

# МАКРОЕКОНОМІКА

---

УДК 338.124.4: 330.16

**С.С.Шумська**, канд. екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

## ФАКТОР ОЧІКУВАНЬ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ\*

*Показано роль фактора очікувань у розгортанні кризових явищ в економіці України у період 2008–2009 років. Визначено чинники, що формують фактор очікувань у період фінансової нестабільності. Зроблено кількісну та якісну його оцінку.*

Фінансова криза та виклики, які були нею привнесені, для багатьох країн світу поставили на порядок денний актуальне питання пошуку ефективних заходів боротьби з нею та інструментів найшвидшого нівелювання загроз. Таким шляхом йдуть усі провідні країни світу, що призвело до появи в науковій економічній літературі ґрунтовних досліджень, присвячених аналізу причин, проявів, особливостей розгортання кризи. Українські вчені та практики, аналізуючи масштаби, джерела, динаміку світової кризи 2008 року, зосередили увагу не тільки на її наслідках для України, але й на вивченні методів подолання кризових явищ та механізмах регулювання фінансової системи в умовах нестабільності. Серед фахівців, які мають власну позицію щодо причин та отриманих "уроків" кризи, перспектив розвитку економіки і вітчизняної банківської системи варто назвати С.Аржевітіна О.Барановського, В.Гейця, І.Кравченко, В.Міщенко, Т.Смолженко, О.Сугоняка, А.Шаповалова<sup>1</sup>.

Дослідження, які проводились науковцями та фахівцями банківської справи, дали змогу окреслити множину різних за силою факторів, що визначають динаміку розгортання кризових явищ у фінансовому секторі. Серед них окремо варто виділити суб'єктивний фактор – **очікування**, який, на жаль, є ще мало дослідженим у вітчизняній науковій та практичній літературі, однак ігнорування якого за несприятливих умов може різко погіршити ситуацію. У разі ж моніторингу та правильної оцінки суспільної думки він може послабити негативні наслідки. Актуальність вивчення даної проблеми в практиці України підкреслює той факт, що цей чинник став надзвичайно потужним восени 2008 року із розгортанням впливу світової кризи на економіку країни, оскільки до внутрішніх чинників, що провокували негативні очікування, були додані фактори глобальної нестабільності.

---

\* Дослідження виконано за фінансової підтримки НАН України в рамках спільного науково-дослідного проекту РГНФ і НАН України "Грошово-кредитна політика Росії і України на сучасному етапі: нові виклики і можливі відповіді" № 14-08/08-02-91205 а/У.

<sup>1</sup> Пацера М. Світова фінансова криза та її наслідки для банківської системи України // Вісник НБУ. – 2009. – № 1. – С. 28–31; Кравченко І., Багратян Г. Криза та регулювання фінансової системи: уроки та перспективи // Вісник НБУ. – 2009. – № 1. – С. 19–23; Шаповалов А. Національний банк України діяв та діятиме адекватно загальноекономічній ситуації // Вісник НБУ. – 2009. – № 3. – С. 3–7; Міщенко В. Шляхи подолання фінансової кризи в Україні // Вісник НБУ. – 2009. – № 2. – С. 3–7; Геєць В. Каталізатором фінансової кризи в Україні була світова криза, але значна частина передумов має внутрішнє походження // Вісник НБУ. – 2009. – № 2. – С. 16–18.

Світова практика показала, що за умов стабільної та передбачуваної ситуації, вплив очікувань залишається незначним. Але як тільки на ринку з'являються сигнали щодо нестабільності, які формуються невизначеністю економічної кон'юнктури або загостренням існуючих негараздів, фактор очікувань набуває дуже великого значення<sup>2</sup>. Невпевненість у майбутньому та недовіра економічних суб'єктів трансформується у негативні очікування, які блокують або зменшують вплив політики, що реалізують уряд та монетарна влада. У цьому контексті недостатнім є розгляд тільки кінцевого результату впливу на реальний сектор і темпи економічного зростання, адже негативні очікування виступають свого роду "піском", що не тільки гальмує дію усіх ланцюжків передаткового трансмісійного механізму, але й впливає на сам монетарний механізм. Саме тому є надзвичайно важливим аналіз впливу очікувань на розвиток фінансової системи і перш за все банківського сектора, який першим приймає удар (шок у зміні очікувань) і від "поведінки" й "стійкості" якого залежить динаміка й наслідки кризових явищ.

Необхідність оцінки впливу світової фінансової кризи на економіку України та її банківський сектор зумовила вибір мети даної статті – визначення ролі фактора очікувань у розгортанні кризових явищ та кількісна його оцінка у період фінансової нестабільності 2008–2009 років. Для того, щоб найповніше окреслити означену проблему, її слід розглянути принаймні у двох аспектах: *по-перше*, необхідно виділити показники, що характеризують фактор очікувань та проаналізувати динаміку їх змін щоб мати кількісну оцінку самого фактора; *по-друге*, знайти "больові точки" у діяльності банківського сектора, на які вплинули зміни очікувань.

У контексті визначення та кількісної оцінки фактора очікувань, зазначимо, що очікування формуються великою кількістю чинників, тому в рамках аналізу впливу фінансової кризи на банківську систему України серед усієї множини виділимо ті, що пов'язані із різними аспектами її діяльності. Крім того, слід відмітити, що аналіз самих очікувань значно ускладнюється тим, що відсутній єдиний офіційний статистичний показник, що описує дані процеси. На сьогоднішній день за відсутності методики розрахунку єдиного універсального індикатора очікувань скористаємося результатами соціологічних опитувань, що відображають картину, яка склалася в економіці з точки зору громадян України (бізнесу та населення):

– **"Ділові очікування підприємств України"**, проводить Національний банк України, містить узагальнену інформацію про оцінки керівників підприємств України щодо їх поточної та майбутньої ділової активності, інфляційних та курсових очікувань, змін економічної ситуації в країні;

– **"Індекс споживчих настроїв"**, проводить українська дослідницька компанія *GFK Ukraine* та Міжнародний центр перспективних досліджень, на підставі вибіркового обстеження домашніх господарств країни дають характеристику споживчих настроїв, поточного становища та економічних й інфляційних очікувань населення;

– **"Моніторинг громадської думки"**, проводиться Українським інститутом економічних досліджень ім. О.Яременка, Центром "Соціальний моніторинг" та Державною установою "Інститут економіки та прогнозування НАН України" з метою визначення рівня довіри до соціальних інститутів та політиків, оцінки змін соціального стану країни та власного матеріального становища різних верств населення.

<sup>2</sup> Міщенко В.І., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 24–27; Лисенко Р., Ніколайчук С., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 2. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 11. – С. 18–24.

Варто підкреслити, що, незважаючи на велику кількість соціологічних досліджень, не всі з них можуть бути використані для кількісної оцінки саме фактора очікувань. Тут слід пояснити, що очікування (результати соціологічних опитувань) ми будемо сприймати як **фактор** очікувань тільки у разі: а) якщо опитування проводилось не один раз, а періодично (тобто є динаміка оцінок); б) вибірка була репрезентативною; в) методика не змінювалась. Неперіодичні або разові соціологічні опитування дають відповіді на окремі питання, що є актуальними на даний період часу, однак навіть якщо вони присвячені одній тематиці (наприклад, виборам), то кожного разу вони дають нові характеристики (інші питання), тобто змінюють **якісне наповнення**, а отже, **як один фактор сприйматись не можуть**.

У контексті поставлених завдань кількісну та якісну характеристику фактора очікувань у період кризи найкраще показують результати "Ділових очікувань підприємств України" та "Споживчих настроїв", які виражають точки зору бізнесу та населення. Прикладом з досвіду інших країн може бути *індекс промислового оптимізму*, що розраховується в Росії Інститутом економіки перехідного періоду. Динаміка індексу, отриманого за результатами опитування менеджерів різного рівня промислових підприємств, показала реакцію на кризу у вересні 2008 року (зокрема, заступники директорів відмітили зниження показника до -5 пунктів після +7 у серпні). Найбільший песимізм був зареєстрований у грудні 2008 року, у 2009 році динаміка індексу промислового оптимізму має висхідну тенденцію<sup>3</sup>.

