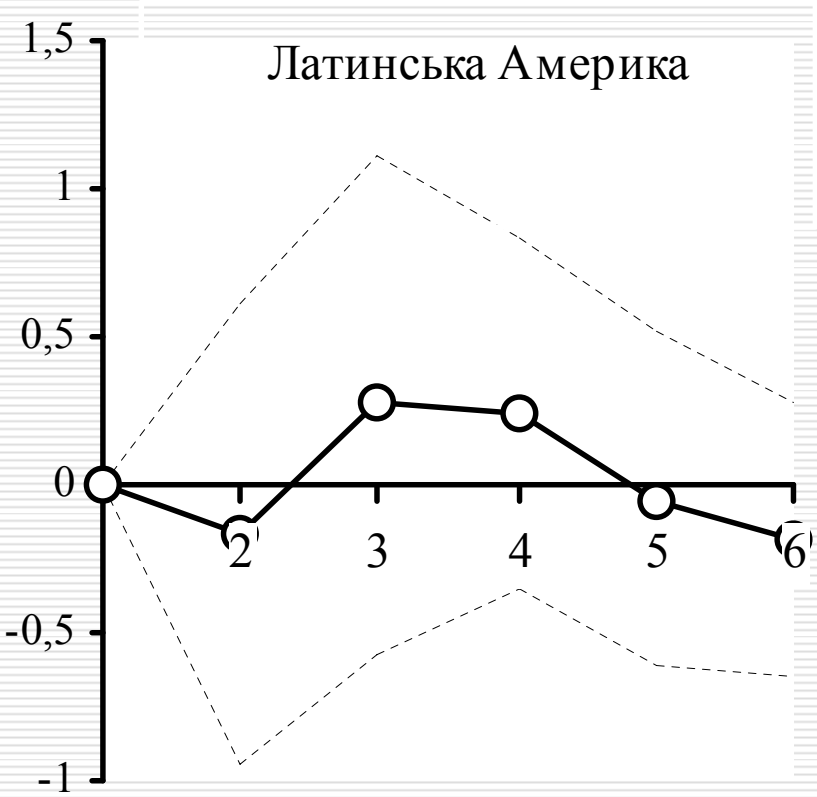


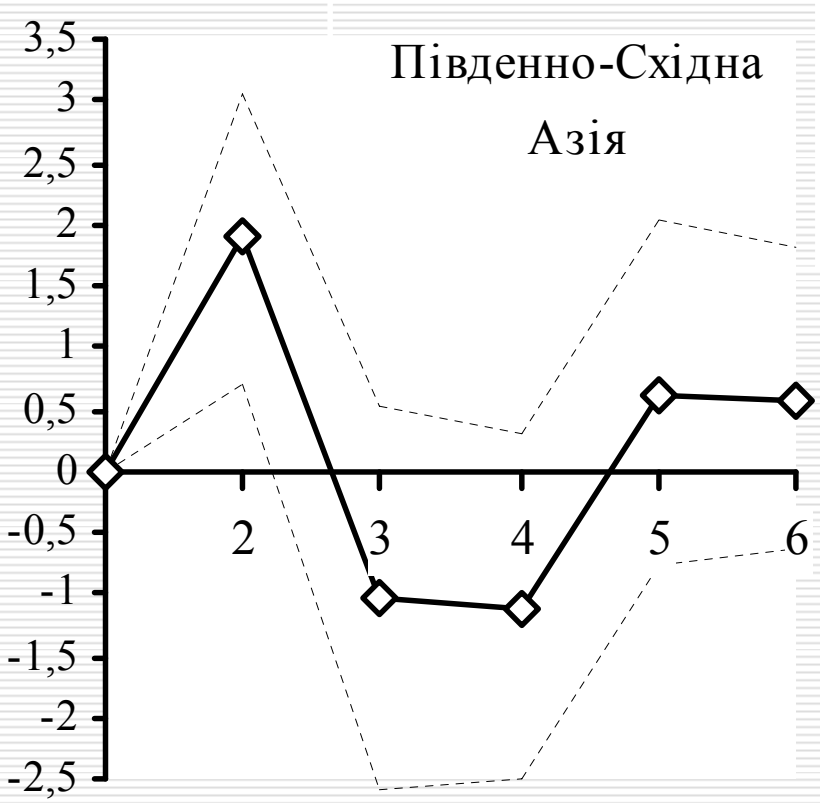
Україна: ВВП (%) і фінансовий рахунок (% від ВВП), 1995–2009 рр.



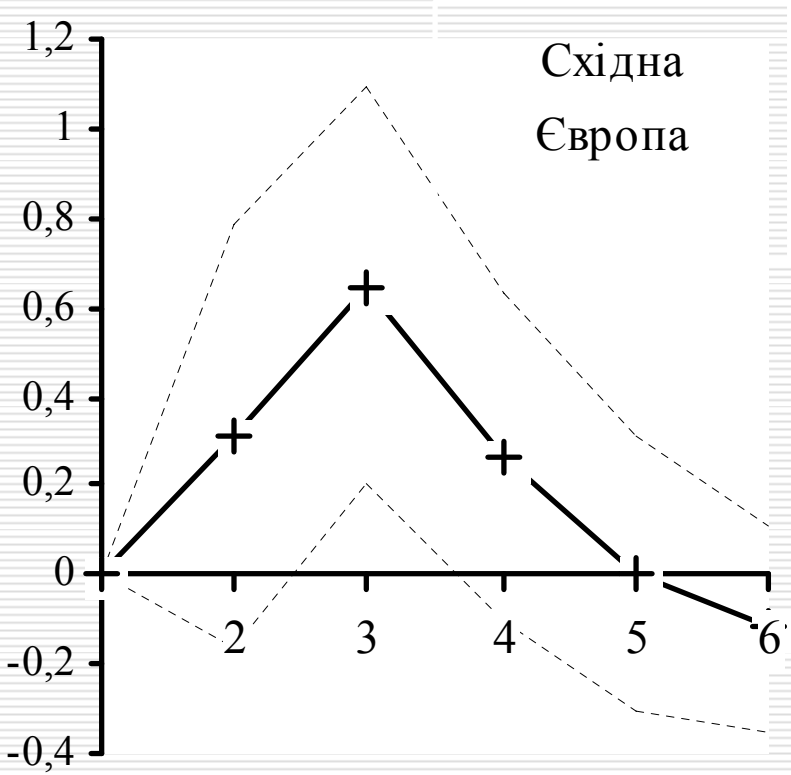


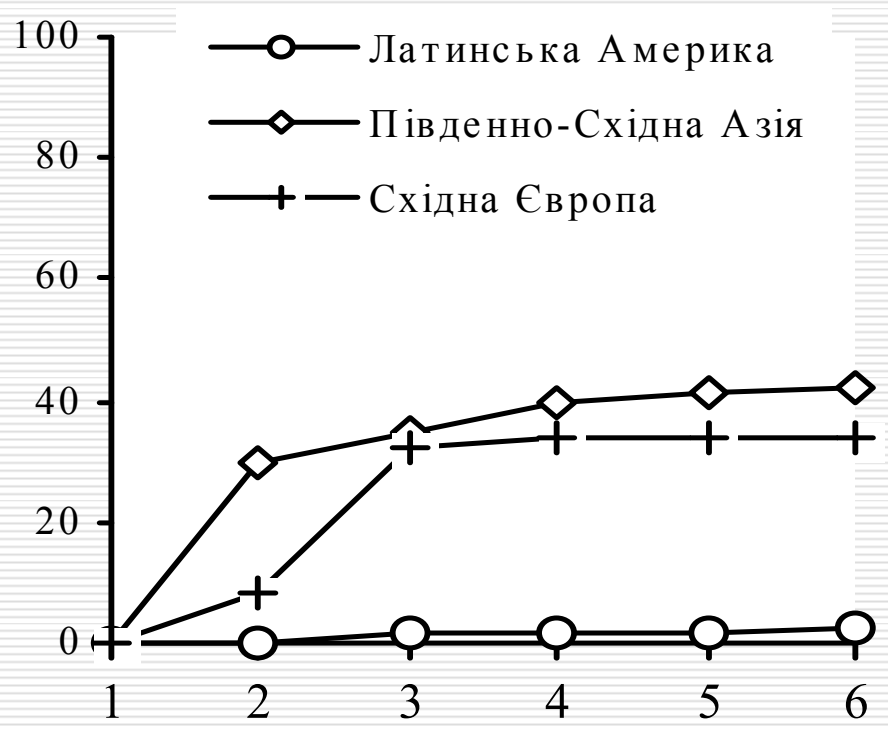
Вплив сальдо фінансового рахунку на динаміку ВВП:



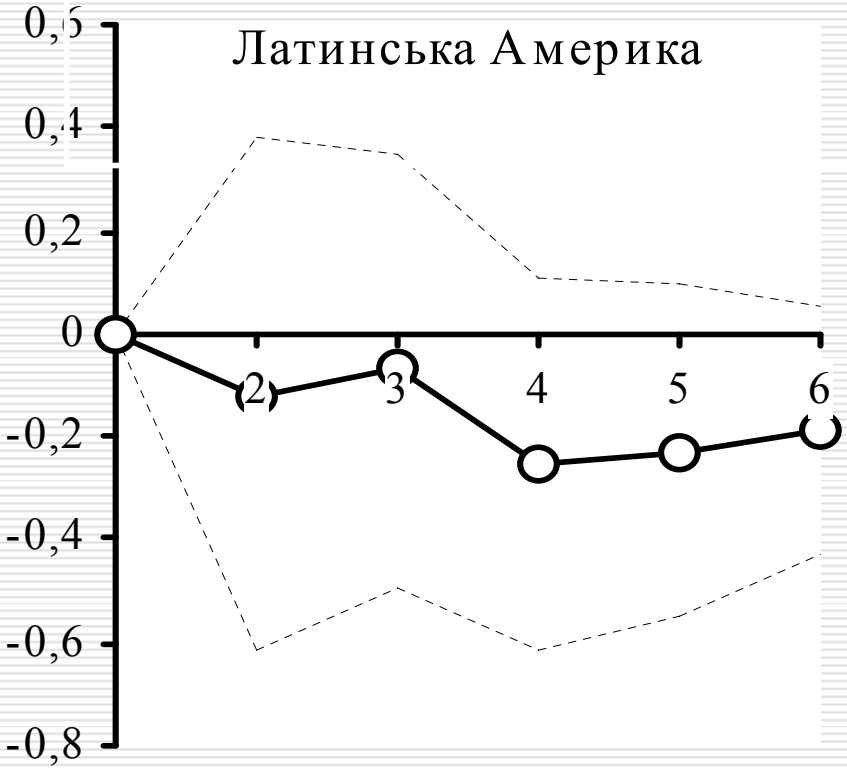


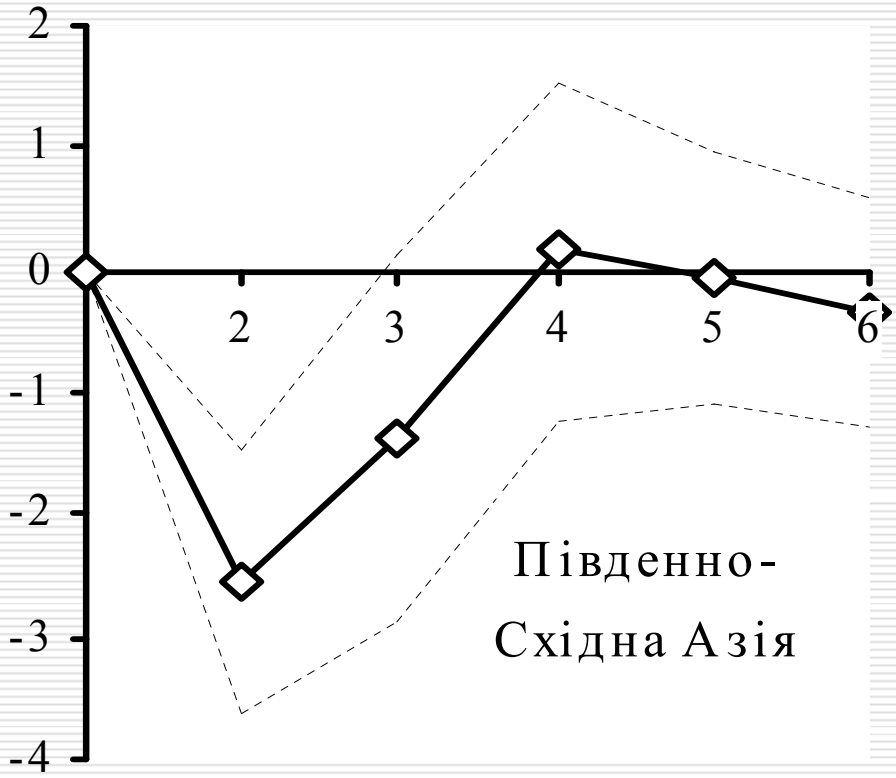
Вплив сальдо фінансового рахунку на динаміку ВВП:



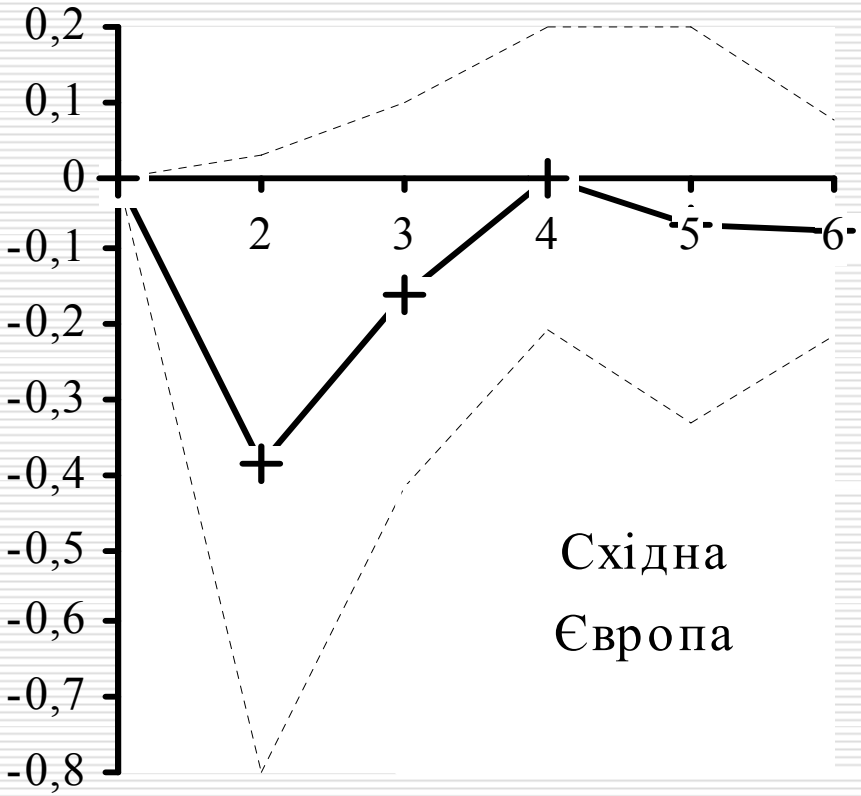


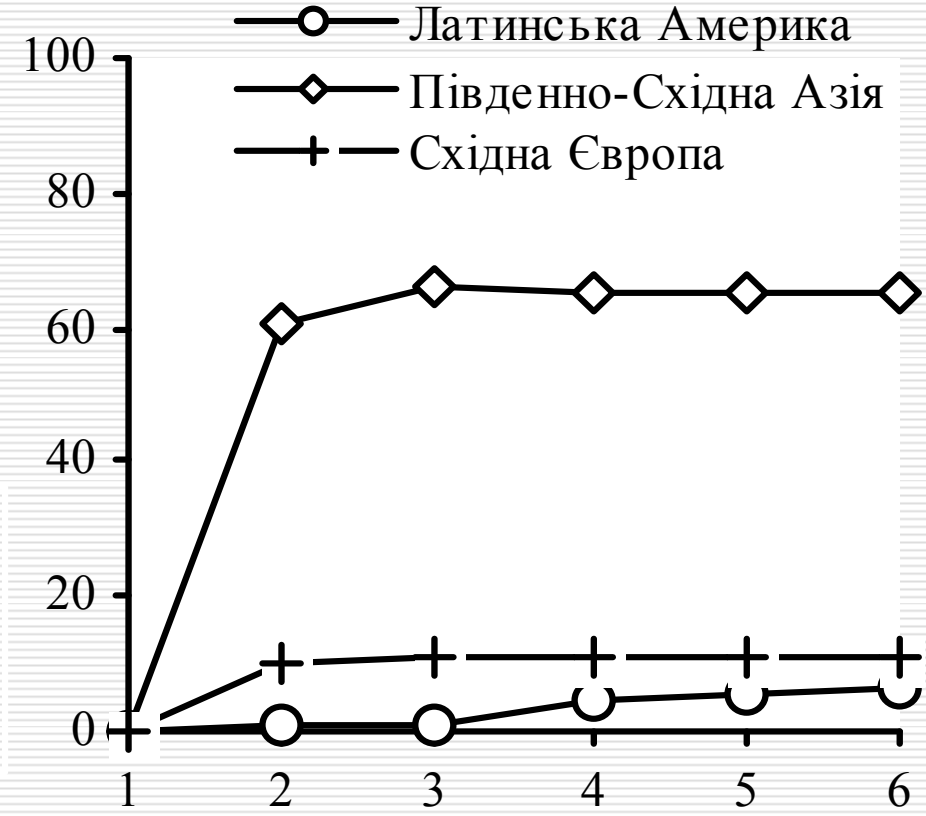
Вплив фінансового рахунку на поточний рахунок



