

С.А.Буковинский, канд. экон. наук,

Т.Е.Унковская, д-р экон. наук,

О.Л.Ярёменко, д-р экон. наук

Институт экономики и прогнозирования НАН Украины

ПУТИ ПРЕОДОЛЕНИЯ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА В УКРАИНЕ

Рассматриваются причины глобального финансового кризиса и особенности его проявления в экономике Украины. Обосновывается вывод о необходимости подчинения текущих антикризисных мер перспективным целям создания сбалансированной системы финансовых институтов.

В начале 2009 года ситуация в экономике Украины приобрела характер стремительных разнонаправленных разрушительных событий. Возникает ощущение, что необходимо что-то делать, иначе будет поздно. Вопиющая острота кризисных явлений требует от государственных органов незамедлительных действий. Недостаточное внимание обращается, на наш взгляд, ещё на одну угрозу: реальную возможность принятия таких мер, которые могут углубить или возобновить диспропорции и разрывы, породившие этот кризис.

Ситуативные и недостаточно согласованные антикризисные реакции правительств, банков, корпораций могут сами по себе стать мощным фактором неопределённости и хаотизации хозяйственной системы. Поэтому, несмотря на призывы МВФ не искать виноватых¹, необходимо проанализировать глубинные причины этого явления, выявить наиболее активных субъектов, действия которых способствовали возникновению глобального кризиса, очертить его исторический смысл и спрогнозировать, хотя бы приблизительно, тенденции создания новой, более сбалансированной системы. Только в этом случае можно отойти от ситуативных хаотических действий и начать формирование сознательной и последовательной стратегической политики.

Целью данной статьи является установление в общем виде причин и следствий глобального кризиса с точки зрения его влияния на хозяйственную систему Украины.

Кризис в нашей стране обусловлен действием ряда внешних и внутренних шоков, к которым национальная экономика оказалась неготовой. Это связано с незавершённостью некоторых важных процессов рыночной трансформации, узостью внутреннего рынка, сильной зависимостью от внешней конъюнктуры, низким уровнем экономического суверенитета в условиях ускоренных темпов монетизации и долларизации, опе-

¹ "Не занимаясь поисками виноватых в этом кризисе, полезно задаться вопросом, почему разработчики политики не сумели отвести нависшую угрозу", – призывают специалисты МВФ. (См.: Доклад специалистов МВФ от 6 марта 2009 года // <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/survey/so/2009/pol030609ar.pdf>.)

режающим ростом финансового сектора в отрыве от реального, отсталой структурой экономики и её избыточной энергоёмкостью.

В условиях стабильного развития мировой экономики высокая внешняя зависимость на стадии быстрого развития рынков сначала компенсирует институциональную, технологическую и структурную отсталость, создавая своеобразный рычаг ускоренного роста. Однако действие этого рычага в любой момент может из позитивного превратиться в негативное, если мировой тренд роста сменится трендом рецессии. Насыщение финансовыми ресурсами отсталых отраслей и предприятий отвлекает хозяйственную систему от необходимости структурных сдвигов, создаёт иллюзию благополучия и основания для социального популизма. Всё это делает экономику крайне уязвимой по отношению к любым колебаниям спроса и предложения.

Многие считают, что кризис в экономике Украины обусловлен, главным образом, действием внешних факторов. Доказательством такого подхода обычно служит всемирный масштаб кризисных явлений, охвативших не только слабые переходные экономики, но и наиболее развитые. Однако нельзя не обратить внимание на то, что Украина стабильно занимает "ведущие" места в кризисных рейтингах, что вряд ли имеет случайный характер. Для определения путей выхода из кризиса важно иметь чёткие представления о соотношении его эндогенных и экзогенных факторов.

Есть несколько подходов к установлению причин нынешнего глобального финансового кризиса. Существует точка зрения, что главной причиной стала ценовая политика стран ОПЕК, которая, с одной стороны, обеспечила им сверхвысокие доходы, а с другой – заставила страны-потребители энергоресурсов (в первую очередь – США) компенсировать ухудшение своих платёжных балансов эмиссией платёжных средств, что и повлекло искажение пропорций мировых финансовых рынков². По логике такой концепции, причины кризиса были полностью нейтрализованы уже осенью 2008 года. Тогда не понятно, почему же кризис углубляется в 2009 году.

Довольно часто причиной кризиса называют его отдельные проявления, например, избыточный рост ипотечного кредитования в США в последние десятилетия³. Однако в этом случае кризис не смог бы так быстро стать глобальным. Кто-то корень зла видит в деривативах⁴. Некоторые экономисты считают, что причиной кризиса стала избыточная либерализация финансовых рынков, которые без государственного контроля и надзора продемонстрировали склонность к получению доходов любой ценой. Иными словами, в кризисе виноваты рынки, а не государство. Такая логика, на наш взгляд, имеет ограниченную ценность, так как раскрывает только один аспект кризисных процессов, в отрыве от исторического содержания колоссальных изменений, которые уже происходят.