В практиці США активно використовуються аналогічні індекси, зокрема: *NAPM index (National Association of Purchasing Managers' index)* – Індекс ділової активності Національної Асоціації Менеджерів, що представляє результати опитування менеджерів із закупівель у промисловій сфері та використовується для оцінки змін виробничих замовлень, обсягу промислового виробництва, зайнятості, запасів і оперативності роботи постачальників; *Atlanta Fed index* – Індекс ділової активності Федерального резервного банку в Атланті, який представляє результати опитування виробників в Атланті щодо їх оцінок поточної економічної ситуації; *Consumer confidence* – Індекс довіри споживачів є спробою оцінки оптимізму споживачів і традиційно використовується для прогнозування тенденцій зайнятості та економічного стану країни.

У країнах Єврозони широко відомим є індекс *IFO survey*, що представляє Огляд німецького дослідницького інституту IFO, де оцінюється рівень ділової активності в країні. В Японії найважливішим індикатором є *Tankan report* – щоквартальний економічний огляд, який публікує департамент досліджень та статистики Банку Японії. Огляд та відповідний індекс складається на основі оцінок більш ніж 8000 компаній, фірм та інститутів за такими параметрами: 1) умови ведення бізнесу, 2) виробництво та збут, 3) попит/пропозиція, рівень цін; 4) доходи; 5) прями інвестиції; 6) зайнятість; 7) податкові умови.

Наявність у практиці різних країн індексів/показників, які відображають урахування у процесі прийняття динамічного рішення оцінок поведінки економічних суб'єктів, підтверджує важливу роль та життєздатність концепції очікувань, яка була введена в макроекономічну теорію ще у 1930-х роках шведським економістом Г.Мюрдалем. Він розглядав два види очікувань: *перший* – очікування *ex post*, тобто ті очікування, які сформувались після завершення процесу, що аналізується (вони враховуються, головним чином, тоді, коли йдеться про емпіричну перевірку теоретичних концепцій або при розрахунку узагальнюючих показників на основі системи національного рахівництва). *Другий* – очікування *ex ante* характеризують плани й наміри економічних агентів, що формуються в процесі прийняття рішень.

<sup>3</sup> Цухло С.В. Індекс промислового оптимізму // Еженедельный выпуск: 29 июля 2009. ИЭПП. – <http://www.iet.ru>.

Саме розвиток наукових уявлень щодо очікувань *ex ante* привів до розробки трьох основних концепцій, які розглядають принципи формування очікувань і які отримали назви **концепції екстраполяційних (статичних), адаптивних і раціональних очікувань**<sup>4</sup>.

Перша концепція екстраполяційних (статичних) очікувань базується на гіпотезі про те, що економічні суб'єкти при формуванні своїх очікувань *ex ante* враховують тенденції, які склались у минулому. Таким чином, припускається, що люди діють так, ніби очікують, що наступний рік буде таким самим, як і рік поточний. Концепція адаптивних очікувань припускає, що економічні суб'єкти не прирівнюють очікувань *ex ante* до очікувань *ex post*, а формують їх із урахуванням минулих помилок. Іншими словами, діючи інтуїтивно, вони коригують свої майбутні плани залежно від того, якою мірою виявились помилковими їх очікування щодо теперішнього. Прихильники концепції раціональних очікувань вважають, що названі вище концепції дуже спрощено представляють процес формування економічними суб'єктами оцінок майбутнього. На їх думку, люди використовують складніші способи оцінювання, особливо тоді, коли йдеться про значні суми грошей (наприклад, інвестиції). Раціонально діючі економічні суб'єкти не тільки враховують помилки минулого, але й заглядають у майбутнє: ухвалюючи рішення, вони спираються на свої власні уявлення про модель управління економікою і використовують всю доступну інформацію про можливі події, які можуть вплинути на економічну кон'юнктуру. Це дозволяє за відсутності неочікуваних шоків досить точно передбачити майбутні зміни і не робити системних помилок (помилки цілком можливі, але вони є, швидше за все винятком, ніж правилом)<sup>5</sup>.

В умовах неочікуваних потрясінь особливо гострим стає питання доступності та повноти інформації, що кардинально збільшує можливість системних помилок. Поведінка економічних суб'єктів набуває егоїстичного забарвлення, а оскільки очікування відображають, як правило, негативний сценарій розвитку подій (накладається песимізм досвіду минулих шоків), то й раціональність проявляється в тому, що ключовим стає бажання зменшити свої особисті втрати (сьогодні й у майбутньому), не зважаючи на ті чи інші дії влади щодо відновлення позитивних тенденцій. Отже, в умовах кризи варто розглядати як адаптивні, так і раціональні очікування суб'єктів.

Найчастіше в рамках двох концепцій – теорії адаптивних очікувань і теорії раціональних очікувань – науковцями розглядається розвиток інфляційних процесів. Вони відмічають, що зростання інфляційних очікувань може бути викликано політичними факторами, змінами уряду, заявами представників влади, що відповідають за монетарну політику, зміною грошово-кредитної політики, різкими коливаннями курсу національної валюти й т. ін. Важливість аналізу даного фактора пояснюється тим, що його недооцінка значно ускладнює боротьбу з інфляцією. Адже навіть якщо причини, що призвели до інфляції, більше не діють, інфляційні очікування ще тривалий час можуть визначати поведінку економічних суб'єктів, значно послаблюючи дію всіх антиінфляційних інструментів.

У практичній площині розуміння необхідності врахування фактора очікувань знайшло відображення у виділенні центральними банками світу, окрім традиційних каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики (відсоткової ставки, багатства, кредитування, монетаристського, валютного курсу), специфічних каналів, що враховують очікування: **інфляційного каналу** (inflation channel), що пояснює динаміку споживання в умовах цінової невизначеності; каналу **очікувань** (expectations channel), що характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на інфляційні

<sup>4</sup> Экономическая теория : учебник / Под общ. ред. акад. В.И.Видяпина, А.И.Добрынина, Г.П.Журавлевой, Л.С.Тарасевича. – М., 2000. – С. 365.

<sup>5</sup> Там же. – С. 366–367.

очікування; **портфельного каналу** (portfolio channel), що описує ефект перерозподілу портфелів фінансових активів домогосподарств та фірм із урахуванням очікуваних перспектив цінової та економічної динаміки<sup>6</sup>.

Варто підкреслити, що спільним у розгляді будь-якого із вище означених каналів, своєрідним підґрунтям, яке формує динаміку очікувань є фактор довіри. У контексті аналізу впливу фінансової кризи на банківський сектор України рівень довіри населення та бізнесу значною мірою визначається ставленням до двох гілок влади – Кабінету Міністрів та Національного банку України, що впроваджують економічну та політичну політику. Якщо скористатись результатами соціологічного опитування<sup>7</sup> громадської думки різних верств населення, яке проводиться експертами під керівництвом О. Балакіревої і які представлені у табл. 1, то буде чітко видно, що рівень довіри до двох ключових інституцій, що визначають майбутнє економіки та банківської сфери, є дуже низьким. Зниження частки респондентів, що довіряють Кабінету Міністрів та Національному банку України, із 54 до 16% та із 46 до 9% відповідно, означає, що суспільство з початку 2005 до кінця 2008 року було налаштовано песимістично, тобто наростали негативні очікування. Значне збільшення кількості тих, хто не довіряє КМУ та НБУ (відповідно 79 та 84%), упродовж 2008 року є відповіддю на те, чому світова криза в Україні проявилася панікою, що спричинила дестабілізацію фінансового ринку.