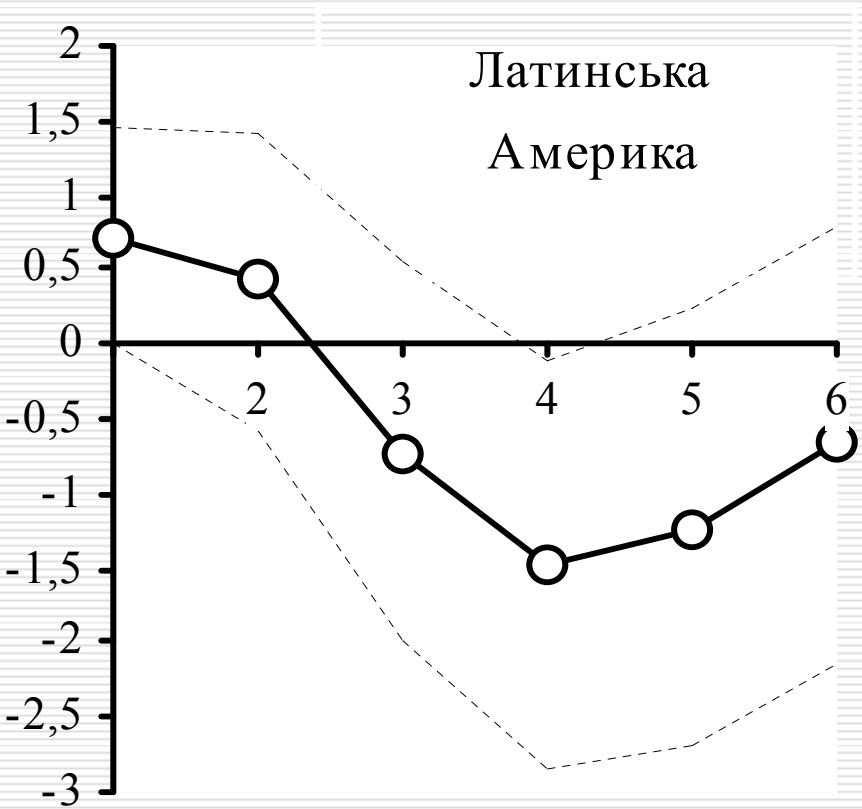


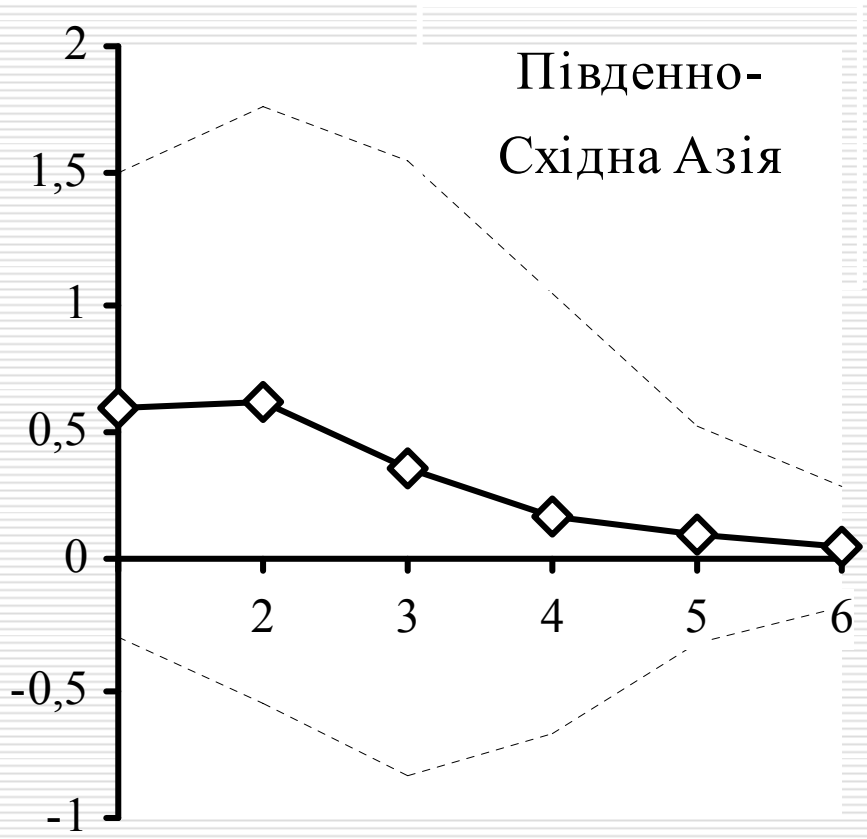
Вплив фінансового рахунку на поточний рахунок



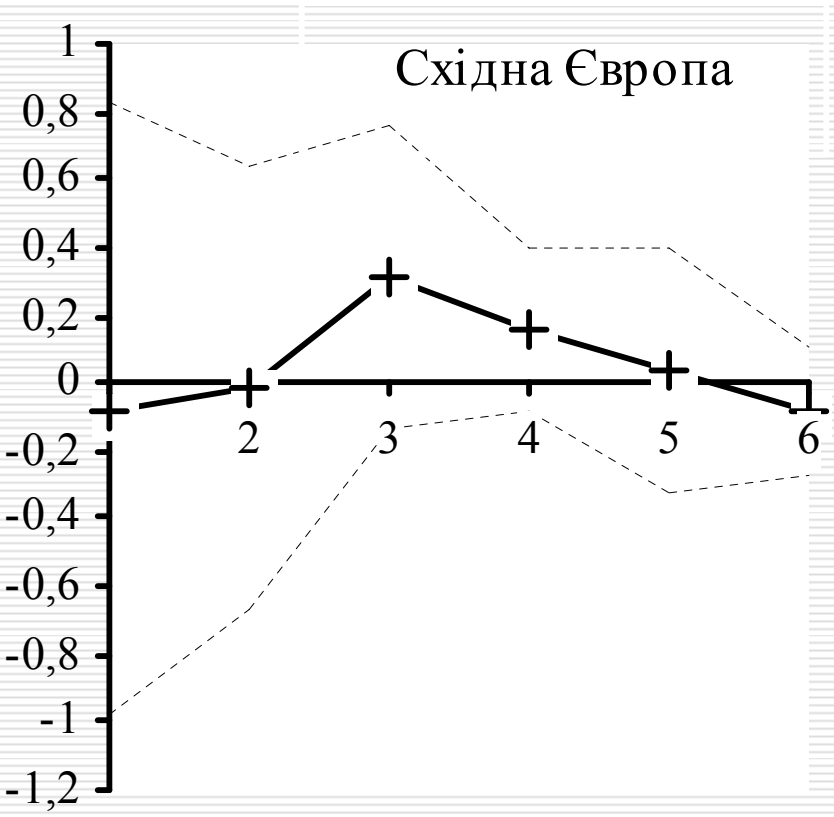


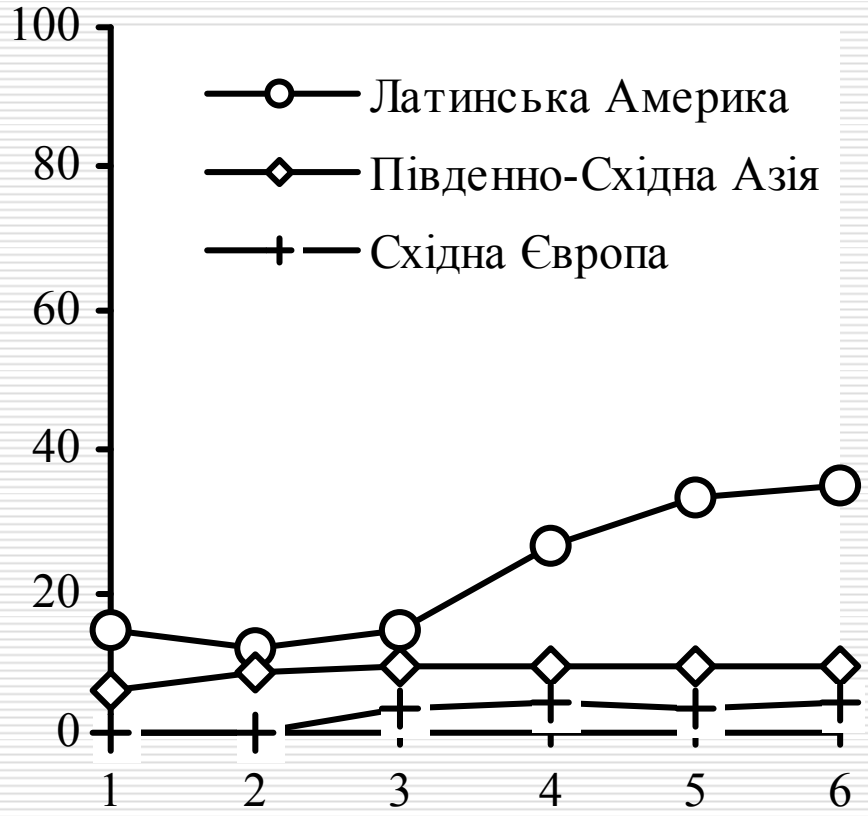
Вплив ВВП на фінансовий рахунок



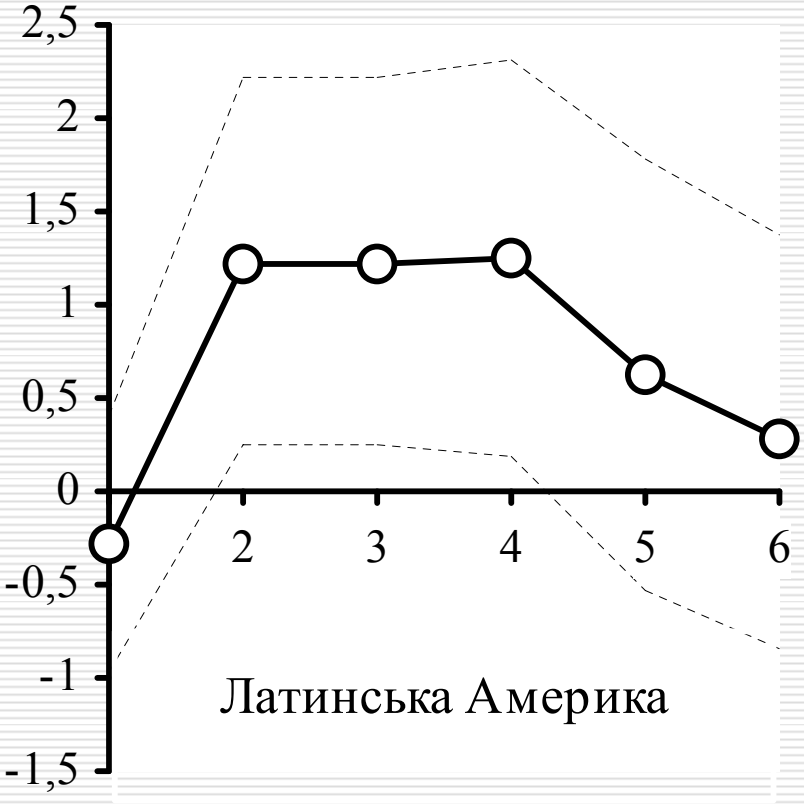


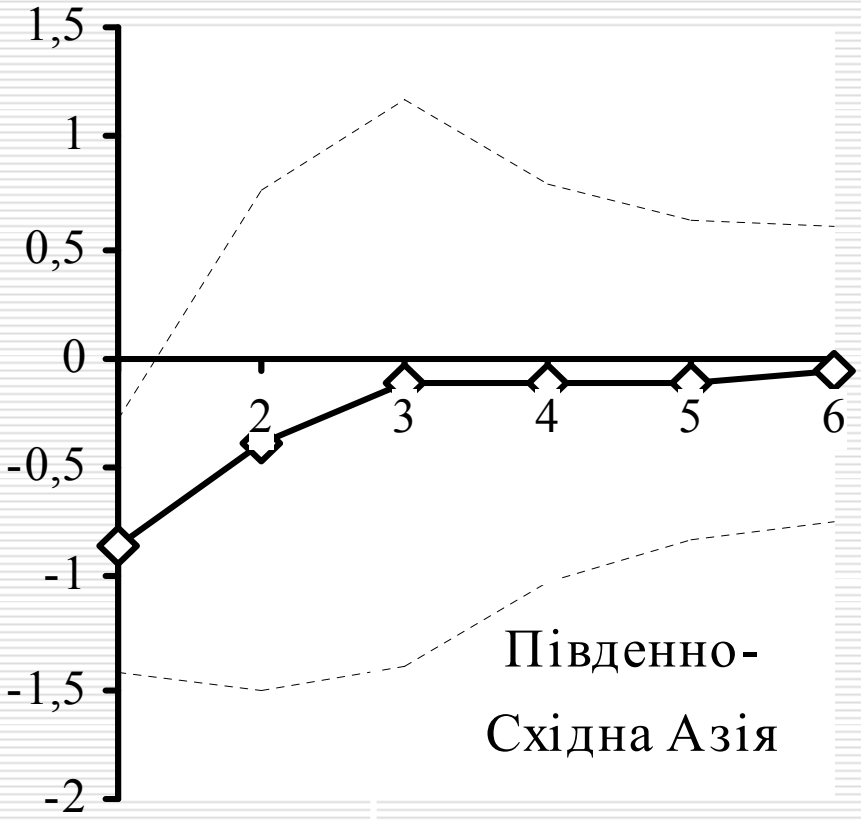
Вплив ВВП на фінансовий рахунок



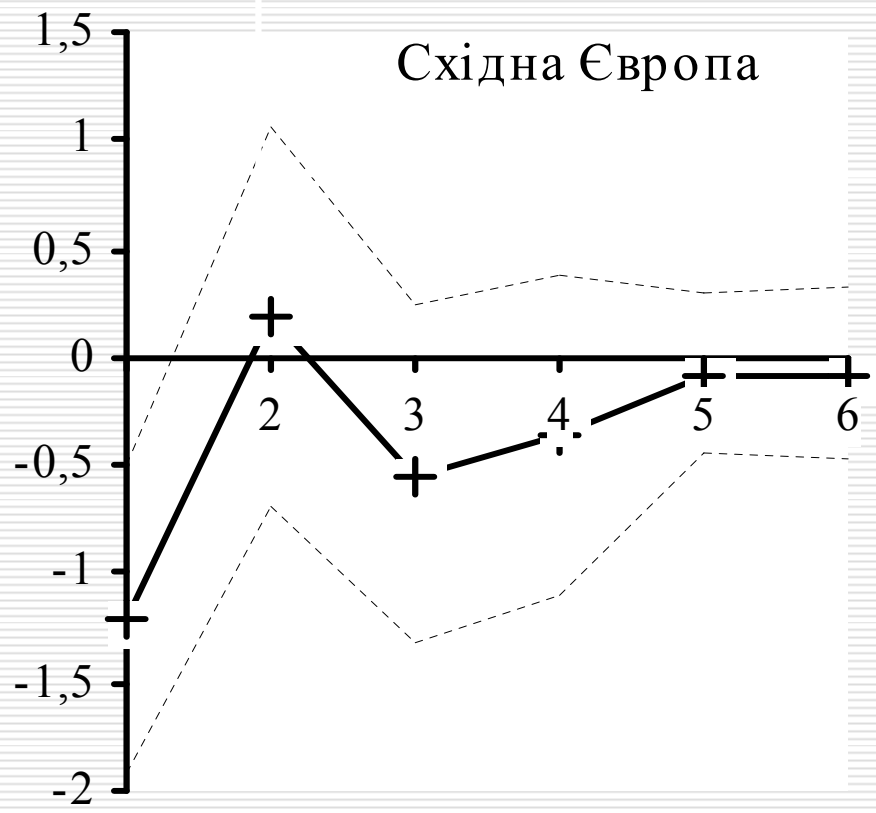


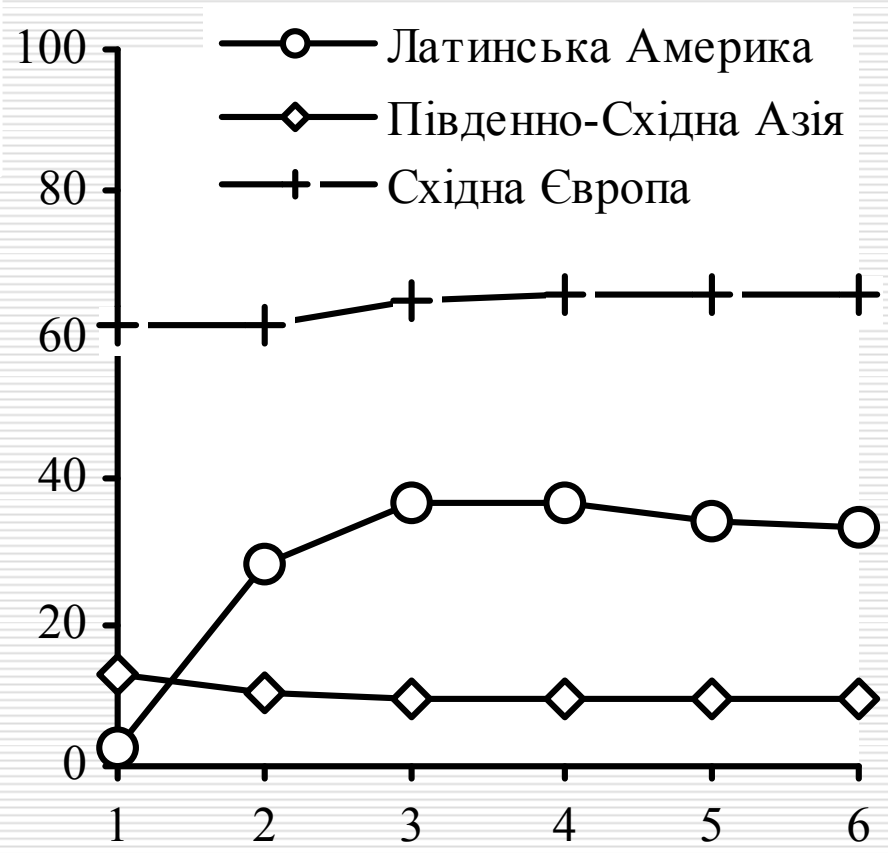
Вплив поточного рахунку на фінансовий рахунок



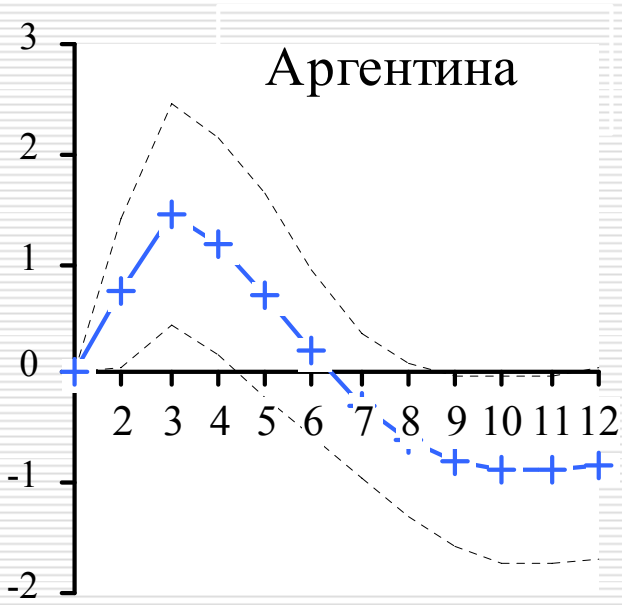


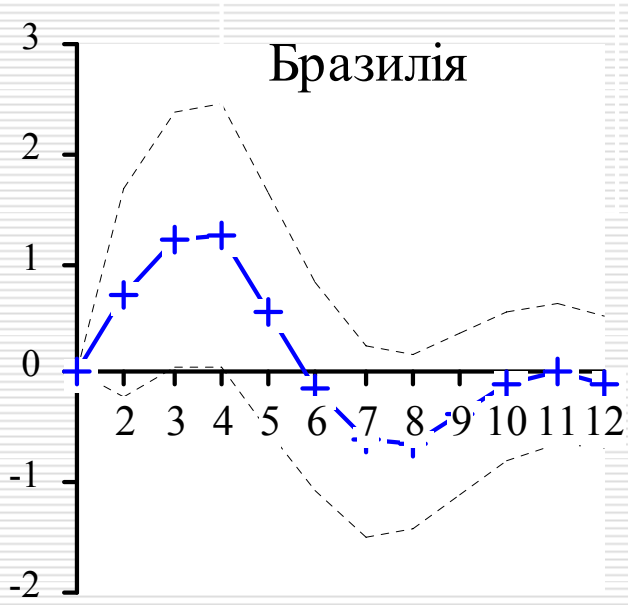
Вплив поточного рахунку на фінансовий рахунок