² Например, руководитель одной из крупнейших инвестиционных компаний мира – "Nomura Securities International" – Дэвид Реслер заявил: "Я не считаю, что Уолл-стрит породила мировой кризис – я убеждён, что глобальная экономика не выдержала беспрецедентного роста цены на нефть, подскочившей до \$150 за баррель... Если хотите кого-то винить, то вините эгоизм нефтяных экспортёров, которые стали таранить стены экономической системы, не успевавшей адаптироваться к очередному скачку, разрушая целые отрасли, как например, автомобилестроение". (См.: <http://subscribe.ru/digest/economics/kris/n70958209.html>.)

³ См.: Цхведиани В. Причины глобального ипотечного кризиса в мире кроются в изменении психологии заемщиков // http://bin.com.ua/templates/analytic_article.shtml?id=68531.

⁴ См.: Госьков С. Деривативы – основная причина глобального кризиса // http://crisis-in-russia.blogspot.com/2008/12/blog-post_2164.html.

Появляются и более глубокие аналитические оценки, касающиеся причин и природы глобального финансового кризиса. В них особая роль отводится проблеме регулирующей роли риска и его противоречивому влиянию на глобальные финансы, повлекшему развитие финансовых новаций, например, механизмов секьюритизации так называемых плохих активов банковской системы⁵. Обращается внимание на неспособность институтов (гражданских, государственных, корпоративных) интегрировать и координировать деятельность глобальных субъектов, использующих инновационные технологии для глобального перераспределения ресурсов и доходов в своих интересах⁶.

Вряд ли целостное представление о причинах, логике распространения и последствиях глобального кризиса можно получить в условиях, когда некоторые важные кризисные процессы только начинают разворачиваться. Но какие-то принципиальные суждения можно высказать уже сегодня.

Во-первых, нынешний глобальный кризис в определённом смысле является закономерным. В рыночной системе кризисы вообще неизбежны, это один из основных признаков жизнедеятельности развитой рыночной экономики. Однако успехи антициклической политики последних лет породили иллюзию возможности монотонного роста экономики на больших интервалах без спадов и нежелательных резких подъёмов. Этому способствовали детализированные макроэкономические модели, внедрённые в деятельность государственных регуляторов, стабилизация темпов экономического роста за счёт включения в мировую торговлю переходных экономик Европы и Азии, успешная практика инфляционного таргетирования. Дестабилизирующие импульсы, способные отклонять макроэкономические показатели, своевременно выявлялись и нейтрализовались с помощью тщательным образом обоснованного тонкого манипулирования краткосрочными процентными ставками.

Но в экономике за всё нужно платить. Не обращалось внимания на исключительно важную функцию кризисов – выявление и ликвидацию диспропорций, структурное оздоровление, институциональные коррекции, интенсивную апробацию и ограничение инноваций. Поэтому в последнее время наблюдалось накопление лишних институциональных звеньев, слабых конструкций, гипертрофированное развитие отдельных рынков. Рано или поздно этот потенциал должен был выплеснуться в виде разрушительных колебаний с высокой амплитудой.

Во-вторых, нынешний кризис имеет очевидную институциональную почву. Быстрая финансовая глобализация не была бы возможной без создания специальных институциональных условий снижения или полного

⁵ См.: Глобальный кризис, его российское преломление и реакция федеральных властей (размышления и оценки М.Ершова, С.Глазьева, Р.Гринберга и О.Дмитриевой) // Российский экономический журнал. – 2008. – № 9–10. – С. 3–16; Пахомов Ю., Пахомов С. Мировой финансовый кризис: цивилизационные истоки // Экономист. – 2009. – № 2. – С. 37–42.

⁶ "Есть кризис институтов. Вместе с кризисом пропорций. Это очень тесно связано. Если бы не было институционального кризиса, система работала бы нормально и не допустила бы такого уровня диспропорций. Кризис выявил, что институциональная система является абсолютно негодной. Правительство не контролирует то, что должно, и контролирует то, что не должно. Участники рынка себя не контролируют. Институты, которые должны организовывать рынок, переродились или играют не ту роль, или просто не выполняют свою работу, или их работа блокирована участниками рынка". (См.: Вальдман Л. Дело приняло очень серьёзный оборот // <http://www.polit.ru/analytics/2009/03/19/valdman.html>.)