Таблиця 1

**Динаміка рівня довіри, %**

Ключові інституції	03/2005	05/2005	09/2005	10/2005	12/2005	01/2006	09/2006	03/2007	06/2007	12/2007	12/2008
<b>"Довіряють"</b>											
Кабінетові Міністрів України	54	49	43	36	31	31	35	35	31	31	16
Національному банку України	46	39	42	37	33	40	39	31	31	41	9
<b>"Не довіряють"</b>											
Кабінетові Міністрів України	32	38	45	49	58	59	51	56	60	61	79
Національному банку України	31	42	41	46	50	43	44	51	50	45	84

Джерело: Балакірева О.М. Громадська думка на межі 2008–2009 рр.: оцінка року та погляд у майбутнє // Український соціум. – 2009. – № 1(28). – С. 143.

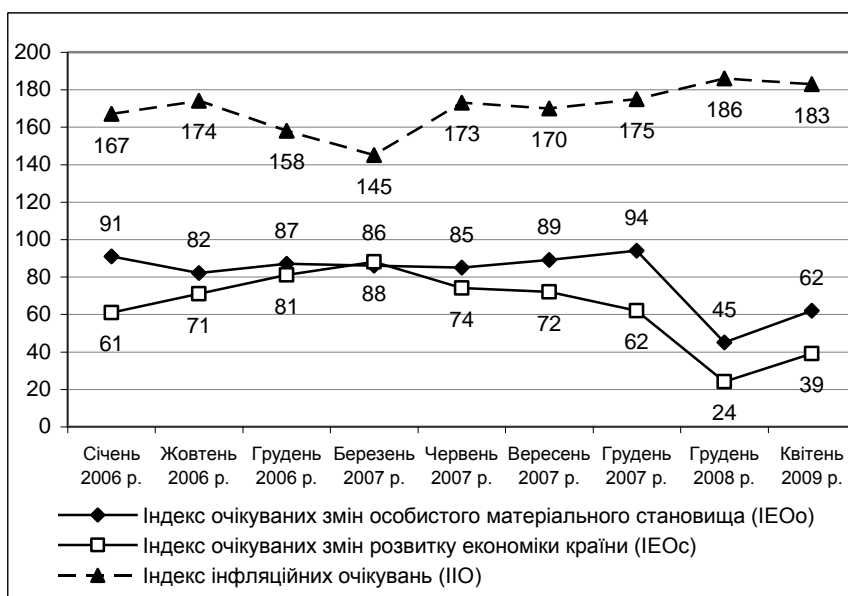
Зниження довіри та накопичення негативних очікувань призвели до формування песимістичних оцінок щодо розвитку вітчизняної економіки та посилення очікувань розгортання інфляції. Цей момент підтверджують усі без винятку соціологічні опитування. Так, наприклад, рис. 1–3, на яких представлено динаміку індексів, що розраховуються Національним банком, Українським інститутом економічних досліджень ім. О. Яременка та Державною установою "Інститут економіки та прогнозування НАН України", МЦПД та дослідницькою компанією *GFK Ukraine*, підтверджують, що у населення

<sup>6</sup> Корчагин О. Модели трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики // Банковский вестник. – 2004. – № 11. – С. 40–44; Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – № 18. – С. 38–51.

<sup>7</sup> Балакірева О.М. Громадська думка на межі 2008–2009 рр.: оцінка року та погляд у майбутнє // Український соціум. – 2009. – № 1(28). – С. 143.

та у керівників підприємств упродовж 2008 року різко погіршилися оцінки щодо розвитку економіки та посилилися очікування зростання цін.

Так, вивчаючи громадську думку населення України, науковці відділу моніторингових досліджень соціально-економічних трансформацій ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАНУ" на основі результатів соціальних опитувань конструюють інтегральні індекси очікуваних змін особистого матеріального становища (ІЕОо), очікуваних змін розвитку економіки країни (ІЕОс) та інфляційних очікувань (ІІО). Ці індекси формуються на основі відповідей на запитання<sup>8</sup> анкети і представляють думку різних за віком та статтю, соціальним статусом, рівнем освіти, географічним розташуванням регіону респондентів. Зокрема, останнє опитування<sup>9</sup> проводилося з 10 по 17 квітня 2009 року в усіх областях України та АР Крим. Всього опитано 2313 респондентів віком від 18 років та старше. Опитування проведено в 136 населених пунктах України: 70 містах та 66 селах. Отримані на початку 2009 року результати показали порівняно із рядом попередніх досліджень деяке покращення очікувань: так, після значного у 2008 році порівняно із 2007 роком спаду (із 94 до 45%) індексу змін особистого матеріального становища (ІЕОо) та (із 62 до 24%) індексу очікуваних змін розвитку економіки країни (ІЕОс), початок 2009 року виглядає оптимістично – 62 та 39%, відповідно. Після нагромаджених 186 (із 200) на кінець року очікувань зростання споживчих цін індекс інфляційних очікувань (ІІО) також продемонстрував позитивну динаміку – зниження до 183 (рис. 1).

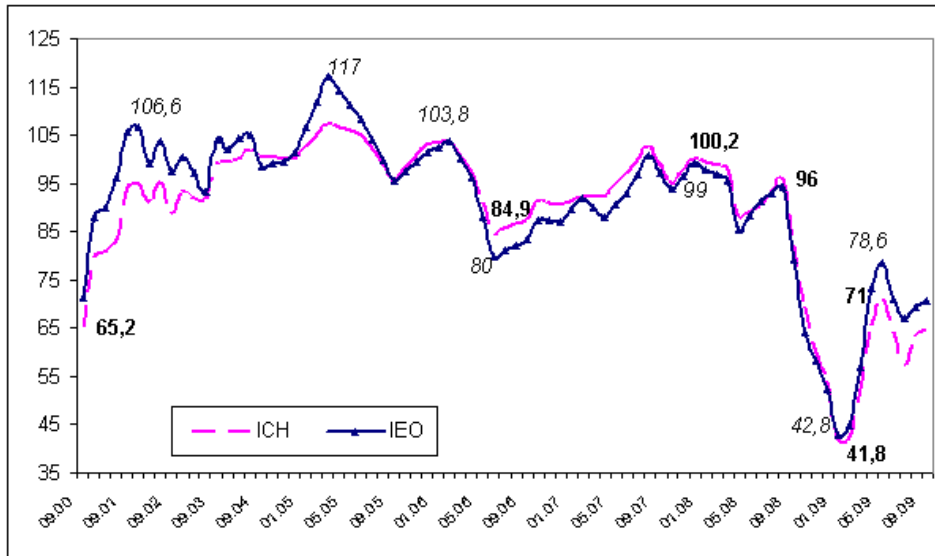


**Рисунок 1. Динаміка індексів очікуваних змін особистого матеріального становища (ІЕОо), очікуваних змін розвитку економіки країни (ІЕОс) та інфляційних очікувань (ІІО) у 2006–2009 роках**

Джерело: дані Українського інституту економічних досліджень ім. О.Яременка, Центру "Соціальний моніторинг" та ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАНУ".