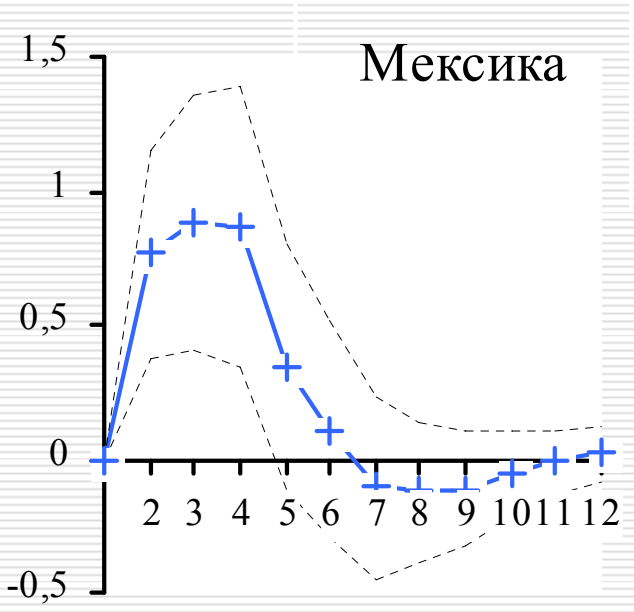




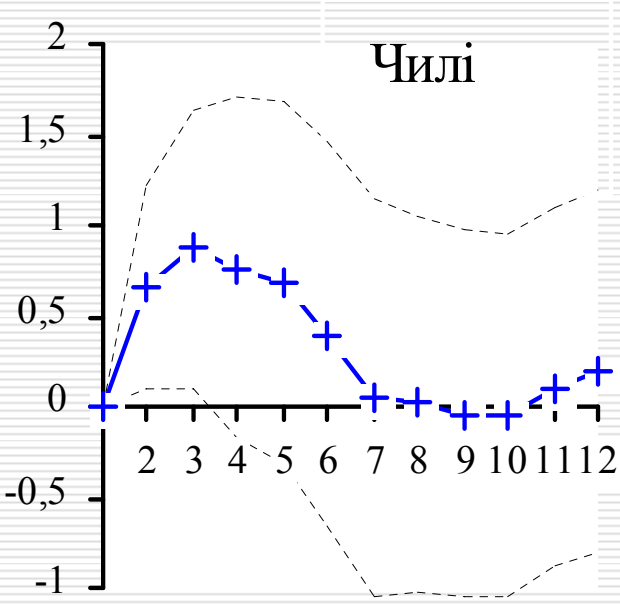
Вплив фінансового рахунку на динаміку ВВП для окремих країн:

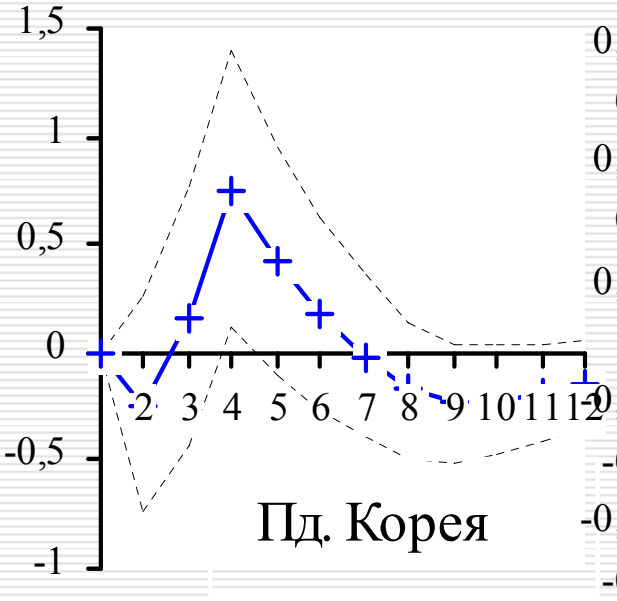


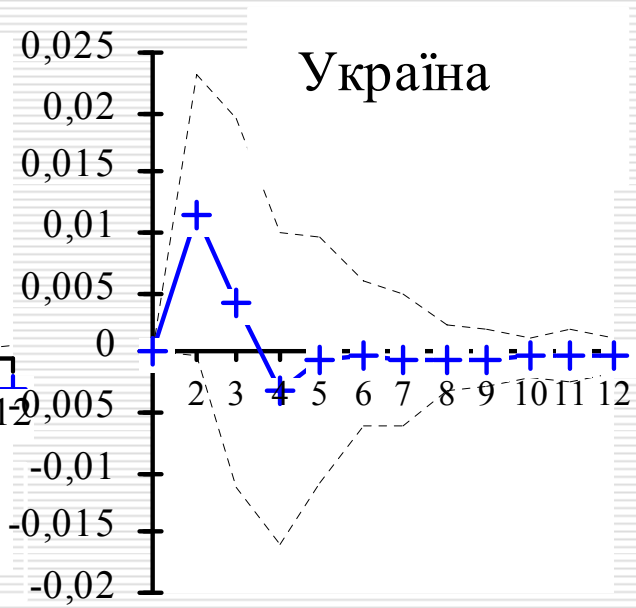




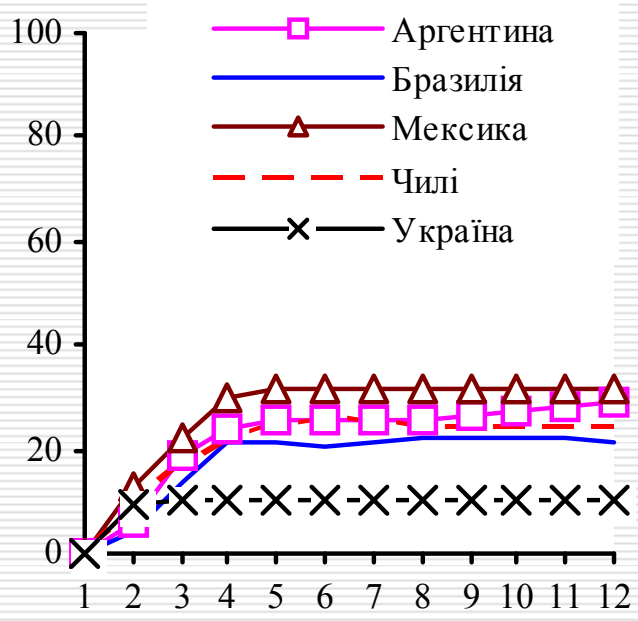
Вплив фінансового рахунку на динаміку ВВП для окремих країн:

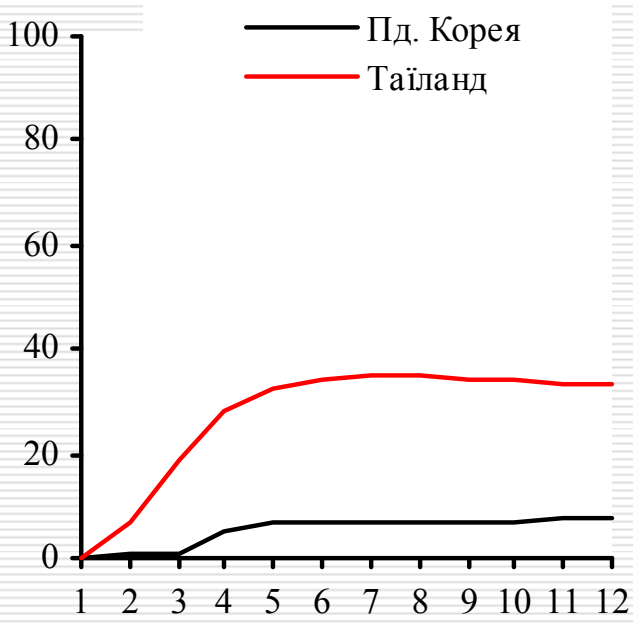




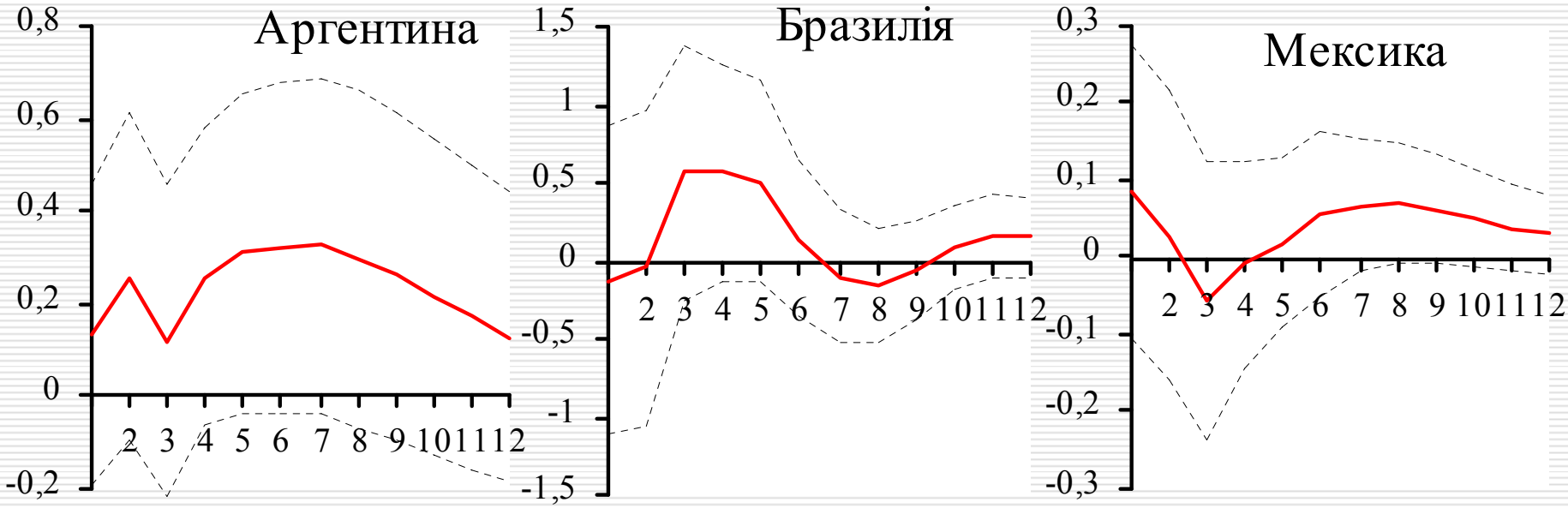


Вплив фінансового рахунку на динаміку ВВП для окремих країн:

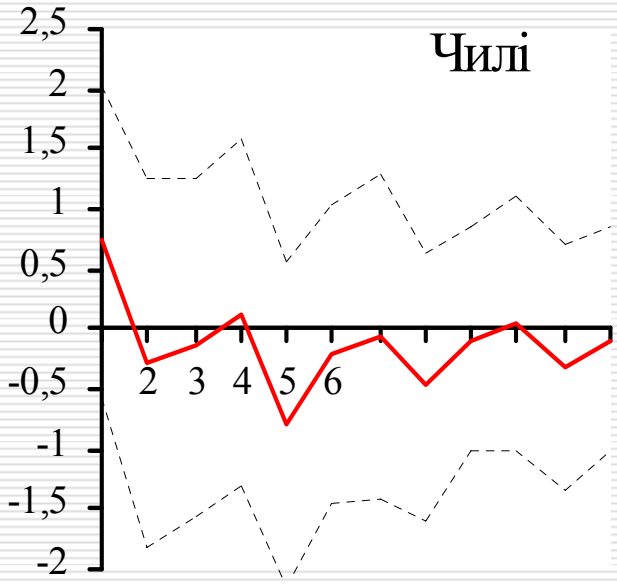


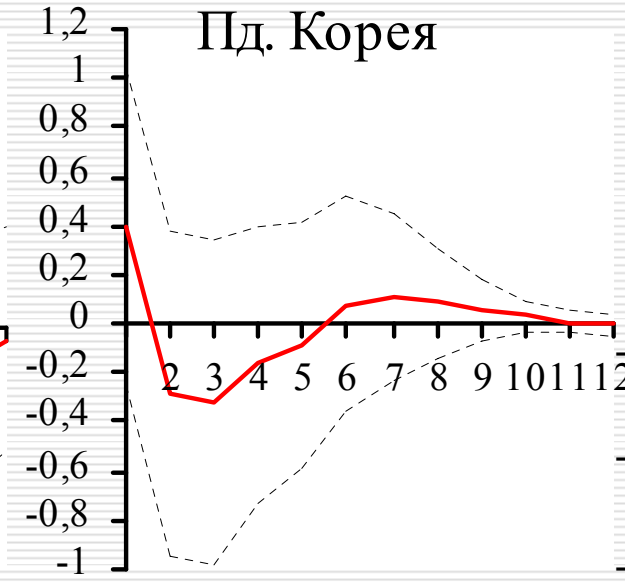


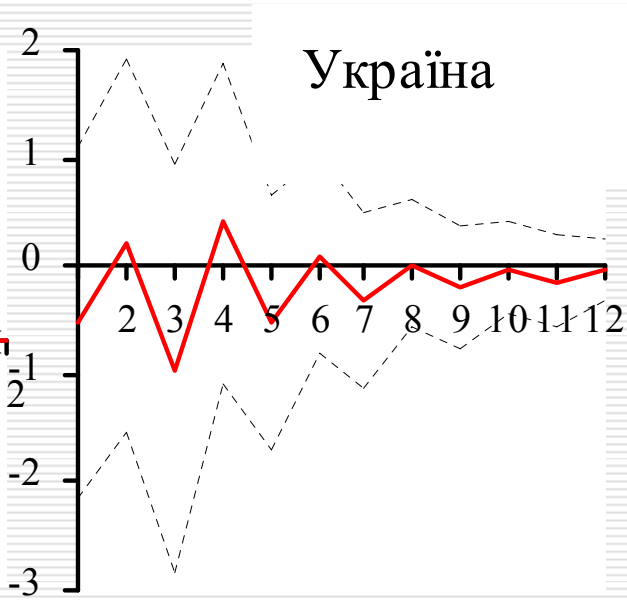
Вплив динаміки ВВП на фінансовий рахунок



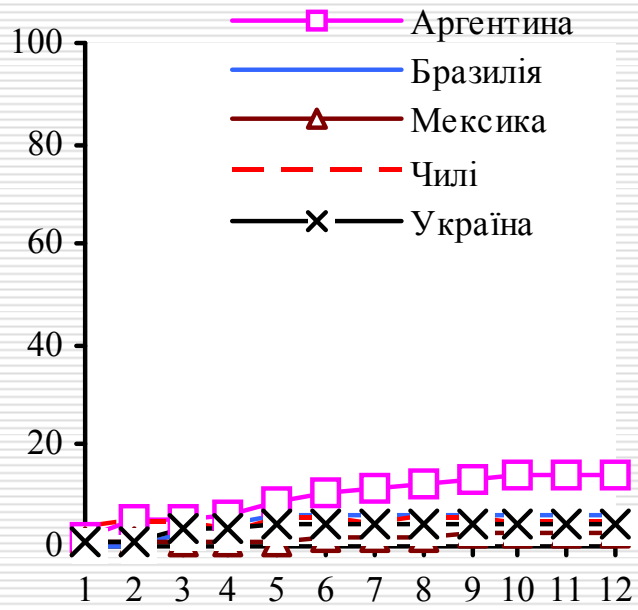
Вплив динаміки ВВП на фінансовий рахунок

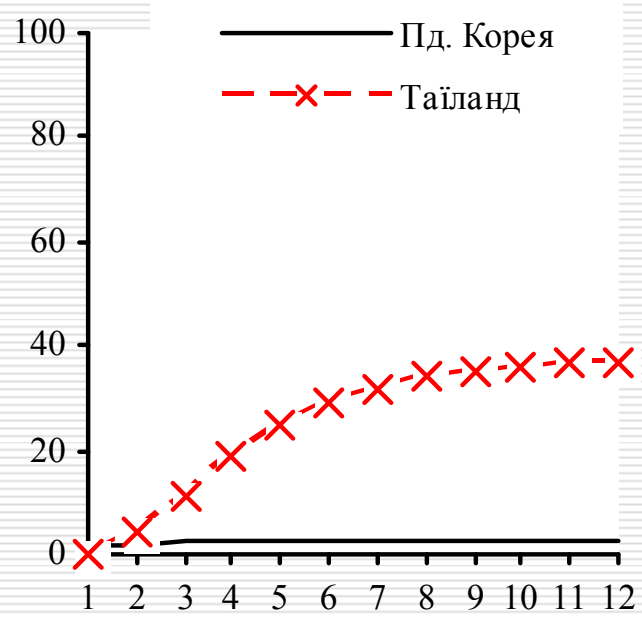






Вплив динаміки ВВП на фінансовий рахунок





18-4 Світові фінансові кризи:

- “Велика депресія” (1929-33 рр.),
- Перша нафтова криза (1974-75 рр.),
- Друга нафтова криза (1979-81 рр.),
- Світова криза заборгованості (1982-84 рр.),
- Фінансова криза на Wall Street (жовтень 1987 р.),
- Японія (1991-92 рр.)

Коротка історія світових фінансових криз:

- Мексика (1994 р.),
- Ефект текіли в Латинській Америці (1995 р.),
- Азійська криза (1997-98 рр.),
- Росія (1998 р.),
- Бразилія (1999 р.),
- Криза на ринку акцій технологічних компаній США (2000-01 рр.),
- Аргентина (2001-02 рр.)

Дрібніші фінансові кризи:

- Угорщина (1995 р., 2006 р.),
- Болгарія (1997 р.),
- Чехія (1997 р.),
- Туреччина (2002 р.)

Фінансові потрясіння 2007–09 рр.