устранения фактора риска из механизмов принятия инвестиционных решений. Информационные технологии уже в начале 90-х годов прошлого века создали предпосылки для глобальных финансовых потоков, но риски инвестирования в институционально неопределённой среде оставались очень высокими. Только благодаря новым финансовым институтам (хедж-фонды, страховые компании-монолайнеры и т. п.) и сложным финансовым инструментам субъекты получили возможность снижать риск до таких масштабов, которыми можно было пренебречь при оценке привлекательности глобальных направлений и форм инвестирования⁷. Однако риск как таковой является не менее важным регулятором пропорций рынка, чем цены и прибыльность. Устранение риска как актуального фактора инвестиционных решений субъектов не могло не создать искажённую картину глобальной экономической реальности, которая служила основой для якобы рациональной и эффективной структуры глобальных инвестиционных потоков.

Так называемая революция секьюритизации⁸ позволила сколько угодно скрывать и откладывать проявление рисков с помощью современных финансовых инструментов. Инвесторы и кредиторы получили возможность превращать ошибочные инвестиции и безнадёжные долги в прибыльные рыночные активы. Последствиями этого стало относительное снижение значимости таких условий инвестиционного процесса, как профессионализм, ответственность, реалистичность планов, согласованность оценок и критериев принятия решений.

Особая опасность секьюритизации рискованных активов с целью дезактуализации (укрывательства) риска заключается в том, что риск является одним из основных механизмов поддержания системного единства всех отраслей и субъектов в экономике. Кто хочет получать доходы выше средних, тот должен рисковать, а за получение сверхвысоких доходов нужно нести высокий риск. В этом своеобразная справедливость рынка.

Деформация связи между доходностью и риском постепенно приводила к глобальным перекосам и диспропорциям. Возможность трансформировать риски плохих кредитов и ошибочных инвестиций в анонимные инструменты деперсонифицированных финансовых институтов "запрограммировала" современную глобальную систему на неизбежный глубокий кризис. Проблема была не в отсутствии предостережений и прогнозов, а в отсутствии интегрирующих институтов и адекватных инструментов. Это отсутствие на протяжении последних десяти лет удачно маскировалось современными методами диверсификации рисков, которые на самом деле оказались инструментами их сокрытия.

⁷ См.: *Энгдаль У.Ф.* Финансовое цунами: Секьюритизация активов – последнее танго // <http://www.warandpeace.ru/ru/exclusive/vprint/20778/>.

⁸ Под секьюритизацией понимается финансовая технология, позволяющая финансовым посредникам инвестировать в отдельные активы выбранной компании без приобретения её целиком или частично. К типам активов, которые, как правило, подлежат секьюритизации, относятся ипотечные кредиты, все однородные займы, товарные кредиты и т. п. Однако перечень активов, секьюритизация которых возможна, практически не исчерпаем. К нему можно отнести все денежные доходы (поступления), которые хозяйствующий субъект рассчитывает получить в результате осуществляемых им операций. Благодаря секьюритизации активы, которые хотели бы приобрести инвесторы, отделяются от остального бизнеса компании путём передачи их специальному юридическому лицу. Таким образом удаётся ликвидировать риски, связанные с другой деятельностью, которую осуществляет продавец активов. Фактически это означает взаимное обособление факторов риска от факторов дохода в принятии инвестиционных решений.

Актуальный риск устанавливает пределы роста субъекта. Субъект не может действовать в зоне, где он не контролирует наиболее важные условия своего функционирования. Факт опасного приближения к пределу проявляет себя как риск субъекта. Однако если индикатор риска на время вывести из строя, можно расти дальше. Поэтому дезактуализацию рисков можно рассматривать как способ преодоления ограничений роста субъекта, как инструмент усиления его экономической власти и её перераспределения в своих интересах.

Система секьюритизации позволила на какое-то время массово отключить показатели риска, что сделало возможным возникновение бурной финансовой глобализации. Рост активов был выведен за пределы рискованной координаты, поэтому возникала иллюзия роста благополучия без риска. Однако если пространство принятия решений сначала является трёхмерным (риск, доход, рыночная стоимость), то сосредоточение управления и целеустремлённое движение в двухмерном пространстве сопровождается неуправляемым и хаотическим движением в трёхмерном пространстве⁹.