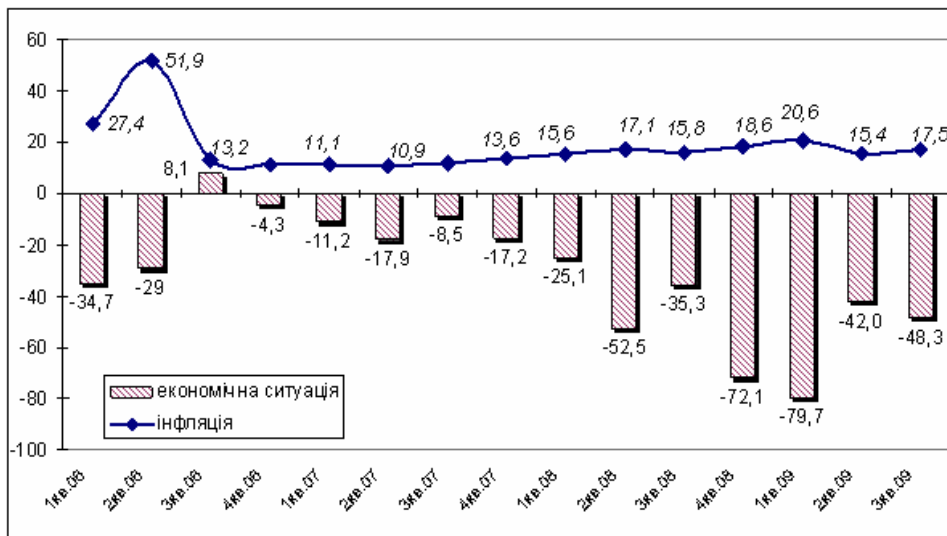
<sup>8</sup> Запитання анкети: "Як, на вашу думку, зміниться матеріальне становище вашої сім'ї (ваше особисто) через півроку?"; "Як ви вважаєте, наступні один-два місяці для економіки країни будуть гарними, поганими часами або якими-небудь ще?"; "Як ви очікуєте, протягом наступних одного-двох місяців доходи вашої родини будуть зростати більш швидко, ніж ціни, приблизно такими ж темпами, що і ціни, або повільніше, ніж ціни?"

<sup>9</sup> Метод отримання інформації: індивідуальне інтерв'ю за місцем проживання респондента. Стандартні відхилення при достовірних 95% не перевищують 2,09%.



**Рисунок 2. Динаміка змін індексів споживчих настроїв (ІСН) та економічних очікувань (ІЕО) населення у 2000–2009 роках**

Джерело: дані МЦПД, GFK Ukraine.



**Рисунок 3. Динаміка оцінок бізнесом зміни економічної ситуації та зростання інфляції у наступні 12 місяців за 2006–2009 роки (у середньому по Україні, %)**

Джерело: дані НБУ за результатами опитувань.

На всіх трьох представлених графіках (рис. 1–3) видно, що на досить тривалому часовому проміжку чітко прослідковується зв'язок: із формуванням негативних очікувань – погіршення оцінки особистого матеріального становища та розвитку економіки – зростають інфляційні очікування. Крім того, чітко видно хвилеподібний характер розгортання кризи, тому в аналізі слід виділити і окремі періоди в динаміці фактора очікувань.

Нагромадження песимізму призводить до коригування планів щодо майбутніх покупок, тобто до зменшення рівня споживання. Як показують розрахунки фахівців Міжнародного центру перспективних досліджень та компанії *GFK Ukraine*, індекси споживчих настроїв (*ICH*) та індекс економічних очікувань (*IEO*) тісно корелюють між собою (рис. 2). Аналіз їх динаміки на початку розгортання кризи свідчить, що, починаючи з серпня минулого року, в Україні більш як три чверті населення були налаштовані песимістично. За цей період традиційно негативною стала динаміка усіх складових *ICH*<sup>10</sup>, і як продовження тенденції у січні 2009 року значення індексу впало на 12,1 пункта проти грудня 2008 року та становило 41,8 – новий рекорд абсолютного мінімуму за весь час спостережень (табл. 2).

Таблиця 2

**Споживчі настрої населення у січні 2009 року**

Індекс...	Значення індексу	Зміна (до попереднього періоду)
поточного особистого матеріального становища (x1)	34,5	-16,2
очікуваних змін особистого матеріального становища (x2)	38,8	-13,6
очікуваного розвитку економіки країни впродовж найближчого року (x3)	32,7	-8,3
очікуваного розвитку економіки країни впродовж найближчих п'яти років (x4)	56,8	-7,5
доцільності робити великі покупки (x5)	46,3	-14,9
<b>споживчих настроїв (ICH)<sup>1)</sup></b>	<b>41,8</b>	<b>-12,1</b>
поточного становища (ІПС) <sup>2)</sup>	40,4	-15,5
економічних очікувань (ІЕО) <sup>3)</sup>	42,8	-9,8
очікуваної динаміки безробіття (ІОДБ)	164,6	-0,5
<b>інфляційних очікувань (ІІО)</b>	<b>186,2</b>	<b>2,5</b>

<sup>1)</sup> Індекс споживчих настроїв (ICH) – середнє арифметичне індексів x1-x5.

<sup>2)</sup> Індекс поточного становища (ІПС) – середнє арифметичне індексів x1 і x5.

<sup>3)</sup> Індекс економічних очікувань (ІЕО) – середнє арифметичне індексів x2, x3, x4.

*Джерело:* Кінця не видно: рекордне погіршення споживчих настроїв триває // Споживчі настрої. – 2009. – № 42. – С. 1–4.

Аналіз результатів опитування показує, що упродовж другої половини 2008 та на початку 2009 року погіршення споживчих настроїв тривало на всій території України. Проте для більшості регіонів нашої країни падіння ІСН не було вже таким відчутним, як наприкінці минулого року. Винятком став Київ, де у січні 2009 року відповідний індекс скоротився більш як удвічі: на 34,7 пункту до значення 30,7. У січні 2009 року очікування щодо динаміки безробіття<sup>11</sup> розділили Україну навпіл. На подальше зростання

<sup>10</sup> ІСН розраховується на підставі вибіркового обстеження домашніх господарств країни, під час якого опитують 1 000 осіб віком від 15 до 59 років (тобто частину населення, яка становить 61,3% усього населення України, що вважається найактивнішою частиною споживачів). Вибірка репрезентативна за статтю та віком, враховує міське та сільське населення й величину населеного пункту. Статистичне відхилення не перевищує 3,2%. Значення ІСН можуть змінюватися в межах від 0 до 200. Значення дорівнює 200 в тому разі, якщо всі громадяни позитивно оцінюють економічну ситуацію. Індекс дорівнює 100 тоді, коли частки позитивних і негативних оцінок однакові. Значення індексу менше 100 означає, що в суспільстві переважають негативні оцінки.

<sup>11</sup> Для визначення ІОДБ та ІІО респондентам задають такі запитання: "Як ви вважаєте, упродовж найближчих дванадцяти місяців безробітних (людей, які не мають роботи й шукають її) буде більше, приблизно стільки само чи менше, ніж тепер?" та "Як, на вашу думку, змінюватимуться ціни на основні споживчі товари та послуги впродовж найближчих одного-двох місяців?". Їх значення обчислюють так: від частки відповідей, що свідчать про прискорення інфляції (зростання безробіття), віднімають частку відповідей, які свідчать про сповільнення інфляції (зменшення безробіття), і до цієї різниці додають 100, щоб уникнути появи від'ємних величин. Значення цих індексів можуть змінюватися в межах від 0 до 200. Наприклад, значення індексу дорівнює 200, якщо всі громадяни передбачають прискорення інфляції.



безробіття очікували у Києві, на Заході та в Центрі країни. Протилежними були прогнози мешканців Північного, Східного та Південного регіонів<sup>12</sup>.

Не набагато більше єдності на початку 2009 року було і в інфляційних очікуваннях громадян України. На прискорення інфляції очікували кияни та мешканці Сходу, тоді як інші – на незначне її сповільнення. В Києві очікували на одночасне зростання інфляції та безробіття. До того ж очікування його мешканців щодо цих показників виявилися найбільш песимістичними: **ІОДБ** (індекс очікуваної динаміки безробіття) зріс на 8,3 пункта до 174,4, а **ІО** (індекс інфляційних очікувань) – на 25,8 пункту до 190,3. Опитування зафіксувало погіршення очікувань щодо інфляції та динаміки безробіття у середніх і великих містах на початку 2009 року. Для мешканців села та середніх міст значення **ІОДБ** та **ІО** трохи впали. Проте селяни виявилися найбільш песимістами щодо майбутньої динаміки безробіття, що засвідчує відповідне значення **ІОДБ** у 170,0. Найгірші інфляційні очікування спостерігалися у мешканців великих міст. Така ситуація цілком закономірна з огляду на зменшення купівельної спроможності гривні щодо імпортних товарів, частка яких у споживанні городян є вищою<sup>13</sup>.