- Криза на ринку нерухомості США,
- Проблема ліквідності грошового ринку (США і Західна Європа),
- Побоювання рецесії в США

Що спричинило проблеми у світовій економіці? (Economist Jan 22, 2009)

- жадібність банкірів,
- “безтурботне” надання кредитів,
- неспроможність оцінити ризики інвестиційної діяльності,
- брак надійних регуляторів,

Money machine

1

Finance industry profits and gross value added

As % of US corporate total

Source: BCA Research

Up, up and away

2

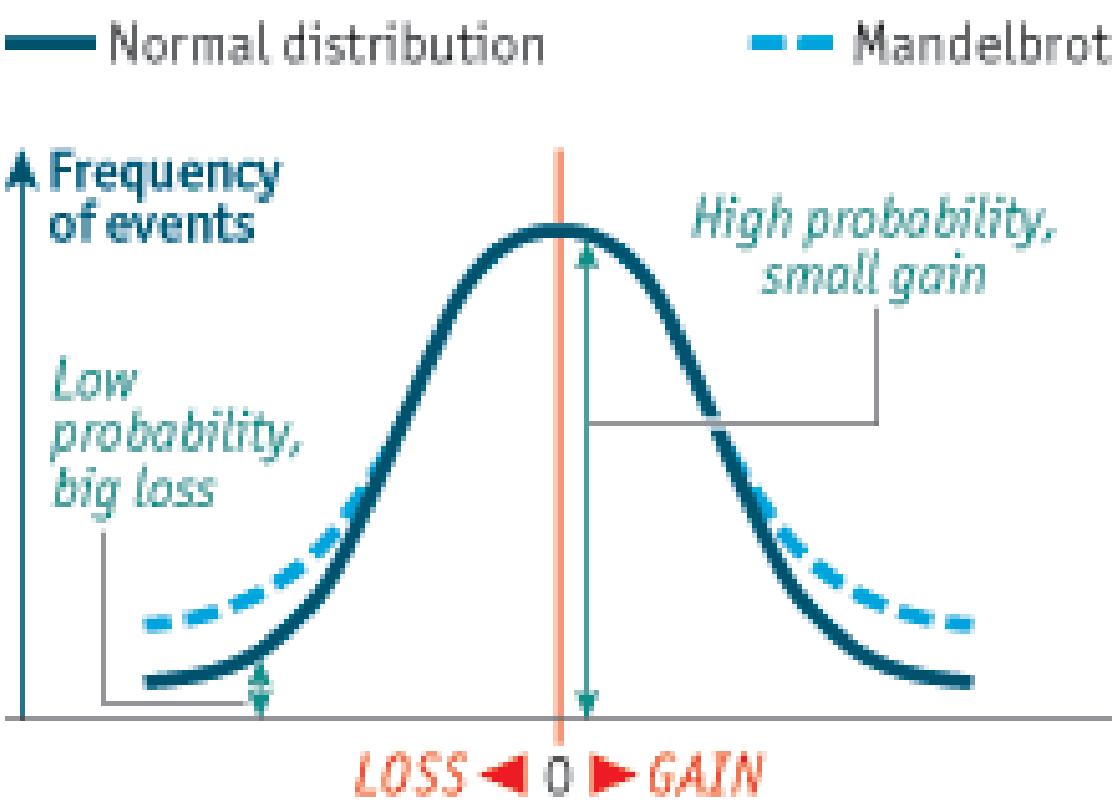
US financial assets as a % of GDP

Sources: Thomson Datastream; Federal Reserve

Clanger

4

Stockmarkets, frequency of losses and gains



Source: *The Economist*

Потенційні проблеми-2007:

- Недостатня “переконливість” нового голови ФРС Ben Bernanke (це може вимагати підвищення процентної ставки понад необхідне значення),
- надмірне “зниження” темпу економічного зростання в США

Оптимістичний погляд-2007:

- Здешевлення нерухомості та зниження приватного споживання в США допомагатиме корекції дефіциту поточного рахунку,
- Японія і Західна Європа зростають “вище довгострокового тренду”
- Зберігається високе зростання в Китаї та Індії

Індикатори “перегріву”:

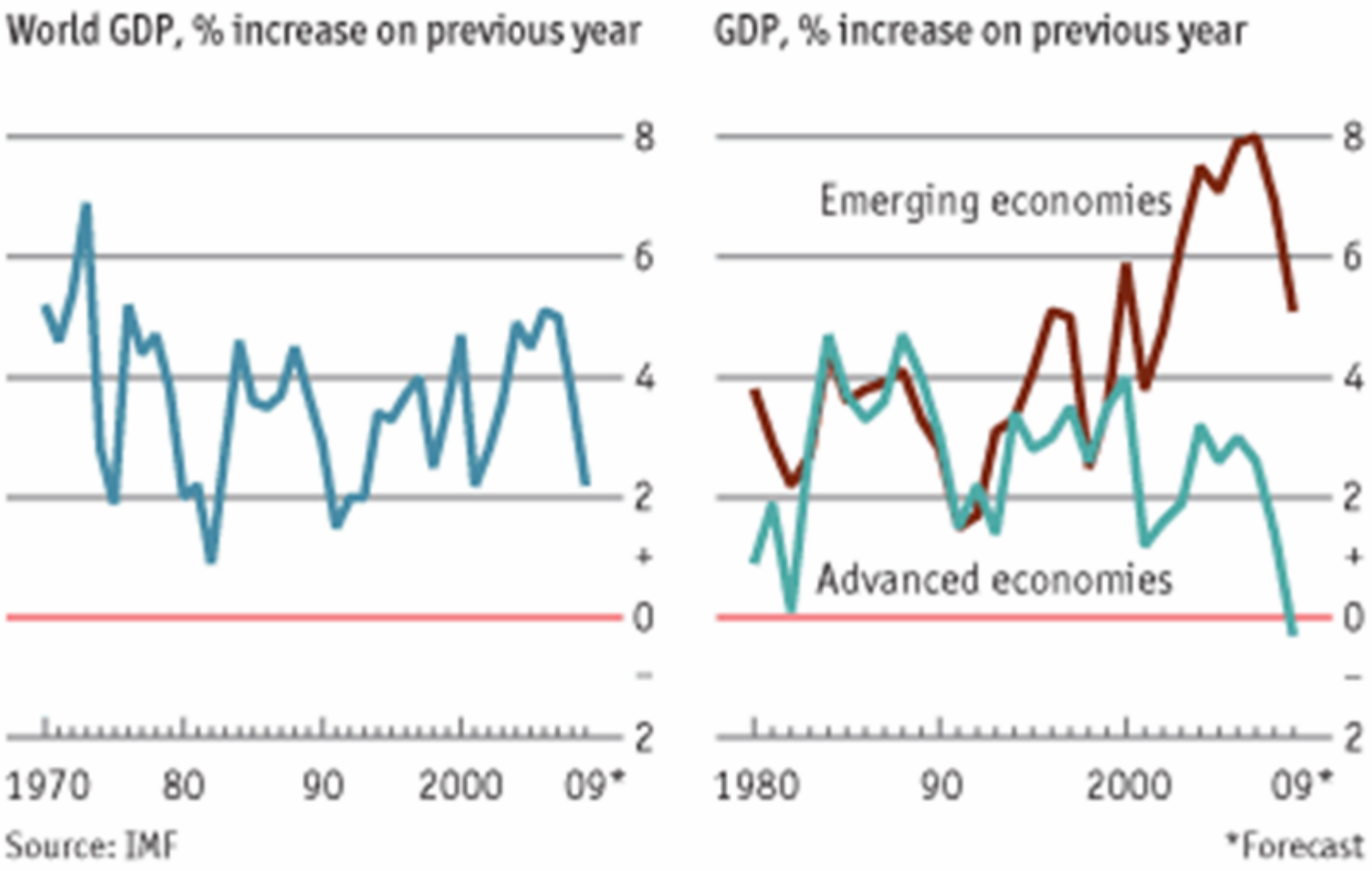
- Інфляція,
- Стрімке подорожчання фінансових та нефінансових активів
- Високе співвідношення ціни і доходності фінансових активів (*англ*. P/E ratio)

Станом на середину 2006 р. P/E ratios для більшості ринків вважалися близькими, якщо не дещо нижчими від довгострокових рівноважних значень

Ситуація на початок 2009 р.

- Потужна нисхідна корекція на ринках США, Західної Європи та Японії
- Очікування глибокої U-подібної рецесії
- Тотальна недовіра інвесторів
- Китай та Індія не можуть відігравати роль “локомотива”

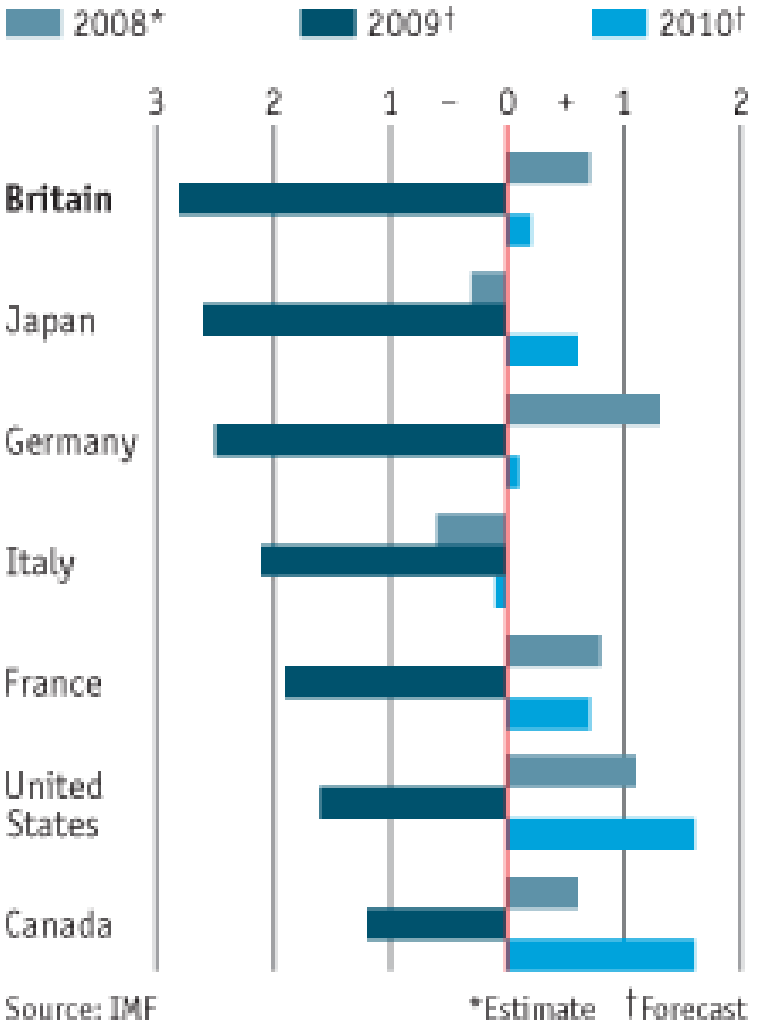
Recession spotting



Race to the bottom

1

GDP, % change on previous year



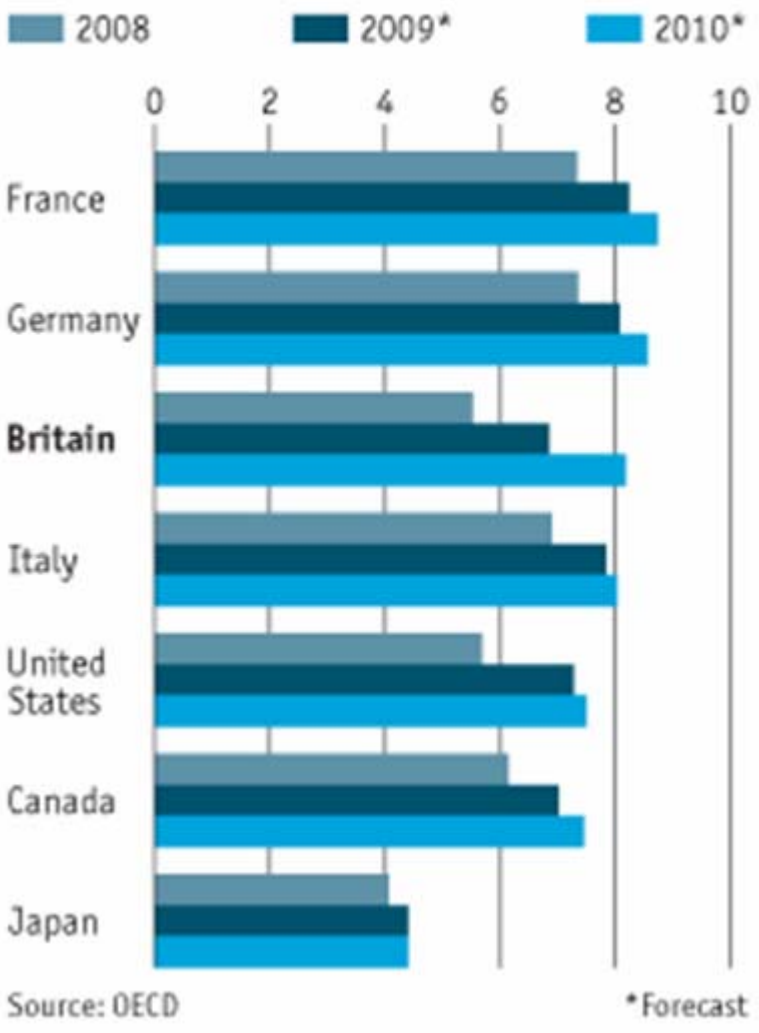
Source: IMF

*Estimate †Forecast

Where it hurts the most

3

Unemployment, % of labour force



Source: OECD

*Forecast

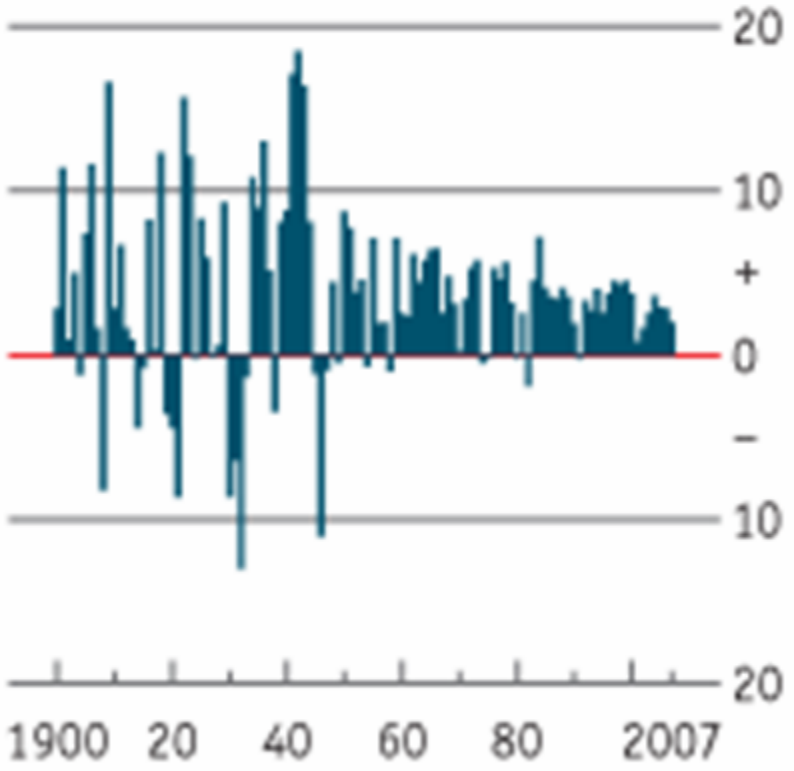
The dirty dozen

Real GDP, % fall from peak to trough*

Sources: IMF; OECD; Bureau of Economic Analysis

US real GDP

% change from previous year



*Based on calendar-year data

A long, hard slog

Peak-to-trough changes in severe financial crises*

	Cumulative change, %	Duration, years
House prices	-36	5.0
Equity prices	-56	3.4
Unemployment‡	7.0	4.8
GDP per person	-9.3	1.9

Percentage of years spent in banking crises

	Advanced economies	Emerging economies
Since 1800 or independence	7.2	8.3
Since 1945 or independence	7.0	10.8

*Argentina (2001), Colombia (1998), Hong Kong (1997), Indonesia (1997), Korea (1997), Malaysia (1997), Philippines (1997), Thailand (1997), Japan (1992), Finland (1991), Sweden (1991), Norway (1987), Spain (1977), US (1929)
†Excludes Japan ‡Percentage points, trough to peak

Source: Reinhart and Rogoff, *The Aftermath of Financial Crises*, 2009

Менше уваги отримують традиційні пояснення

- інфляція
- цикл ділової активності

Ще менше уваги отримує “академічна” причина: глобальні дисбаланси

18-5 Глобальні дисбаланси

- Дефіцит поточного рахунку в США, меншою мірою у Великій Британії та інших промислових країнах
- Значний профіцит поточного рахунку в Китаї та інших країнах Південно-Східної Азії

Незвичні характеристики глобальних дисбалансів:

- Знецінення долара (з 2002 р.) не призвело до поліпшення сальдо експорту-імпорту США,
- Зменшення приватних заощаджень не супроводжувалося підвищенням довгострокової процентної ставки

Lopsided

1

Current-account balances, $bn

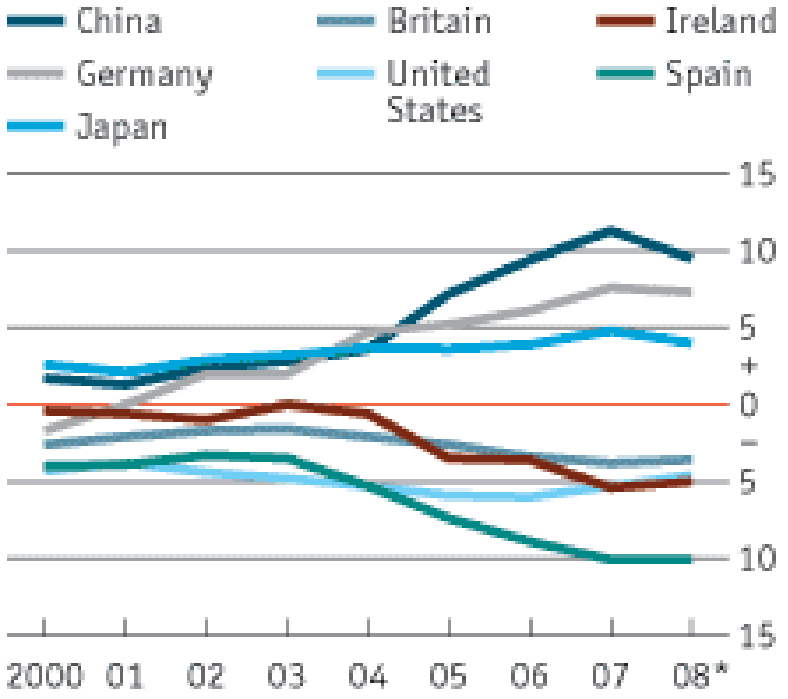
*Includes Hong Kong, South Korea, Singapore and Taiwan †Estimate

Source: IMF

The haves and the have-nots

1

Current-account balances as % of GDP



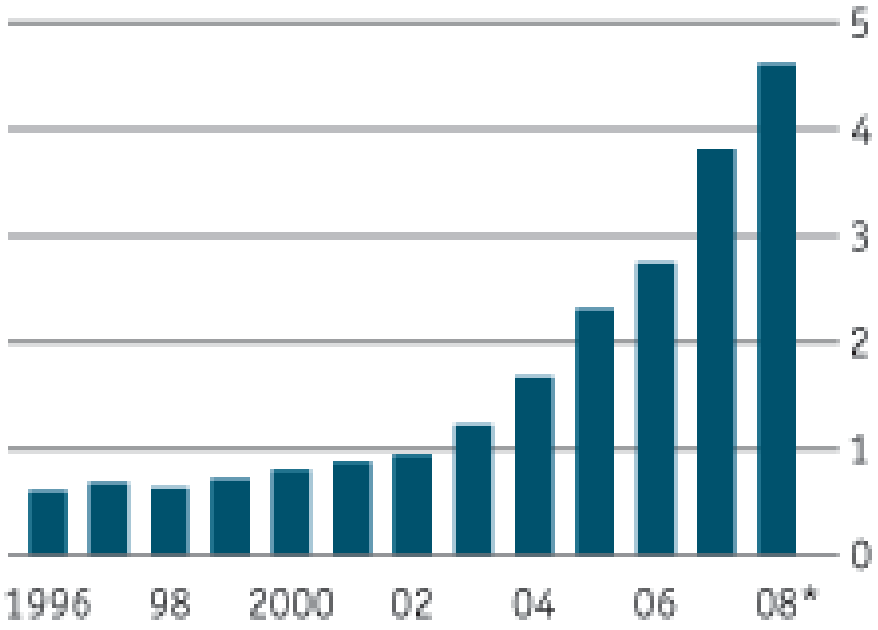
Source: IMF

*Estimate

Rainy-day money

2

Developing economies' international currency reserves, $trn



Source: Thomson Datastream

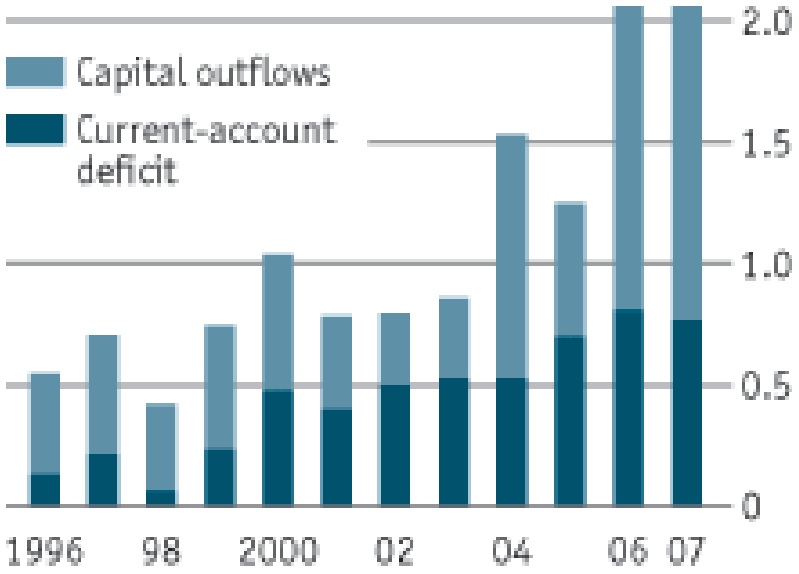
*October 31st

How to use $2 trillion

3

Counterparts to capital inflows, United States

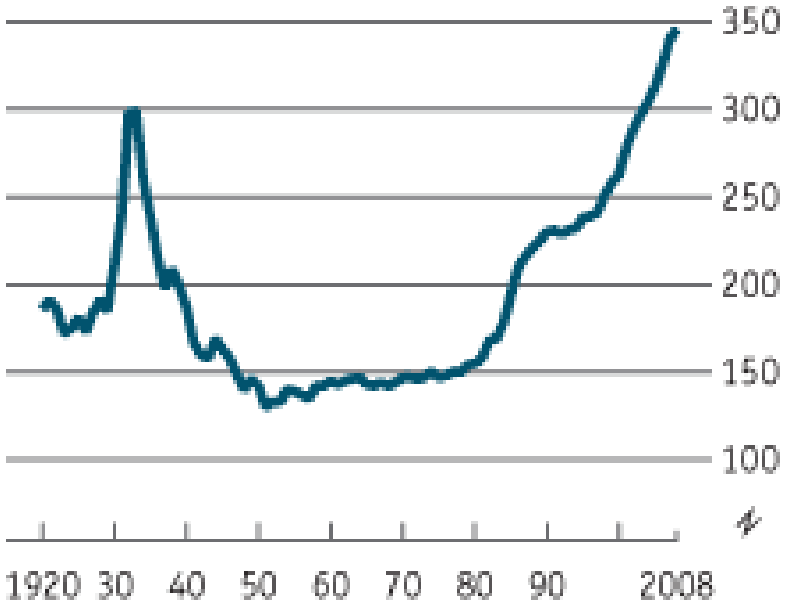
$tm



Source: US Bureau of Economic Analysis

In hock

US total debt as % of GDP



Sources: Morgan Stanley; Federal Reserve; BEA

Деякі з пояснень “затоплення” США заощадженнями з країн, що розвиваються:

- Зменшення інвестицій після “переінвестування” 1990-х років,
- Попит на “безпечні” та ліквідні активи,
- Занижені обмінні курси в країнах-експортерах

Аналітичний підсумок: Криза на ринку нерухомості в США стала наслідком надмірного споживання, яке фінансувалося припливом іноземного капіталу за умов надмірної пропозиції грошової маси

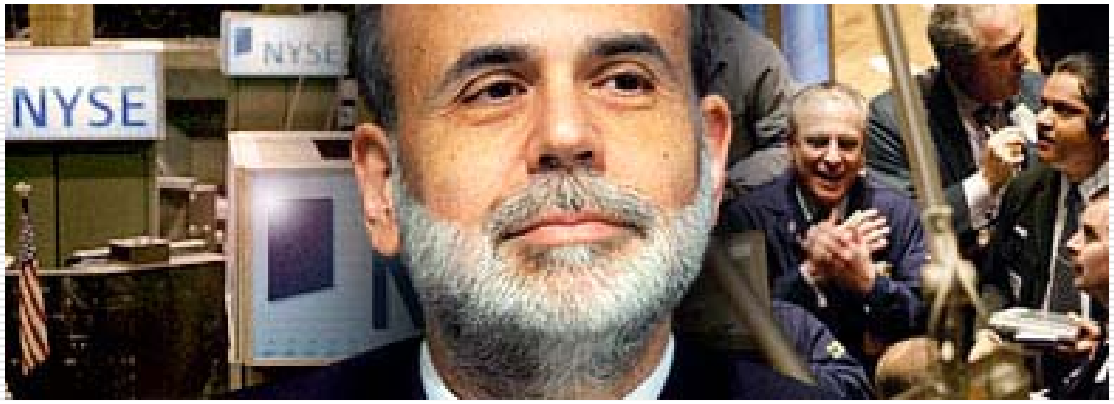
Кризові явища стали “несподіванкою” для керівництва ФРС

Sunshine and light, mostly

Feb 15th 2007

From Economist.com

Ben Bernanke tells Congress the economy is doing well

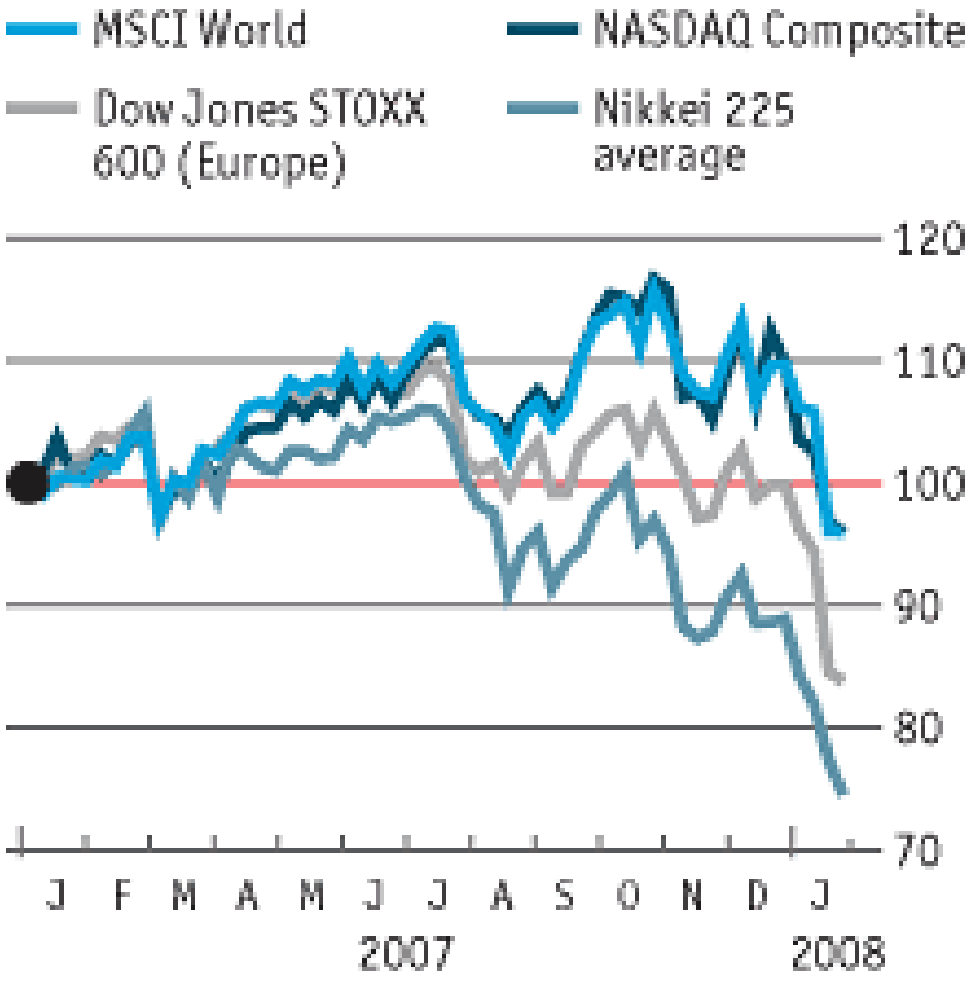


The stockmarkets reacted brightly to the implication that more interest-rate increases may not be needed. By the end of the day, both NASDAQ and the Dow Jones Industrial Average had leapt upwards. Debt prices also rallied.

MARKET volatility, as measured by the Chicago Board Options Exchange's Vix index

Bearing downwards

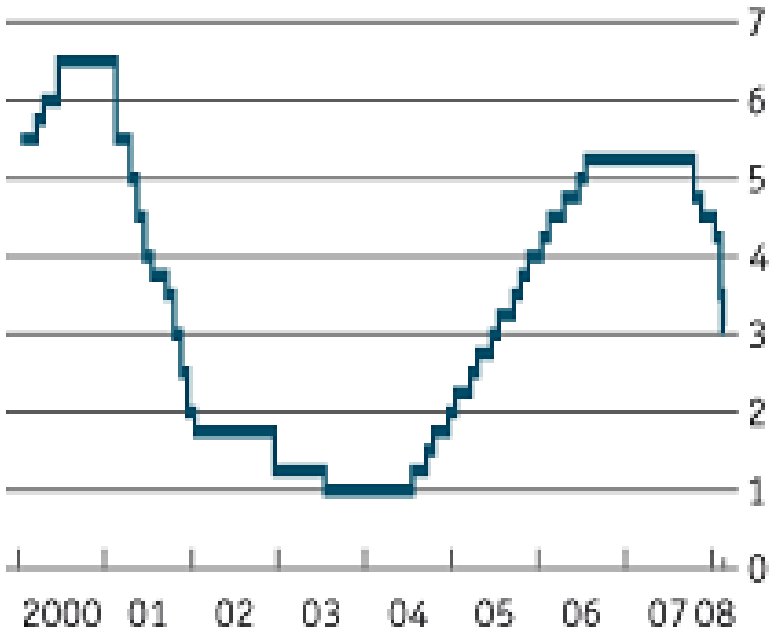
Stockmarkets, January 1st 2007=100



Source: Thomson Datastream

Cutting

Federal funds target rate, %



Source: Federal Reserve

Near ground zero

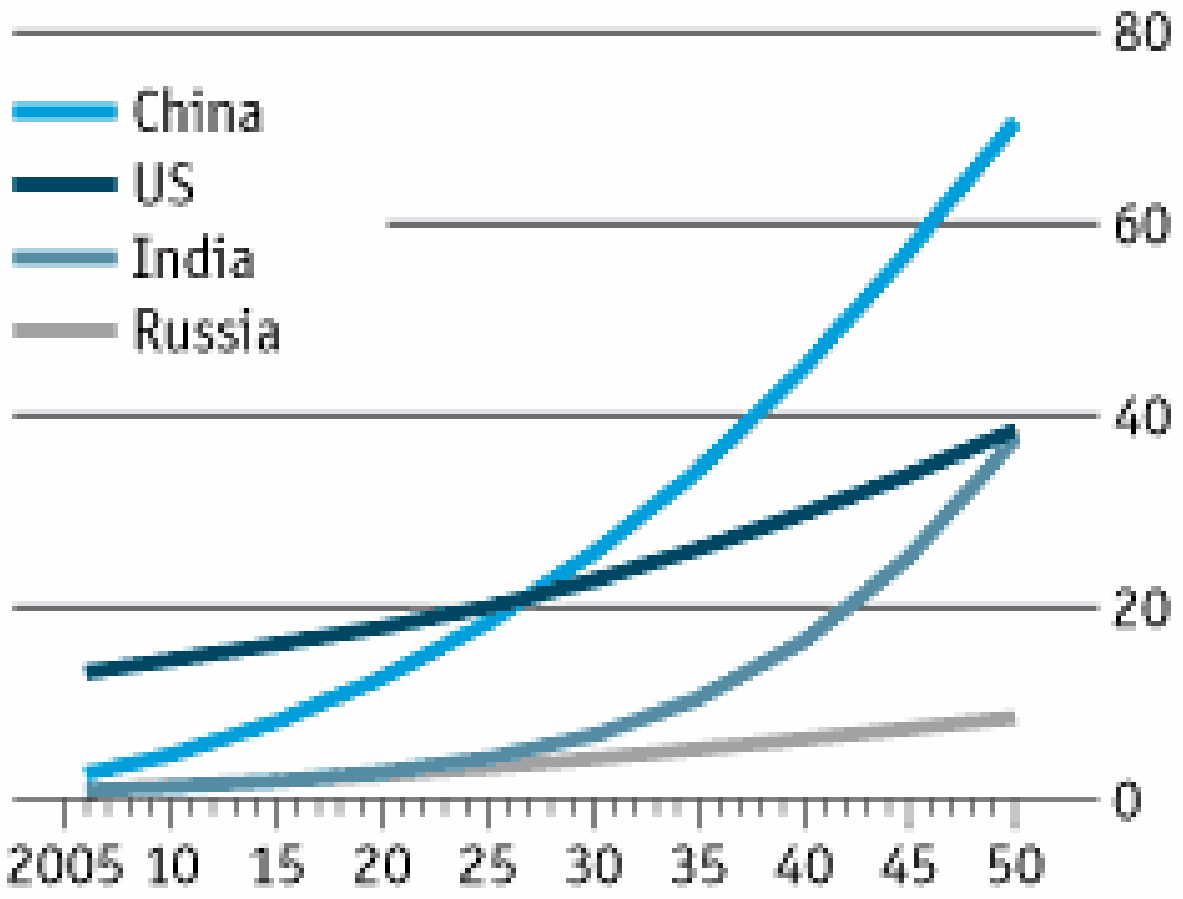
Fed funds rate, %

Source: US Federal Reserve

Falling behind

3

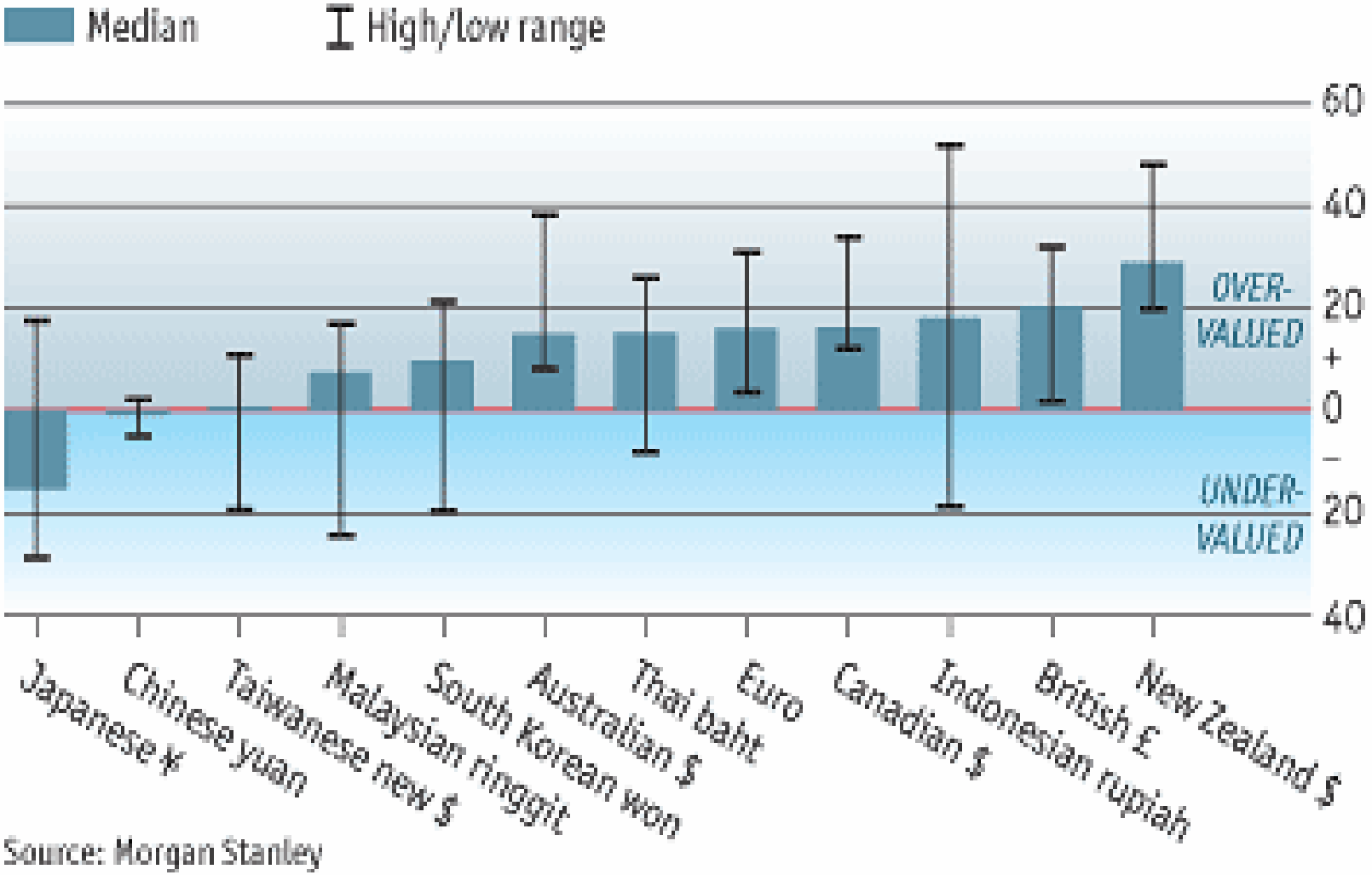
GDP forecasts, $trn, 2006 prices



Source: Goldman Sachs

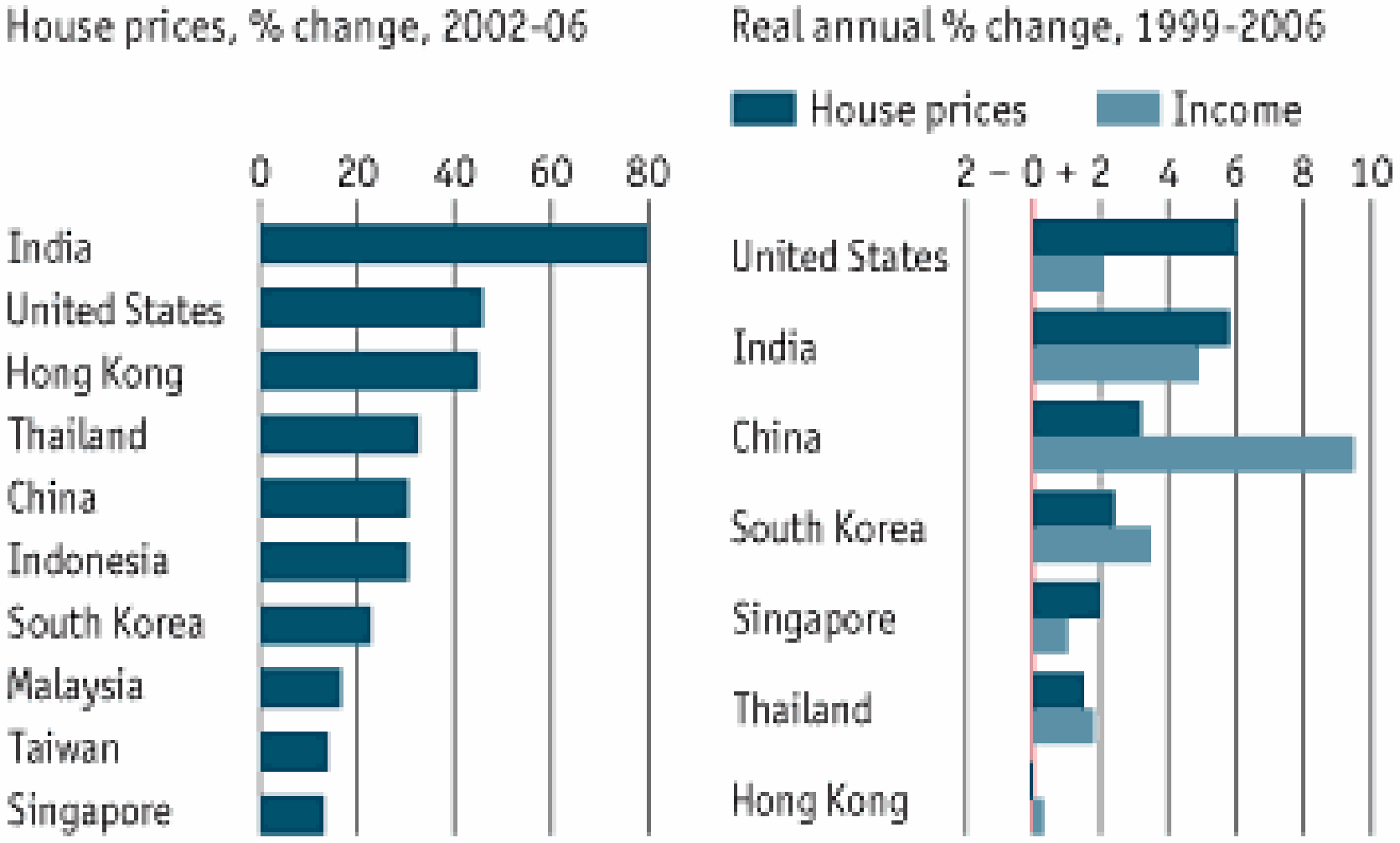
Overshooting range

Estimated over/undervaluation of currencies against the US dollar, June 8th 2007, %



Source: Morgan Stanley

Bubble, what bubble?