Досить показовою, як свідчать результати опитувань, є динаміка очікувань щодо інфляції та безробіття різних груп населення за рівнем доходів. На зростання обох показників очікували лише заможні громадяни. Очікування осіб з низькими доходами, навпаки, поліпшились і щодо інфляції, і щодо динаміки безробіття. Для громадян із середніми доходами відбулося поліпшення очікувань щодо динаміки безробіття та зростання інфляційних очікувань. Саме ця група демонструвала найбільш песимістичні очікування за обома показниками. Для неї у січні 2009 року значення **ІОДБ** становило 166,1, а значення **ІО** – 188,4<sup>14</sup>.

Отже, результати дослідження фахівців компанії GFK Ukraine та Міжнародного центру перспективних досліджень свідчать, що за п'ять місяців 2008 року розгортання фінансової кризи в економіці України *настрої громадян значно погіршувались* – індекс споживчих настроїв скоротився більш ніж удвічі: з майже нейтрального 96,0 у серпні 2008 року до 41,8 у січні 2009 року.

Доповнює характеристику фактора очікувань аналіз картини, що склалась в економіці України, очима представників бізнесу, адже очікування, наприклад зростання цін, впливають не тільки на споживачів, які очікують подальшого підвищення цін і коригують свої плани споживання та заощадження, але й на виробників, що відповідно змінюють обсяги виробництва і піднімають ціни на свою продукцію. Це підтверджували упродовж другої половини 2008 року опитування керівників підприємств<sup>15</sup>, які давали оцінку поточної та майбутньої ділової активності, інфляційних та курсових очікувань, змін економічної ситуації. Результати показували значний негативний вплив економічної та політичної кризи, і це проявилось у погіршенні оцінки перспектив розвитку бізнесу та економіки в цілому. Більш того, дані звіту у листопаді (опитано 1256 підприємств) засвідчили, що респонденти очікували значного прискорення інфляції – зросла частка респондентів (на 17,9 відсоткового пункта до 44,6%), які прогнозували зростання цін на 20% і більше.

За видами економічної діяльності вищі інфляційні очікування мали респонденти підприємств переробної промисловості та торгівлі (частка респондентів, які передбачали зростання споживчих цін на рівні 20% та

<sup>12</sup> Кінця не видно: рекордне погіршення споживчих настроїв триває // Споживчі настрої. – 2009. – № 42. – С.1–4.

<sup>13</sup> Там же.

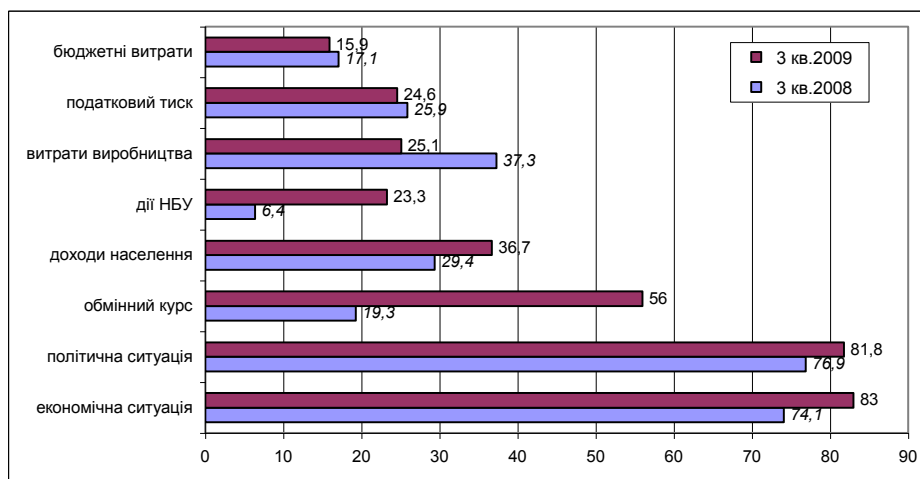
<sup>14</sup> Там же.

<sup>15</sup> Було опитано підприємства у всіх регіонах країни, які представляють економіку за основними видами діяльності, формами власності, розмірами за кількістю працівників.

вище становила 45,65 та 45,2%, відповідно). У регіональному розрізі найвищі інфляційні очікування у респондентів Донецької, Івано-Франківської, Луганської областей та АР Крим. За розміром підприємств, напрямом діяльності та формою власності найвищі інфляційні очікування у малих підприємств, тих, які не здійснюють експортно-імпортні операції, та підприємств з часткою державної власності у статутному капіталі понад 25%<sup>16</sup>.

Як і у населення (про що йшлося вище), так і у бізнесу початок 2009 року не додавав оптимізму щодо змін настроїв на краще. Як свідчать результати аналітичного звіту, підготовленого фахівцями НБУ, більшість респондентів (81,7%) у наступні 12 місяців не очікували зростання економіки. Інфляційні очікування залишались на досить високому рівні та становили 20,6 проти 18,6% у четвертому кварталі 2008 року. Тільки із стабілізацією курсу, покращанням економічної та політичної ситуації в країні у другому кварталі 2009 року оцінки керівників підприємств щодо інфляції та зростання вітчизняної економіки почали покращуватись (рис. 3), проте у третьому кварталі нова хвиля песимізму знову змінила тенденцію.

Більшість респондентів пов'язують зростання споживчих цін з погіршенням загальнооекономічної та політичної ситуації (це відзначили у третьому кварталі 2008 року 76,9 та 74,1% респондентів, у першому кварталі 2009 року 86,5 та 81,9%). Ускладнення ситуації у фінансовому секторі, як перший прояв впливу світової фінансової кризи на економіку України, та пов'язані з цим очікування нестабільності курсу національної валюти підвищили оцінку впливу обмінного курсу на інфляційні процеси: частка респондентів, які звернули увагу на цей фактор, зросла до безпрецедентного за час проведення опитувань рівня (65,2% у першому кварталі 2009 року проти 19,3% відповідей у третьому кварталі 2008 року). За впливовістю на зростання цін, цей фактор, надійно посів 3-тє місце у рейтингу, значно випередивши оцінки впливу витрат на виробництво, які раніше традиційно входили в першу трійку негативних чинників. У третьому кварталі 2009 року знову серед лідерів чинників інфляції – економічна ситуація (83%), політична ситуація (81,8%), та обмінний курс (56%) (рис. 4).



**Рисунок 4. Фактори, які впливають на збільшення споживчих цін у найближчі 12 місяців, % відповідей керівників бізнесу**

Розрахунки експертів НБУ за результатами опитувань.

Джерело: Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2009, 3 квартал. – <http://www.bank.gov.ua>.

<sup>16</sup> Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт. – Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2008. 4 квартал. – <http://www.bank.gov.ua>.

Разом зі зростанням впливу обмінного курсу посилилась оцінка впливу НБУ на інфляційні процеси (причому у докризовий період цей фактор не вважався респондентами чинником інфляційного тиску). Частка респондентів, які зазначають цей фактор, зросла до 28,6% у першому кварталі та до 23,3% у третьому кварталі 2009 року (порівняно із 6,4% у третьому кварталі 2008 року, коли він займав останнє місце у рейтингу). За окремими видами економічної діяльності цей чинник ще у другому кварталі 2008 року був значущий: за оцінками респондентів представників торгівлі він займав високе 5-те місце. У регіональному розрізі, наприклад в Тернопільській області, дії НБУ серед впливових чинників називали понад 50% респондентів, тобто там цей чинник посідав високе місце разом із політичною ситуацією вже у першій половині 2008 року.