Sources: IMF; national statistics; *The Economist*

The Economist house-price indicators

% change

	Latest	Q3 2008	1997-2009*	Under(-)/ over(+) valued†
	on a year earlier			
Hong Kong	13.9	18.5	-20	+52.9
China	8.0	5.3	na	+2.2
Australia	6.2	1.4	181	+50.0
South Africa	4.8	2.5	418	na
Switzerland	4.1	3.7	28	-9.0
Britain	2.7	-10.4	175	+28.8
New Zealand	1.0	-6.7	101	na
Sweden	-0.4	1.8	152	+34.7
Canada	-2.1	1.8	65	+20.6
Germany	-3.9	-0.5	na	-15.2
Japan	-4.0	-1.8	-36	-33.7
United States *(FHFA)*	-4.1	-3.9	75	+14.0
Italy	-4.1	2.7	96	+15.0
United States *(Case-Shiller ten-city index)*	-6.4	-17.9	98	+3.3
Netherlands	-7.1	nil	87	+21.2
France	-8.0	0.8	132	+39.8
Spain	-8.0	0.4	167	+55.1
United States *(Case-Shiller national index)*	-8.9	-16.4	64	-3.1
Singapore	-11.0	8.3	-4	na
Ireland	-13.9	-10.0	159	+29.8
Denmark	-16.4	-4.6	89	+18.4

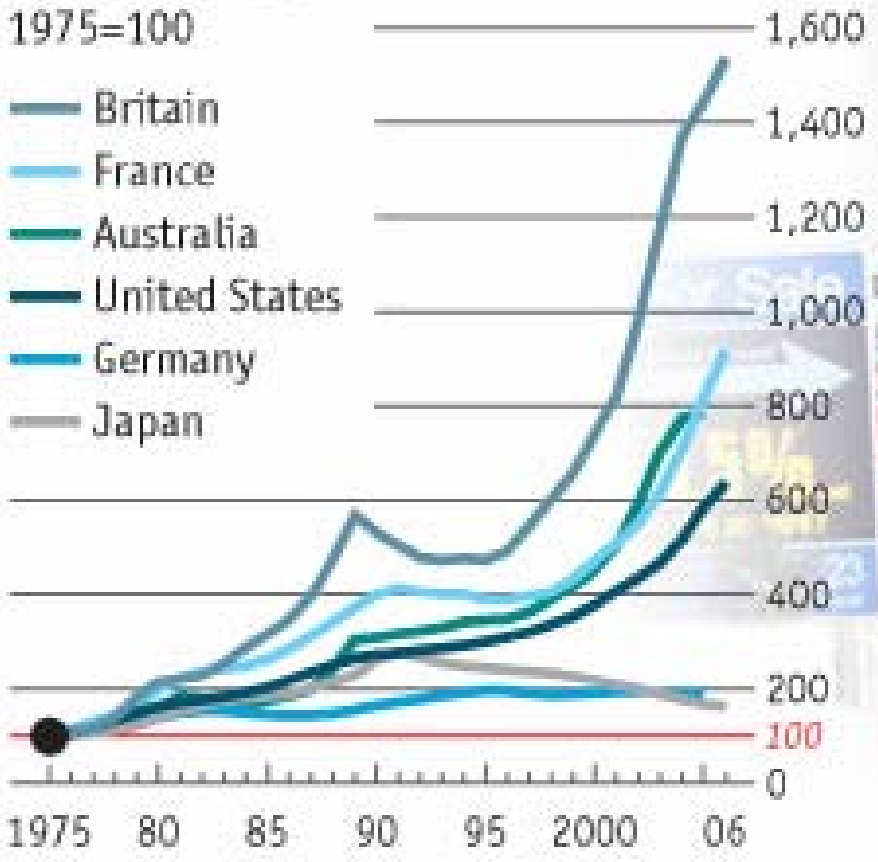
*Or most recent available figure †Against long-run average of price-to-rents ratio

Sources: ABSA; ESRI; Hypoport; Japan Real Estate Institute; Nationwide; Nomisma; NVM; FHFA; Quotable Value; Stadim; Swiss National Bank; Standard & Poor's; Thomson Reuters; government offices; *The Economist*

Interactive: Compare countries' housing data over time at: **Economist.com/houseprices**

House prices

1975=100



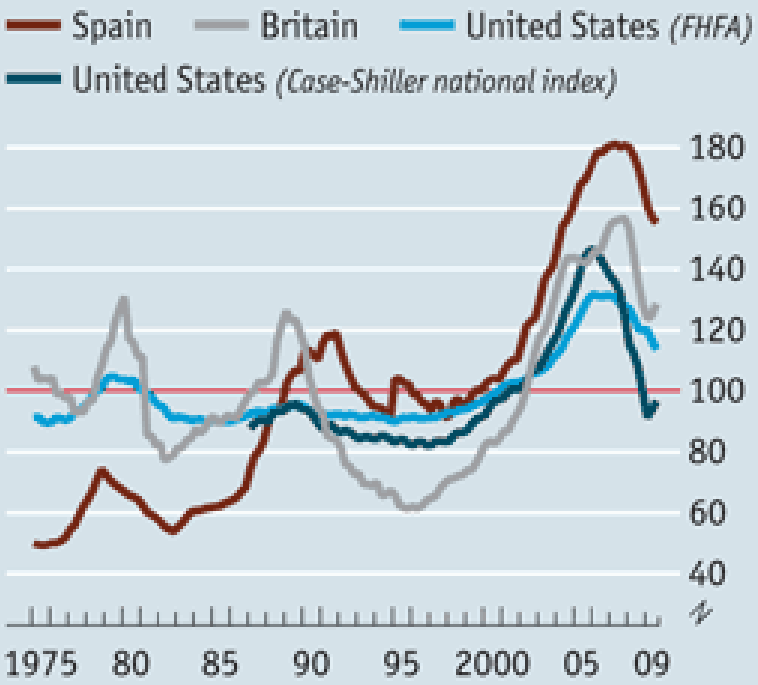
*Western Germany only before 1990

Sources: Nationwide; INSEE; Australian Bureau of Statistics; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Bulwien; Japan Real Estate Institute; *The Economist*

Back to earth

Ratio of house prices to rents

Long-run average=100

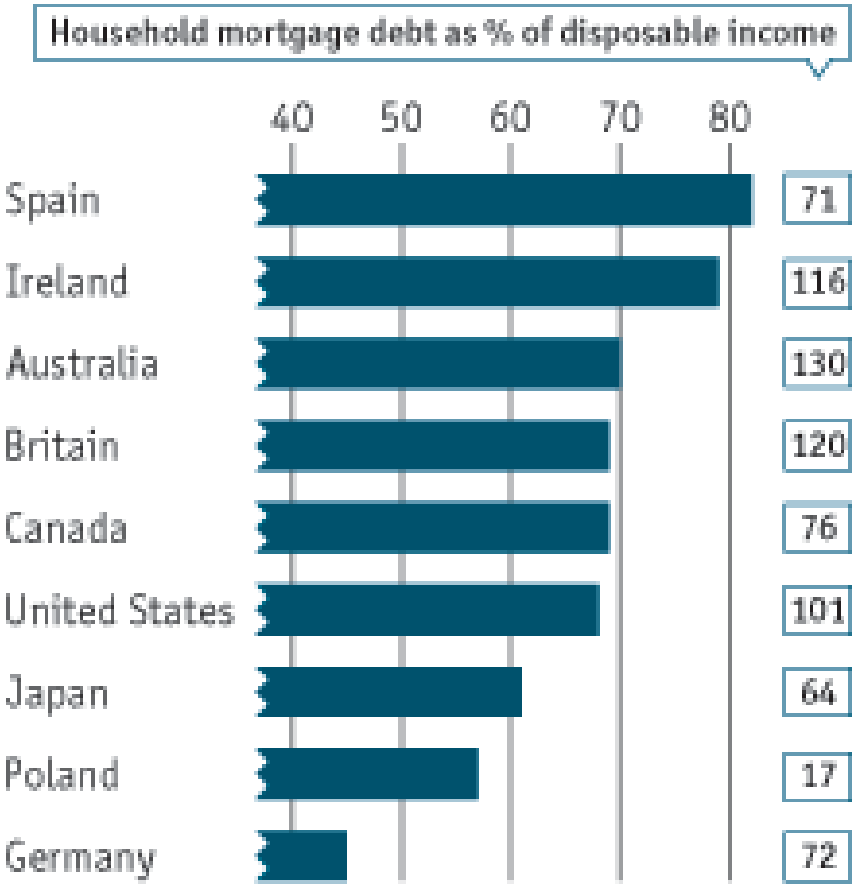


Sources: FHFA; Nationwide; Standard & Poor's; Thomson Reuters; government offices; *The Economist*

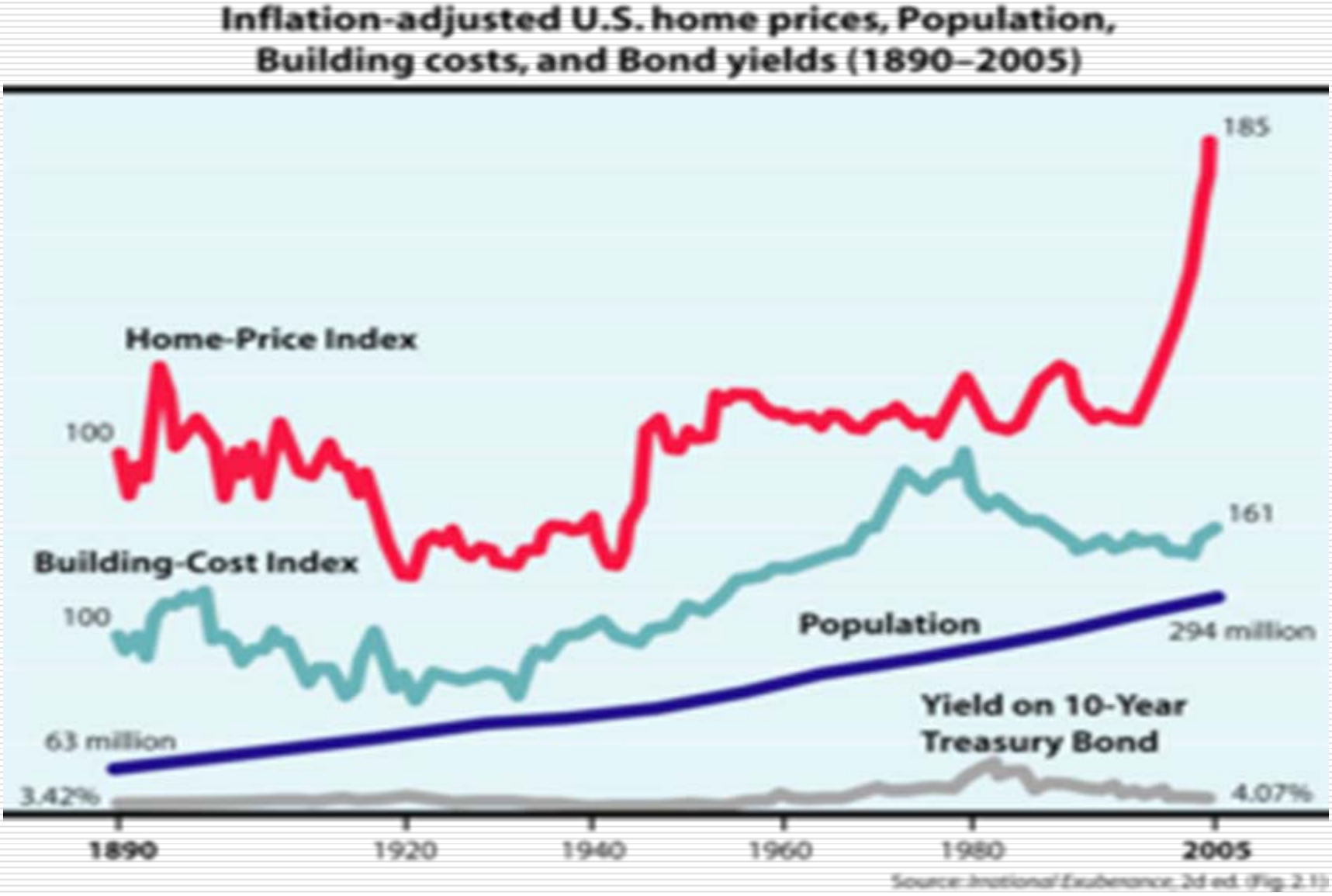
Let and hindrance

3

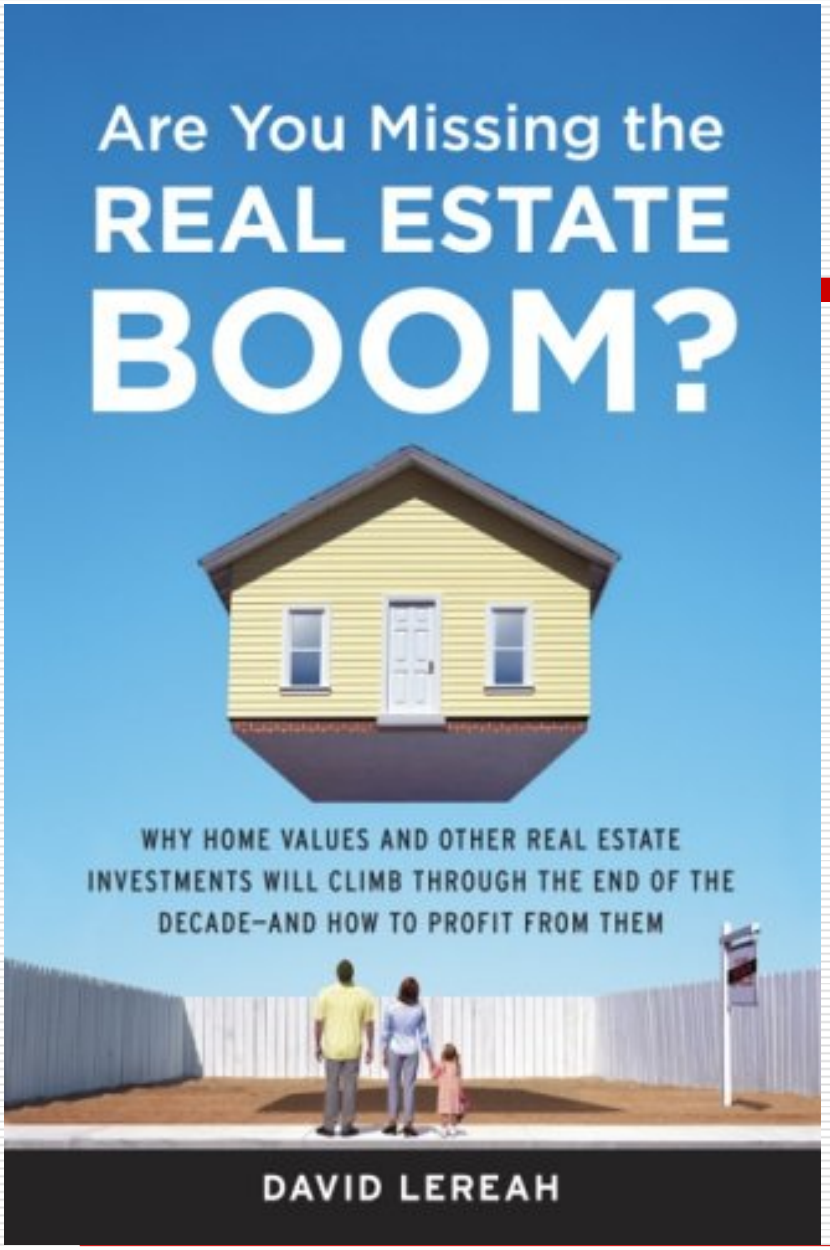
Owner-occupied housing as % of total, latest



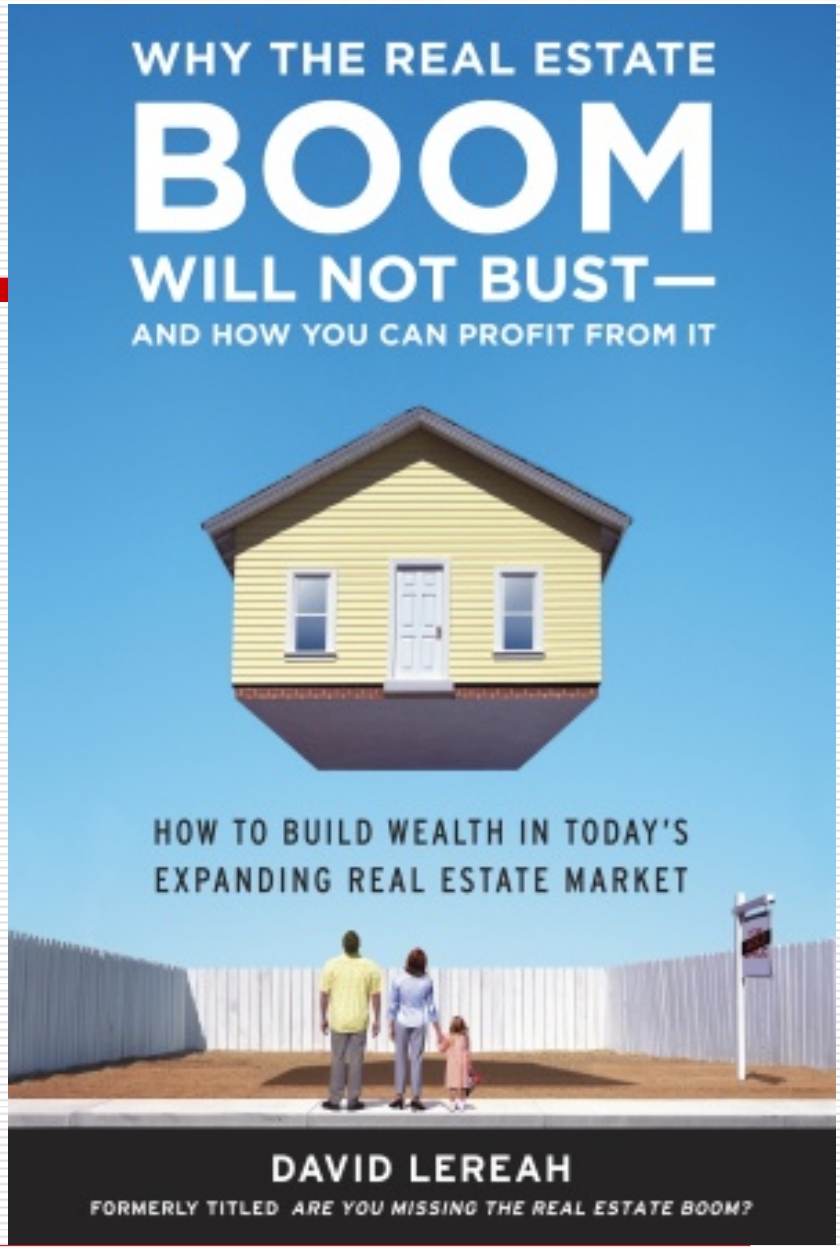
Sources: National statistics; OECD; European Liaison Committee for Social Housing



Shiller shows that inflation-adjusted U.S. home prices increased 0.4% per year from 1890–2004, and 0.7% per year from 1940–2004, whereas U.S. census data from 1940–2004 shows that the self-assessed value increased 2% per year.