Отже, якщо фактор очікувань кількісно визначити через результати соціологічних опитувань, тобто оцінки громадянами України їх настроїв та поточного становища (як свого власного, так і економіки загалом), а також сподівань щодо розвитку подій у найближчому майбутньому (зокрема, упродовж до одного року), то можна стверджувати, що і *фізичні особи і бізнес упродовж другої половини 2008 року та початку 2009 року були налаштовані песимістично, а це створювало загрози до неадекватних дій та паніки.*

Підґрунтя для реалізації загроз та формування недовіри, на жаль, давали самі банки. Незважаючи на те, що хоча впродовж дев'яти місяців 2008 року, коли кризові явища в повній мірі проявились на світовому фінансовому ринку, а банківська система України демонструвала досить стабільні показники розвитку, системних кроків щодо попередження кризи в країні не було зроблено. Більш того, до активного періоду розгортання кризи динаміка окремих показників діяльності банківської системи показувала, що *в системі уже накопичились проблеми*, які формували підводну частину загроз айсберга кризи: фінансова доларизація, розбалансування пасивів та активів банків за строковістю та видами валют, зростання залежності банків від зовнішніх запозичень.

Поштовхом до виходу накопичених негативних очікувань стала рейдерська атака на один із найбільших банків країни, що підірвала довіру до нього вкладників, внаслідок чого вони стали забирати свої депозити (всього за декілька днів було вилучено понад 3 млрд грн). Масовий відтік депозитів із банківської системи чітко проявився у жовтні – тільки за 10 днів загальна сума зобов'язань банків зменшилась на 18 млрд грн. Так, якщо на кінець вересня залишки коштів за депозитами домашніх господарств, залученими депозитними організаціями (крім НБУ), становили 207310 млн грн, то на кінець жовтня вони були на рівні 198 392 млн грн.

У процесі розгортання кризи питання **"надійності" банків** стало свого роду лакмусовим папірцем, що відображав чинник довіри клієнтів до банків (і формував фактор очікувань). Якщо проаналізувати динаміку оцінок клієнтів банків<sup>17</sup> стосовно перспектив та поточного стану банківської системи країни, то у першому кварталі 2009 року 26,4% респондентів виявили сумнів у надійності усіх банків. Серед них найбільше було респондентів підприємств будівництва (32%) та торгівлі (31%). В регіональному розрізі це респонденти Чернівецької (57,1%), Херсонської (50,0%) та Миколаївської областей (45,5%)<sup>18</sup>. Найбільш надійними на початку 2009 року респонденти вважали державні банки (30,6%). Це в основному респонденти підприємств з виробництва та розподілу електроенергії, газу та води (43,9%), добувної промисловості (42,9%) та сільськогосподарські (40,1%). Більшість респондентів довіряє державним банкам в Кіровоградській (69,2%), Хмельницькій

<sup>17</sup> Зокрема, у лютому 2009 році було опитано 1242 підприємства у всіх регіонах країни, які представляють економіку за основними видами діяльності, формами власності, розмірами за кількістю працівників.

<sup>18</sup> Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт.

(54,2%) та Сумській областях (53,6%). Друге місце за "довірою" посідають вітчизняні банки з участю іноземного капіталу (21,5% респондентів). Найбільше прихильників таких банків серед респондентів "інших" видів діяльності (29,1%), переробної промисловості (25%) та транспорту і зв'язку (23,7%). Це респонденти Дніпропетровської (35,9%), Вінницької (34,8%) та Запорізької (31,8%) областей<sup>19</sup>. Експерти відзначають, що серед респондентів, які постійно слідкують за діяльністю Національного банку, відсоток тих, хто вважають усі банки ненадійними, менший, ніж серед усіх респондентів (22,4%). Вони більше, ніж інші, довіряють державним банкам (32%) та вітчизняним з участю іноземного капіталу (25,2%).

Як наслідок падіння довіри до банківської системи, значні заощадження населення мають сьогодні готівкову позабанкову форму і ресурсна база діючих банків різко зменшилась – зобов'язання банків із 807 млрд грн зменшились до 759 млрд грн на 01.03.2009 та до 752 на 01.07.2009 року, з них кошти суб'єктів господарської діяльності скоротились із 144 до 125 млрд грн та 118 млрд грн (за результатами 3-х місяців та першого півріччя 2009 року), домашніх господарств – із 213 до 194 млрд грн та 197 млрд грн відповідно. Крім того, на фоні зменшення обсягів кредитування різко зросла частка проблемних кредитів та погіршились фінансові результати діяльності банків.

Фінансовий стан банків є одним із важливих показників, що формує рівень довіри чи сіє паніку у клієнтів. У цьому контексті **підтримка банків з боку держави** є важливою, особливо в період фінансової кризи. Національний банк України для підтримки ліквідності банків тільки у жовтні-листопаді 2008 року надав кредитів рефінансування на загальну суму близько 74,7 млрд грн, у т.ч. кредитів овернайт – 36,9 млрд грн (усього за рік було надано кредитів рефінансування 138 банкам на загальну суму 169,5 млрд грн)<sup>20</sup>.

Крім того, 23.06.2009 року Верховною Радою України ухвалено Закон України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України з метою подолання негативних наслідків фінансової кризи". Закон, зокрема, передбачає: надання права комерційним банкам проводити реструктуризацію заборгованості за кредитами позичальників фізичних осіб та встановлення заборони надавати кредити в іноземній валюті фізичним особам, які не займаються підприємницькою діяльністю (окрім оплати послуг за лікування та навчання за кордоном)<sup>21</sup>.

З метою забезпечення схоронності активів та капіталу при загрозі платоспроможності в окремих банках НБУ призначено тимчасову адміністрацію. Станом на 12.06.2009 це були такі банки: АБ "Банк регіонального розвитку", ВАТ "Родовід Банк", ВАТ "БІГ Енергія", ТОВ "Укрпромбанк", АКБ "Національний кредит", ВАТ КБ "Причорномор'я", АКБ "Київ", ВАТ КБ "Надра", ТОВ "Західкомбанк", АКБ "Одеса-банк", АКБ "Трансбанк", ВАТ КБ "АРМА", ВАТ Селянський комерційний банк "Дністер" (м. Львів).

Реальним кроком державної підтримки проблемних банків можна назвати націоналізацію Родовід Банку, яку провів Уряд у липні 2009 року, фактично викупивши 99,97% його акцій. Крім того, було оголошено про додатковий обсяг рефінансування, що отримає банк у розмірі 1,8 млрд грн. Варто зазначити, що націоналізація великого банку<sup>22</sup> (114 відділень) та

<sup>19</sup> Там же.

<sup>20</sup> Дії Національного банку України в період загострення світової фінансової кризи. Аналітичний звіт. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2009. – <http://www.bank.gov.ua>.

<sup>21</sup> Офіційний сайт Національного банку України. – <http://www.bank.gov.ua>.

<sup>22</sup> ВАТ Родовід Банк зареєстровано у 1990 році, активи банку на 1 липня 2009 року становили 8,730 млрд грн, кредити та заборгованість клієнтів – 8,827 млрд грн, зобов'язання – 8,942 млрд грн. Статутний капітал банку – 783 тис. грн, власний капітал "мінус" 211,802 млн грн.

перемовини щодо реструктуризації боргів та рекапіталізації інших банків є важливим сигналом для клієнтів фінансових установ з точки зору формування позитивних очікувань щодо покращання поточної економічної ситуації загалом та підвищення довіри до банківської системи зокрема.

Аналіз чинників формування фактора очікувань та його впливу на діяльність банківського сектора буде не повним, якщо залишити осторонь дії **зовнішніх чинників**. Йдеться про те, що очікування слід розглядати не лише з позиції внутрішніх гравців ринку, але необхідно також враховувати оцінки міжнародної спільноти, адже Україна є складовою світового фінансового ринку, а отже, прямо і опосередковано відчуває всі його "коливання". Можна назвати декілька прикладів прояву формування зовнішніх негативних очікувань щодо розвитку українського банківського сектора, які є наслідком дії світової фінансової кризи.