Лютий 2005



Лютий 2006

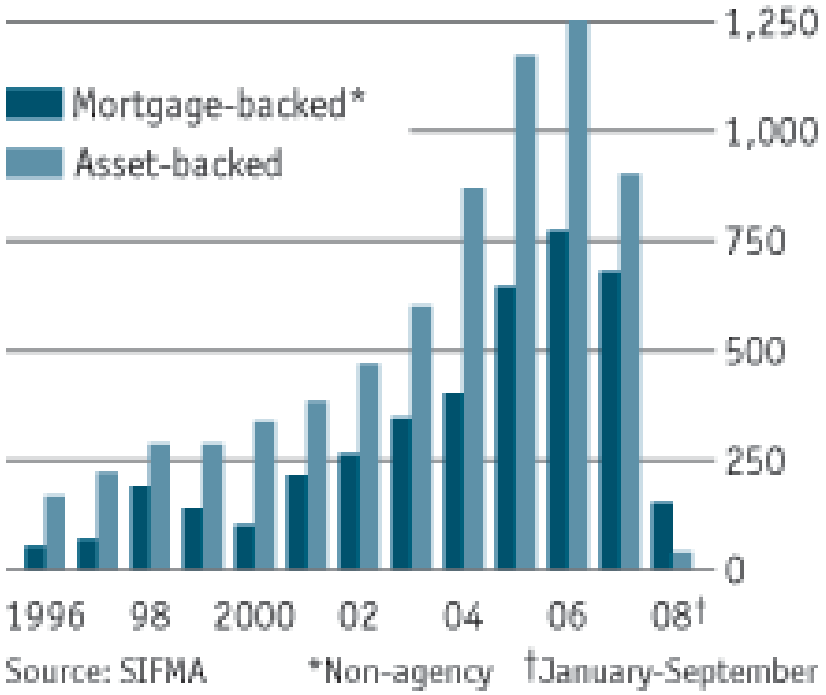
Іпотечна криза в США (http://en.wikipedia.org/wiki/United_States_housing_bubble):

- 2001-02 рр. — банки починають роздавати кредити будь-кому (навіть особам без місця праці та доходу — ринок *subprime*)
- Ризик видається невисоким внаслідок сек'юритизації
  - малий банк надає кредит і "відпродує" боржників більшому банку
  - великі банки ділять іпотечний кредит на менші частини (наприклад, кредит вартістю $300 тис. на 300 частин по $1000), а потім емітують облігації, забезпечені даними частинами іпотечного кредиту,
- 2006 р. — пік емітування комерційними банками іпотечних облігацій з дохідністю 9-11%,

Pride before the fall

2

US securitisation issuance, $bn

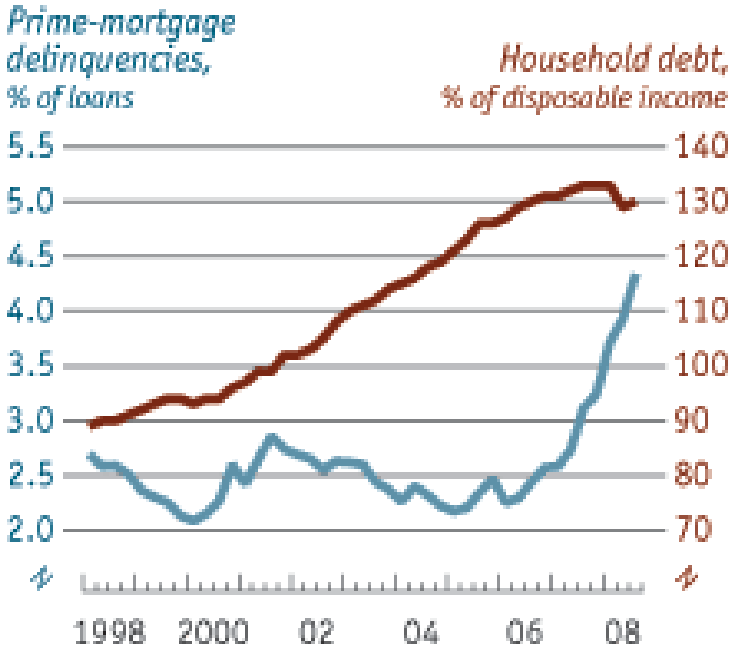


Source: SIFMA *Non-agency †January-September

Hard times

6

US:



Sources: Federal Reserve Board; Mortgage Bankers Association

Піраміда на ринку нерухомості

- Виникнення:
  - основа — нерухомість, яка слугувала заставою іпотечних кредитів,
  - іпотечні кредити гарантували виплату облігацій,
  - облігації слугували заставою для наступних кредитів

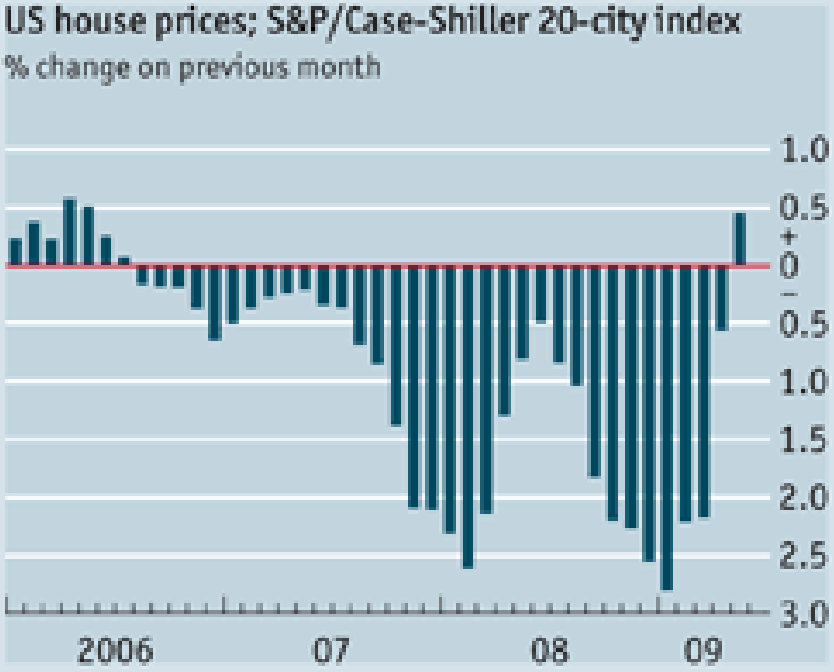
- Руйнування:
  - зниження цін на нерухомість,
  - неплатоспроможність отримувачів кредитів,
  - падіння вартості облігацій, забезпечених іпотечними кредитами.
  - банки намагаються позбутися даних облігацій, що знижує їхню вартість ще більше,
  - Частина облігацій повністю втрачає свою вартість

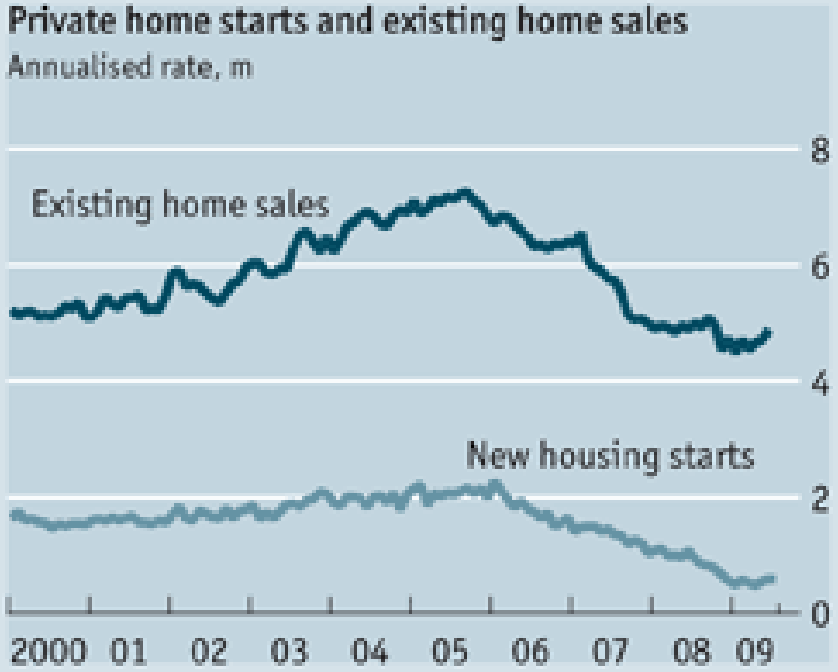
Заборгованість американців за іпотечними кредитами:

- III кв. 2001 р. — $5,2 трлн. (51% ВВП),
- III кв. 2007 р. — $10,4 трлн. (75% ВВП)

Glimmers

1





Sources: National Association of Realtors; US Census Bureau; Standard & Poor's

Банки починають втрачати гроші

- червень 2007 р. — стає відомо про втрати комерційних банків від іпотечних інструментів,
  - Merrill Lynch — $41 млрд., тоді як вартість його акцій становить $46,1 млрд. Втрати — $7,9 млрд.
  - Royal Bank of Scotland — $2-3 млрд.
  - Citigroup — $8-11 млрд. (ринкова вартість банку знизилася на 155 млрд. або на 55%),
  - Bank of America — $ 3,7 mld dol.,
  - Wachovia - $2,1 млрд.,
  - Bear Sterns — $ 1,9 млрд.
  - Credit Agricole — €2,5 млрд.
  - UCB — $10 млрд.
  - 21 найбільша банківська група в єврозоні разом втратили $244 млрд

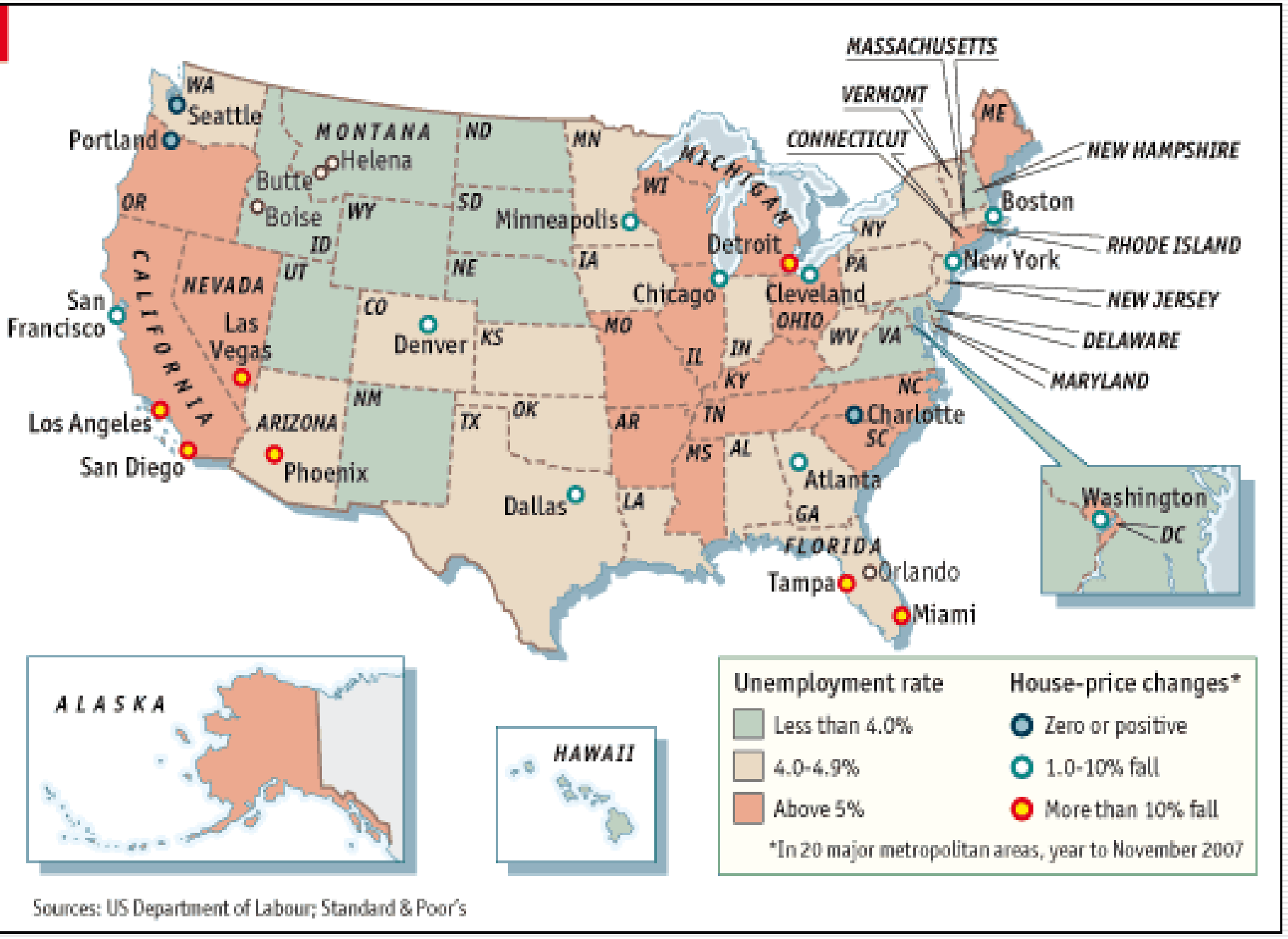
- Акції Countrywide — найбільшого позичальника — впали зі $45 у січні 2007 р. до $6 в січні 2008 р.

Механізми зниження цін:

- Зменшення прибутковості інвестиційних операцій,
- Усвідомлення завищеного рівня цін,
- Зменшення обсягів кредитування після антиінфляційного підвищення процентної ставки

Основні наслідки:

- Списання “безнадійних” боргів,
- Стиснення обсягів кредитування,
- Негативний ефект добробуту,
- “Охолодження” економіки (з можливістю рецесії),
- Підвищення безробіття,
- Обмеження припливу капіталу



Sources: US Department of Labour; Standard & Poor's

Ймовірні наслідки:

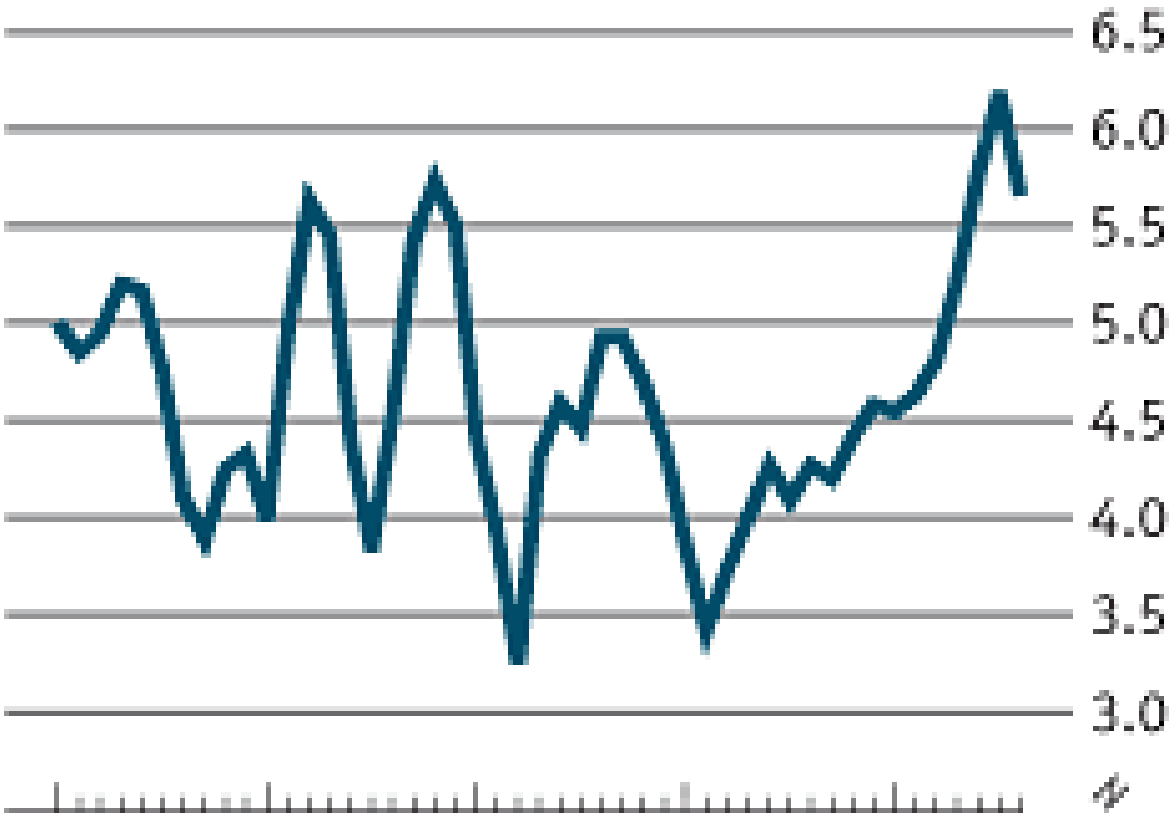
- Поліпшення сальдо торговельного балансу США,
- Зниження цін на сировину,
- Падіння акцій азійських компаній
  - на експорт в США припадає 20% експорту Малайзії, Сінгапуру, Гонг-Конгу, 8% – Китаю, але всього 2% – Індію

Ймовірні наслідки (весна 2008 р.):

- Гальмування темпу зростання світової економіки
  - IMF – зниження темпу зростання світового ВВП з 4.9% в 2007 р. до 4.1%: промислові країни зростатимуть лише на 1,8%.
  - Joseph Stiglitz – кризи не уникнути (американці не мають заощаджень)
  - Alan Greenspan – США або вже у рецесії, або скоро будуть
  - Lawrence Summers – світовій економіці загрожує катастрофа