*По-перше*, минулий 2008 рік на українському банківському ринку відзначився зниженням активності зовнішніх інвесторів, зокрема, зменшенням угод купівлі/поглинань. Так, якщо у 2007 році таких угод було підписано 15, то у 2008 році кількість угод з купівлі українських банків значно зменшилася. З одного боку, це може бути пов'язано з наростанням світової фінансової кризи, з другого боку, з очікуваннями інвесторів падіння цін на українські установи. Ситуація з "Промінвестбанком" показала, що навіть провідні українські банки можна купити значно дешевше, адже влітку 2008 р. орієнтовна ціна банку становила 2 млрд дол. США, а в січні 2009 року банк був проданий за удвічі меншою ціною.

*По-друге*, зростання премії за ризик, а отже, вартості запозичень на зовнішніх ринках капіталу для України. З травня до початку вересня 2008 року премія за ризик, що відповідає спреду прибутковості єврооблігацій країн щодо базових активів США, зокрема *EMBI+ spread*<sup>23</sup>, збільшилась до 550 базових пунктів (б.п.), випередивши середній показник для групи країн з новими ринковими економіками (близько 250 б.п.)<sup>24</sup>.

*По-третє*, песимізм міжнародної спільноти щодо розвитку банківської системи на даному етапі засвідчує зниження рейтингів України. Так, у лютому 2009 року рейтингова служба Standard & Poor's знизила довгостроковий та короткостроковий суверенні кредитні рейтинги України за зобов'язаннями в іноземній валюті з "В/В" до "ССС+/С", а також довгостроковий і короткостроковий суверенні рейтинги за зобов'язаннями в національній валюті з "В+/В" до "В-/С", та прогноз за рейтингами на "негативний"<sup>25</sup>. Як наслідок світові фінансові ресурси для українських банків стали відчутно дорожчими.

Перегляд агенцією Standard & Poor's прогнозу по суверенних кредитних рейтингах України з "негативного" на "позитивний" в липні 2009 року відображає прогрес у реалізації структурних реформ у бюджетному та фінансовому секторах відповідно до умов програми МВФ, що дало підстави для виплати третього кредитного траншу обсягом 3,2 млрд дол. США<sup>26</sup>. Разом з тим, самі рейтинги не були підвищені. Для українських банків, які впродовж останніх років стали дуже залежними від ресурсів світової економіки, це сигнал як до пошуку інших ресурсних

<sup>23</sup> Індекс *EMBI+ (Emerging Market Bond Issue+) spread* розраховується *JPMorgan* як різниця між прибутковістю ліквідних єврооблігацій суверенних емітентів і державних компаній країн з новими ринковими економіками (включаючи Україну) та прибутковістю держоблігацій США з відповідним терміном погашення.

<sup>24</sup> Дії Національного банку України в період загострення світової фінансової кризи. Аналітичний звіт.

<sup>25</sup> Standard & Poor's знизило кредитні рейтинги України // <http://www.portal.lviv.ua/news/2009/02/25>.

<sup>26</sup> S&P переглянула прогноз по кредитних рейтингах України з "Негативного" на "Позитивний" // <http://www.rbc.ua/ukr/top/2009/07/31>.

джерел, так і до конкретних кроків у напрямі підвищення ефективності та стабільності свого функціонування.

Значне послаблення зацікавленості іноземного капіталу до фінансового ринку України та відповідне зведення до мінімуму підтримки дочірніх банків іноземними материнськими групами призведе, на думку фінансових аналітиків рейтингового агентства "Кредит-Рейтинг", до необхідності акумулювати внутрішні резерви, а за їх відсутності до консолідації з більш сильними гравцями ринку. У контексті оцінки стану банківських установ розрахунок та постійний моніторинг рейтингів і боргових інструментів банків є надзвичайно важливим для фахівців, власників та інвесторів, оскільки характеризують надійність та перспективи банків. За підсумками першого півріччя 2009 року із актуальних 85 кредитних рейтингів банківських установ 33 з них мають прогноз "негативний", 12 містяться в "контрольному списку" рейтингів, один кредитний рейтинг з прогнозом "позитивний", два кредитних рейтинги з прогнозом "розвивається"<sup>27</sup>.

Для клієнтів банків у період фінансової нестабільності більш значущими є рейтинги, що характеризують надійність депозитів. Рейтингове агентство "Кредит-Рейтинг" підтримує в актуальному стані рейтинги депозитів 54 банківських установ. Оцінку "5" (найвища надійність) мали у середині 2009 р. вісім банківських установ, кількість банків з рейтингом "4" (висока надійність) збільшилась до 11. Більшість банків (33) демонстрували середню надійність з оцінкою "3". І тільки два банки мали невисоку надійність вкладів (рейтинг "2")<sup>28</sup>. В табл. 3 представлено кредитний рейтинг банків, які мали у 2009 р. найвищу надійність депозитів.

**Таблиця 3**  
**Комерційні банки з найвищою надійністю депозитів**

Банк	Рейтинг надійності депозитів	Кредитний рейтинг банку	Прогноз
ЕРСТЕ БАНК	5	uaAA+	"стабільний"
СВЕДБАНК	5	uaAA	"стабільний"
УНІВЕРСАЛ БАНК	5	uaAA	"стабільний"
СЕБ БАНК	5	uaAA-	"стабільний"
МОРСЬКИЙ ТРАНСПОРТНИЙ БАНК	5	uaA	"стабільний"
ПІРЕУС БАНК МКБ	5	uaA	"стабільний"
БАНК КІПРУ	5	uaA-	"стабільний"
АСТРА БАНК	5	uaBBB+	"стабільний"

*Джерело:* Рейтингове агентство "Кредит-Рейтинг".

Збільшення кількості банків з високим рейтингом надійності депозитів є необхідною для клієнтів умовою відновлення довіри до банківської системи та повернення грошових коштів на банківські рахунки. Однак цього, на жаль, не досить, якщо дивитись з точки зору відновлення ситуації загалом у системі. Одна з причин – особливості тривалості дії фактора очікувань – на зміни тенденції у його динаміці банківський сектор реагує не відразу, а з деяким лагом. Так, незважаючи на позитивні сигнали щодо покращання оцінок загальноекономічної ситуації, послаблення інфляційних очікувань та зростання впевненості у стабільності курсу національної валюти у другому кварталі 2009 року (рис. 1–3) відповідного відгуку, покращання результатів діяльності банків, активного збільшення депозитних вкладень не відбулося (і не тільки тому, що внутрішні проблеми банків не зникли, а й тому, що продовжує діяти накопичений ефект негативних очі-

<sup>27</sup> Шулик В. Банковская система Украины – прогноз "негативный" // Кредит-Рейтинг Монитор. – 2009. – Вып. 7(23). – С. 2–5.

<sup>28</sup> Там же.

кувань клієнтів). Так, загальний обсяг нових депозитів<sup>29</sup>, наприклад у червні (найкраща динаміка очікувань за період нестабільності), хоча й досягнув 81,5 млрд грн, але все ж таки був меншим, ніж середній обсяг за попередні 12 місяців (90,6 млрд грн). Обсяги депозитів за 12-місячними кумулятивними даними (річне обчислення) зменшилися до 1044,7 млрд грн або на -4,0% у річному обчисленні<sup>30</sup>.

У зменшенні негативного забарвлення фактора очікувань упродовж першого півріччя 2009 року ключову роль відіграв чинник **курсової стабільності**. Варто відмітити, що саме недовіра до національної грошової одиниці була упродовж 2008 року основою нестабільності валютного ринку й призвела до зростання фінансової доларизації, зростання обороту іноземної готівки поза банками, активізації втечі капіталів з України.

Низький рівень довіри до гривні проявився у зростанні обсягів валютного кредитування – частка кредитів в іноземній валюті зростала, досягнувши на кінець 2008 року 59,1% в загальному обсязі кредитів резидентам. Незважаючи на стримане (а в окремі періоди обмежене) кредитування банками клієнтів у другій половині 2008 року темпи змін кредитів в іноземній валюті в річному обчисленні залишались позитивними і досягли на кінець року 103,6%.