Keeping the home fires burning

US residential construction as % of GDP

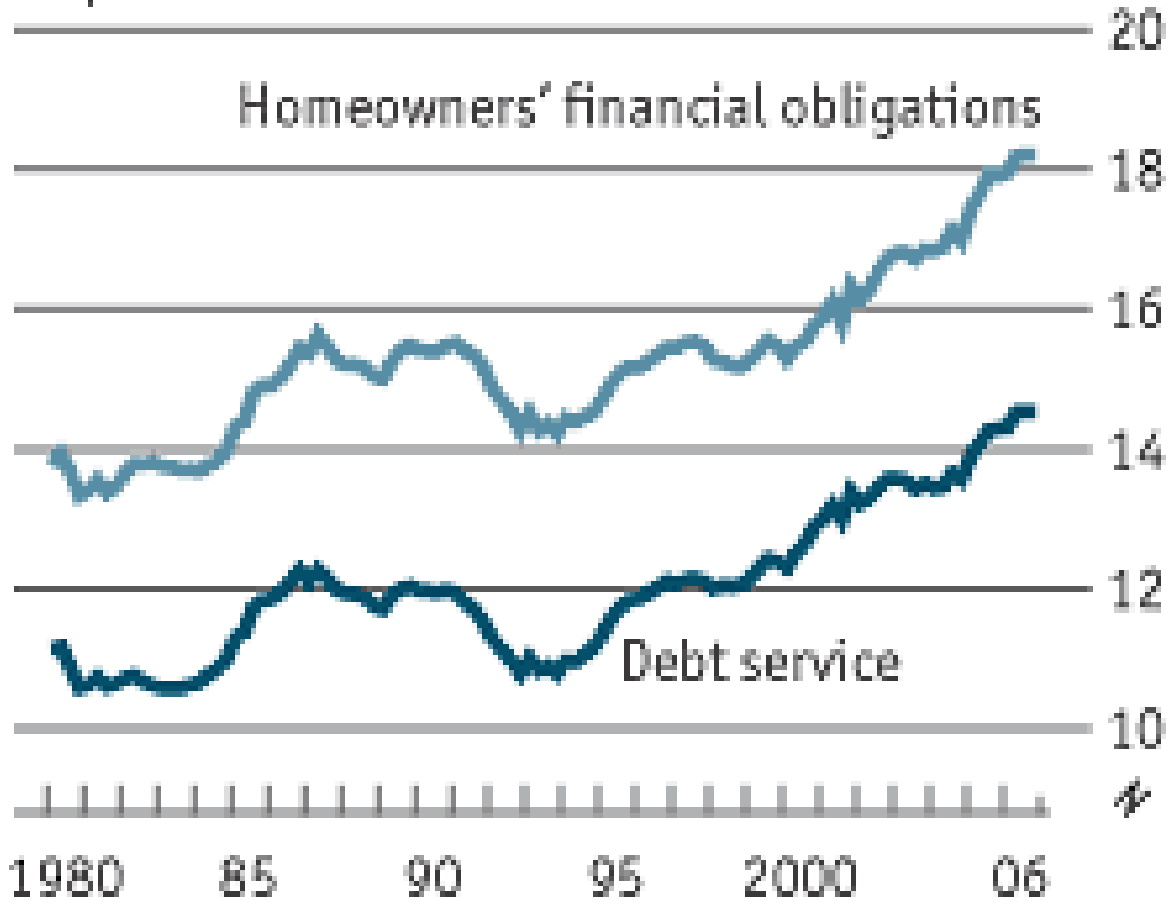


Source: US Bureau of Economic Analysis

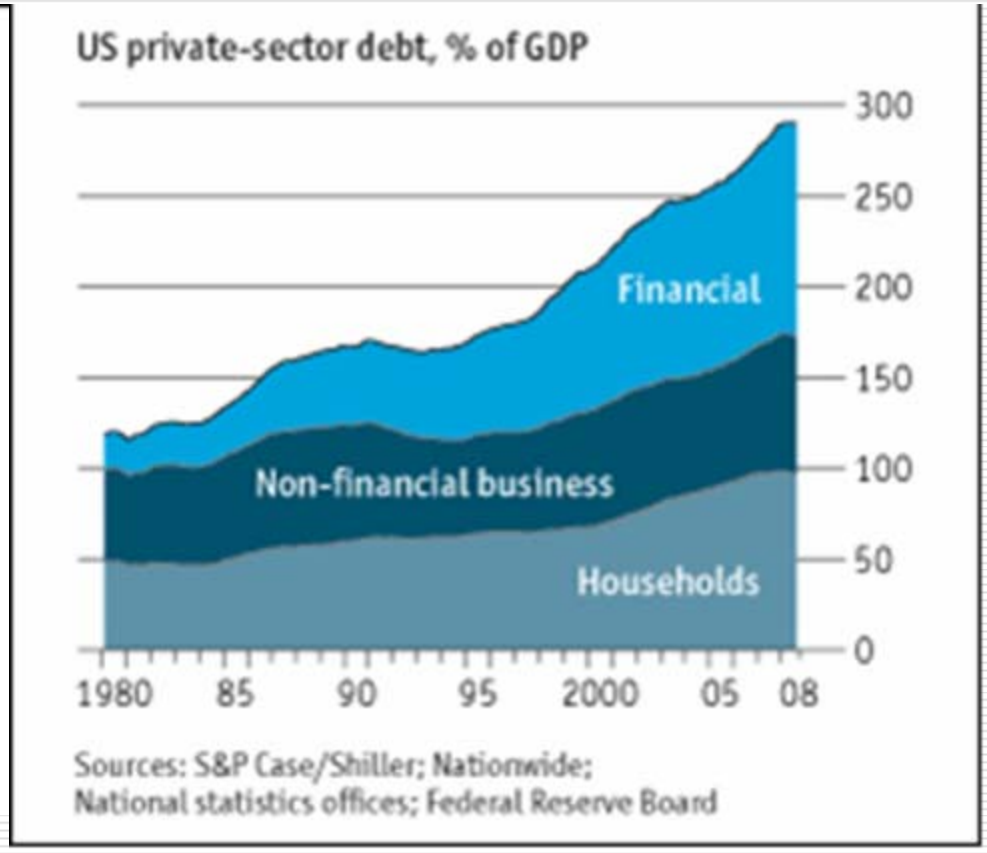
*Q3

Pinching

Household payments as a % of personal disposable income



Source: Federal Reserve



США: “подвійна бульбашка” – нерухомості та заборгованості приватного сектора

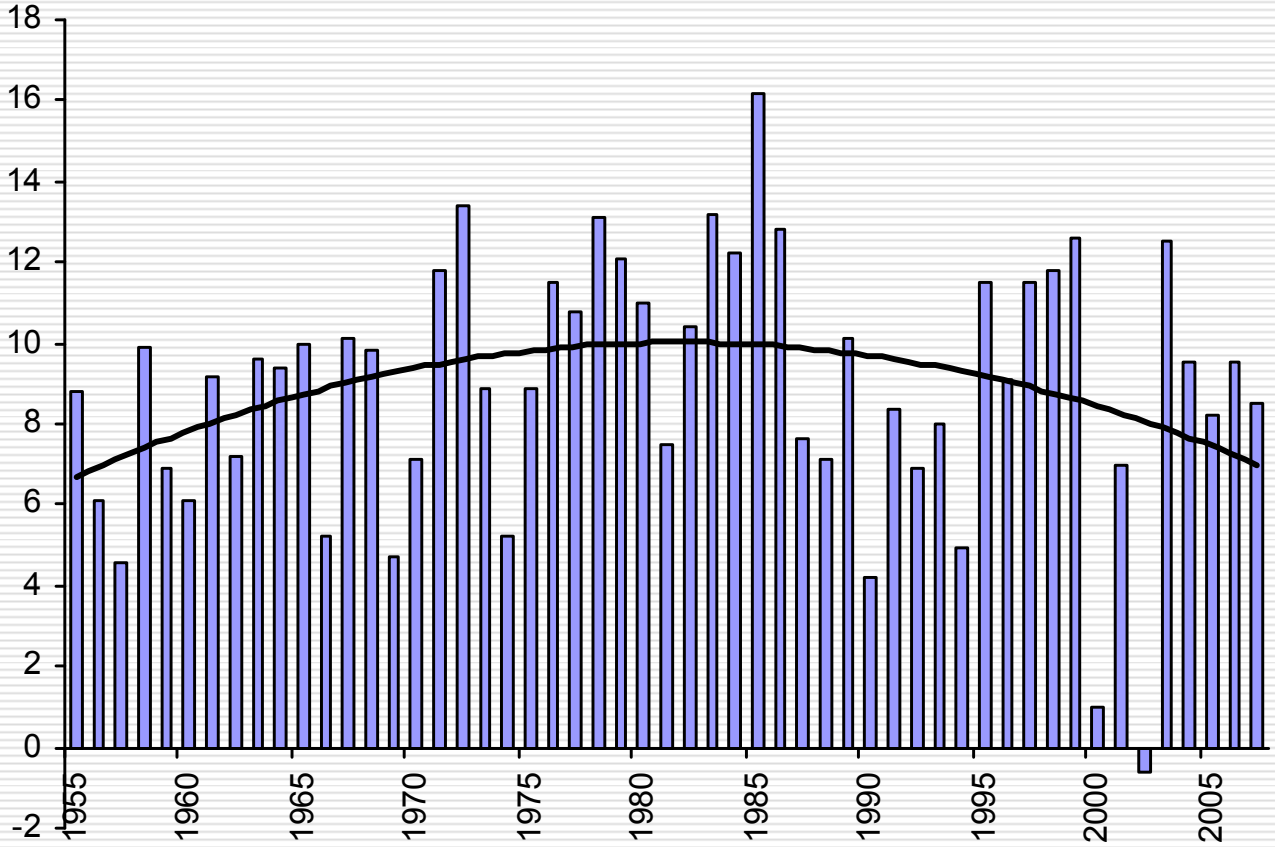
8-6 Актуальні проблеми світового фінансового ринку:

- Як становлення глобального фінансового ринку впливає на світову економіку?
- Яким є вплив фінансової глобалізації на економічну політику окремих країн?
- Чи є обґрунтованими побоювання дестабілізації національних економік внаслідок потоків капіталу?
- Чи є процес глобалізації потоків капіталу незворотнім?
- Якою має бути реакція національних урядів на потоки капіталу?

Поглиблення глобалізації супроводжувалося численними “бульбашками”

- друга половина 1990-х років – підвищений попит на акції технологічних компаній,
- масове придбання нерухомості
- зарахування сировини до інвестиційних активів

Головна проблема – надлишок грошової маси в США



США: темп зростання обсягів кредитування (%), 1955-08 рр.

Стабілізаційна політика в США:

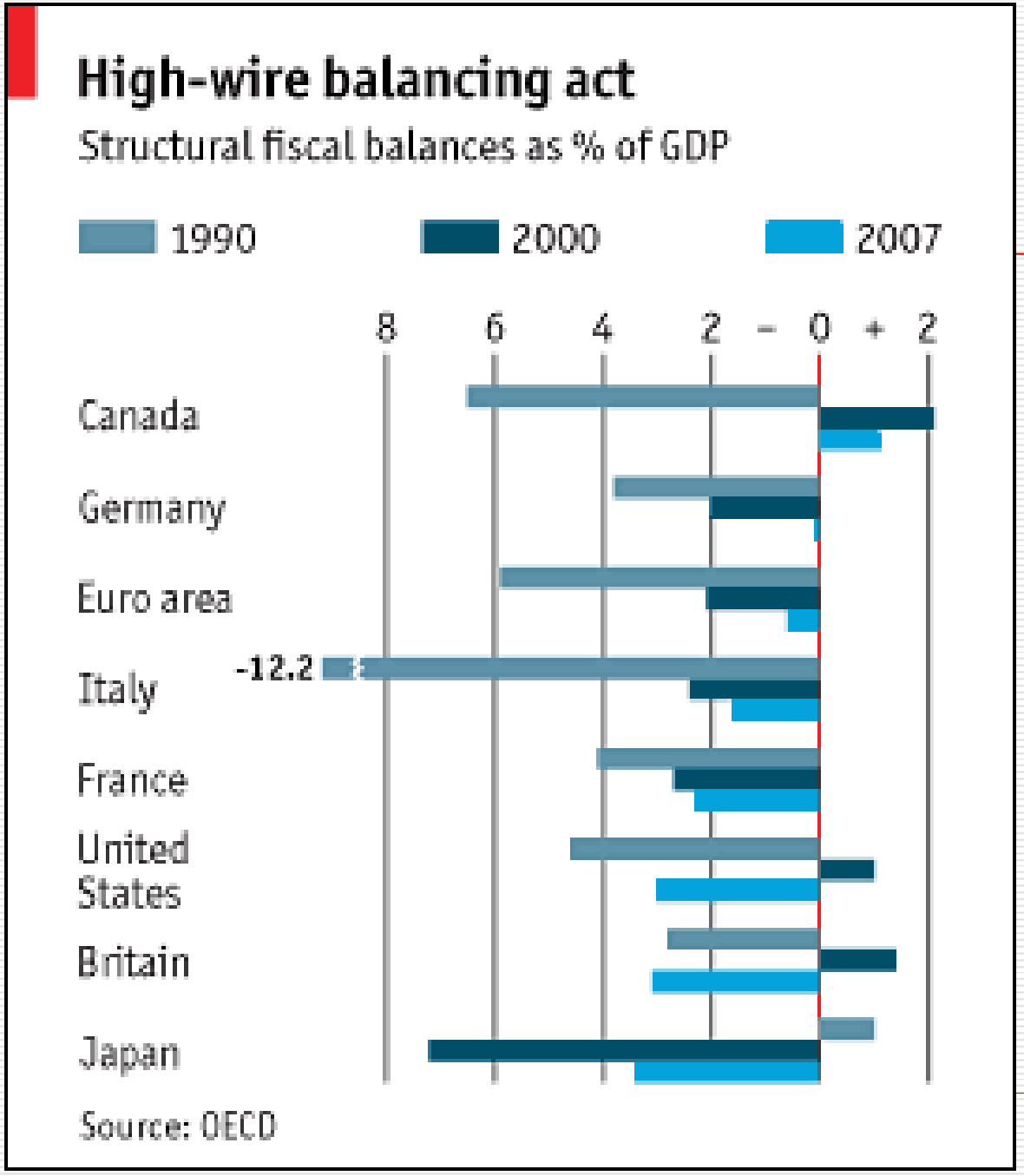
- Зниження ставки рефінансування на до 0.25%
- Фіскальні стимули вартістю понад $1,5 трлн. доларів або майже 10% від ВВП

План У. Баффетта

- Компанія страхування облігацій з рейтингом AAA починає страхувати ризики на суму $800 bn муніціпальних облігацій, які зараз страхують три “проблемні” компанії MBIA, Ambac та FGIC. За це У. Баффетт отримає декілька мільярдів of up-front fees, розрахованих як відсоток майбутніх страхових премій. Коштом $5 bn У. Баффетт отримає третину ринку.
- Ринок теж виграє. Значна частина ринку вартістю $2.6 trln була колатеризована.

Що робити у світі?

- Фіскальні чи монетарні стимули?
- Попит у Китаї та інших країнах Південно-Східної Азії
- Загроза фінансового меркантилізму



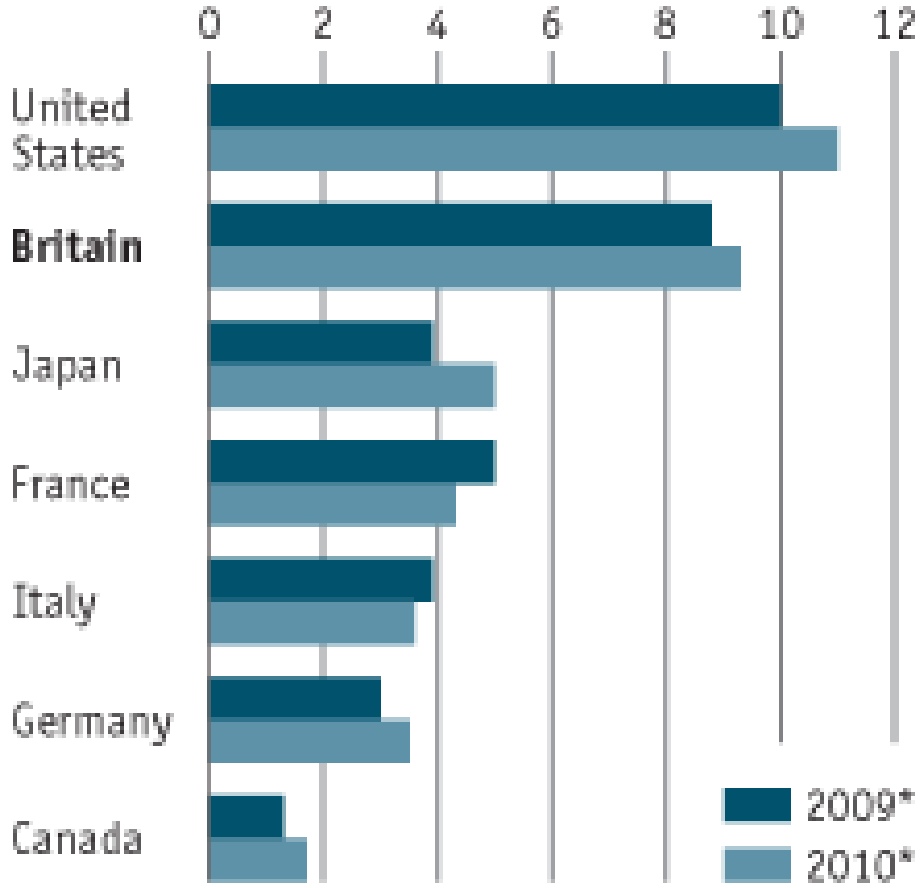
Структурні фіскальні баланси

Керівник МВФ Домінік Строс-Кан — потрібно провести тимчасове скорочення податків у головних країнах

Borrowing binge

4

General-government deficit as % of GDP



Source: Standard & Poor's

*Forecast

У фіскальні стимули вірять не всі:

- Міністр фінансів Японії Фукусіро Нукага: Японія має досвід таких заходів після того, як «бульбашка» луснула в 1990-х роках. Спроби подолати рецесію і дефляцію збільшенням дефіциту бюджету практично зупинили зростання ВВП. Найголовніше завдання — стабілізація ринків та відновлення довіри шляхом інформування про втрати фінансових інститутів.
- Зам. міністра фінансів Німеччини Томас Міров — економіка країни здорова, так що їй не потрібні жодні додаткові заходи,
- Велика Британія — аналогічно.

Keeping the home fires burning

China's:

Sources: World Bank; Capital Economics

Загроза фінансового меркантилізму

- Логіка ринку і політичного тиску. Банки, які втратили довіру та капітал під час кредитної кризи, відступають на внутрішні ринки, які вони знають краще. Оскільки багато банків були врятовані платниками податків на національному рівні, вони знаходяться під політичним тиском: позичати радше у своїй країні, ніж за кордоном.

- Міністр фінансів ПАР Тревор Мануель: загроза витіснення країн що розвиваються, із системи міжнародних ринків капіталу та «втрати зв`язку, краху та запустіння».