Готівковий сегмент валютного ринку реагував на паніку зростанням попиту на валюту: починаючи з липня до листопада обсяги купівлі населенням готівкової валюти перевищували 3 млрд дол. США щомісяця. Сальдо купівлі/продажу валюти населенням у цей період становило, відповідно, 569, 1321, 938 та 2342 млн дол. США. В результаті за третій і четвертий квартал сальдо купівлі/продажу склало 1,8 та 3,3 млрд дол. США, відповідно, в той час як у першому та другому це були обсяги у 866 та 74 млн дол. США.

Тиск зростаючого попиту на валюту намагався нейтралізувати регулятор – чисті інтервенції НБУ з вересня 2008 по травень 2009 року мали від'ємний знак, що свідчить про значні обсяги продажу валюти на ринку (рис. 5). Наприклад, тільки протягом жовтня-грудня 2008 року. Національний банк продав банкам 10 млрд дол. США (з урахуванням продажу валюти для НАК "Нафтогаз України" 2,8 млрд дол. США), що становить майже третину від проведених НБУ операцій на валютному ринку<sup>31</sup>.

Недовіра до гривні, невпевненість у стабільному розвитку вітчизняної економіки та її банківської системи стимулювала відтік капіталів за межі України. Незважаючи на складність кількісної оцінки<sup>32</sup> втечі капіталів, динаміка окремих статей платіжного балансу України, які наведені у табл. 4, підтверджує думку, що у третьому кварталі 2008 року – активній фазі розгортання кризи в Україні – процес втечі капіталів активізувався: збільшились потоки готівкової валюти поза банками з 1,6 до 4 млрд дол. США; обсяги валютної виручки, що не повернулась в країну зросли до 816 млн дол.; "помилки та упущення" мали від'ємний знак, що опосередковано свідчить про втечу капіталу.

Свій внесок у формування песимізму громадян України і міжнародної спільноти внесла **неузгодженість дій НБУ, Уряду та Верховної Ради**.

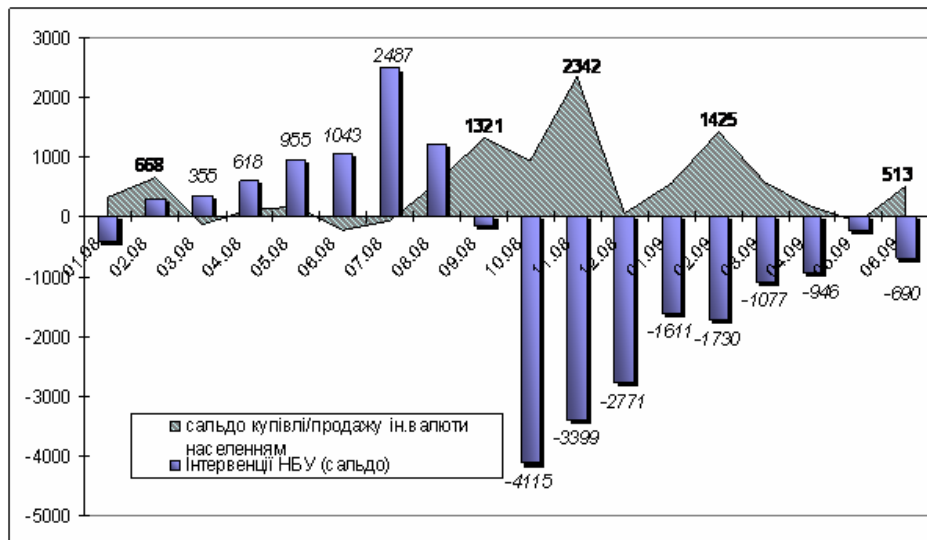
<sup>29</sup> Нові депозити включають суми за первинними депозитними договорами, укладеними протягом звітного періоду, а також суми за додатковими пролонгованими договорами, за якими, крім продовження строку, відбулася зміна або суми, або відсоткової ставки, або суми та відсоткової ставки.

<sup>30</sup> Нові депозити домашніх господарств та нефінансових корпорацій // Статистичний випуск: Червень 2009. НБУ. – <http://www.bank.gov.ua>.

<sup>31</sup> Дії Національного банку України в період загострення світової фінансової кризи. Аналітичний звіт.

<sup>32</sup> Шумська С.С. Втеча капіталу з української економіки: аналіз та оцінка за даними платіжного балансу // Економічна теорія. – 2008. – № 4. – С. 56–77.

В умовах розгортання кризи та паніки різні гілки влади діяли (в рамках своїх повноважень) неузгоджено, як "лебідь, рак та щука", звинувачуючи один одного у помилках. Незважаючи на розробку різних ініціатив, наприклад Плану антиінфляційних заходів на 2008 рік та Меморандуму КМУ та НБУ про взаємодію з метою досягнення цінової стабільності та стійкого економічного зростання, реальної співпраці було дуже мало, і виконання цих документів мало формальний характер. Посилювали негативний ефект суперечок між виконавчою, законодавчою, монетарною владою представники різних ЗМІ, які замість закликів до консолідації зусиль тільки посилювали недовіру щодо спроможності влади відновити фінансову стабільність.



**Рисунок 5. Інтервенції НБУ та іноземна валюта на руках у населення**

Джерело: дані НБУ.

Таблиця 4

**Динаміка окремих статей платіжного балансу України 2008–2009 років, млн дол. США**

Статті платіжного балансу	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009
Готівкова валюта поза банками	-2145	-1664	-3997	-5091	-4206	-197
Обсяги недоотриманої виручки за експорт товарів та послуг, оплати за імпорт, що не надійшов, та платежі за фіктивними операціями з цінними паперами	-1091	-15	-816	-128	-139	-45
Помилки та упуцнення	-146	717	-581	492	603	-200

Джерело: дані НБУ.

Отже, наведені вище приклади засвідчують, що серед множини чинників, які формували фактор очікувань, ключовими були: економічна та політична нестабільність; динаміка курсу національної грошової одиниці та цін; "надійність" банків; дії НБУ як регулятора та держави (в особі Уряду та ВР). Їх динаміка дає підстави для оцінки як поточного стану, так і формування картини майбутнього розвитку подій, що визначає поведінку суб'єктів ринку: стабільність формує позитивні очікування, нестабільність та різкі коливання (шоки) провокують негативні очікування, призводять до паніки. Практика показала, що у період кризи суб'єкти діють з егоїстичною раціональністю (рятуючи кожен своє), що призводить



до загострення ситуації. За відсутності консолідації недосконалість системи реагування та механізму стримування негативно впливає на тривалість розвитку кризи.

#### **Висновки**

1. У період розгортання фінансової нестабільності 2008–2009 років фактор очікувань став особливо потужним, про що свідчать результати опитувань як представників бізнесу, так і населення України. Окрім динаміки показників, що відображають дію внутрішніх чинників, тобто характеризують кількісно і якісно фактор очікувань, значний вплив мають також і зовнішні – оцінки міжнародної спільноти, що доповнюють загальну картину.

2. У контексті дослідження нерівноважних станів на траєкторії економічного розвитку України, включення у розгляд очікувань суб'єктів показало, що вони чітко відреагували на посилення загроз ще напередодні настання кризи, упродовж самої кризи демонстрували хвилеподібний характер процесу її розгортання, тобто цей показник може бути використаний як сигнальний індикатор в системі моніторингу попередження кризових явищ (відхилення від рівноваги).

3. Банківська система України, результати діяльності якої значною мірою визначаються поведінкою її клієнтів, період фінансової нестабільності зустріла низкою накопичених проблем, які на фоні об'єктивних фундаментальних причин розгортання кризи додали підстав для формування негативних очікувань суб'єктів ринку, і це дуже стримувало ефективність антикризових дій НБУ та Уряду.

4. Для зменшення негативного впливу фактора очікувань на діяльність фінансового сектора України необхідно удосконалити систему моніторингу та попередження виникнення валютних, кредитних та боргових ризиків, яка забезпечуватиме інформаційну прозорість і стане основою для формування довіри.