В-третьих, возникновение глубокого кризиса было обусловлено фактором легкодоступности денег, что способствовало частичной потере ими обязательного свойства любого экономического блага – редкости. Вследствие этого цены как денежное выражение стоимости потеряли информационную надёжность, а субъекты рынка получили возможность "экономить" на профессиональности, компетентности. Дешёвые кредитные ресурсы породили эффект массовой безответственности – как на уровне международных институтов и государственных органов, так и на уровне корпораций и домохозяйств. Первые признаки кризиса появились уже осенью 2006 года, но ни одна из институций не захотела взять на себя ответственность за управляемое сжатие финансовых рынков, кредитов и ликвидности. Несмотря на получаемые сигналы, инвесторы, кредиторы, центральные банки и мировые финансовые институты обречённо ждали последующего развития событий, пока не начался обвал осенью 2008 года¹⁰.

Признавая роль своевременного реагирования со стороны государства на текущие проблемы и вызовы, отметим, что если антикризисные меры подчинены только логике кризиса, они могут затягивать или усиливать его проявления. Попытки сохранить неэффективные финансовые институты путём направления в них огромных потоков ликвидности будет приводить к восстановлению кризисного потенциала, который снова будет выплёскиваться в виде рыночных шоков¹¹. В этом случае благодаря

⁹ "Благодаря массовому развитию сложных финансовых инструментов и различных математических стратегий банки и компании научились крайне эффективно перекладывать свои риски на всю систему в целом. Но ёмкость системы в целом, запас её устойчивости конечны, и они оказались исчерпаны. Хотя каждый в отдельности банк формально вроде бы застрахован от потерь (да здравствуют CDS!), но все вместе они сегодня банкроты". (См.: Кто оплатит глобализацию // http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/06/kto_oplatit_globalizaciyu/.)

¹⁰ В марте 2009 года в МВФ отмечали: "Даже в тех случаях, когда риски были выявлены, зачастую сообщения о них были нечёткими или слишком приглушёнными, чтобы побудить директивные органы к действиям". (См.: <http://www.imf.org/external/russian/np/sec/pn/2009/pn0930r.pdf>.)

¹¹ "...техника кредитной накачки не восстанавливает пропорции в экономике, а, напротив, разрушает их, попутно деформируя институциональную структуру и мотивацию экономического поведения", – отмечает Л.Вальдман. (См.: *Вальдман Л.* Дело приняло очень серьёзный оборот.)

обратным связям возможно возникновение негативных циклов, которые будут загонять экономику в замкнутый круг раз за разом повторяющихся кризисных явлений. Как следствие – растущая иммобилизация экономических ресурсов и коллапс хозяйственной системы. Одним из условий формирования эффективной системы антикризисных мер должно быть соответствие этих мер общему вектору движения хозяйственной системы. То есть представление о возможном будущем кризиса должно играть в разработке антикризисных программ не менее важную роль, чем текущие острые проблемы.

На наш взгляд, более сбалансированная хозяйственная система, которая уже возникает в процессе кризиса, будет иметь такие важные черты.

1. Относительное значение финансовых ресурсов для хозяйственной деятельности будет ниже, чем это было в предкризисный период. Именно практически решающая роль финансовых ресурсов в отрыве от развития других сегментов экономики обусловила накопление огромных разрывов и диспропорций. Неизбежное увеличение относительной роли нефинансовых ресурсов экономического развития будет иметь ощутимые институциональные последствия, в том числе для финансовых институтов.

2. Финансовые институты должны существенно измениться в плане приспособления к потребностям реального сектора, к его институциональной и отраслевой конфигурации. "Радиус" их экономической силы и полномочий частично будет сокращаться. Требования к качеству и структуре капитала будут становиться жёстче.

3. Должна быть конституцирована новая финансовая и институциональная роль государства, подкреплена новыми инструментами и методами государственного регулирования рынков. Скорее всего, это будет набор рычагов, включающий как общие, так и специализированные инструменты, которые могут быть объединены в такую новую институцию, как *единый регулятор*.

4. Новая система должна возродить принципиально важный статус персонифицированного риска инвестора в принятии инвестиционных решений. Как следствие возникнет спрос на новый класс финансово-инвестиционных институтов с более коротким радиусом действия, основанных на личном доверии, персонифицированных инвестициях и реальных активах.

5. В целом уровень доверия в экономике в ближайшие годы будет ниже, чем в предкризисный период. Это объективно будет способствовать инфляционным ожиданиям, относительно высокому уровню процентных ставок. Экономику ждёт более или менее продолжительный период "дорогих денег", который приведёт к сжатию финансового сектора и его реструктуризации.

Учитывая такой вектор развития, попытки любой ценой восстановить, прежде всего, финансовый сектор и его институты можно назвать ошибочными. Помощь финансовому сектору должна иметь структурированный характер в сочетании с пруденционными мерами, направленными на системные институциональные изменения. Целью этих изменений должна стать большая адекватность финансового сектора потребностям реальной экономики, прежде всего, её технологического обновления, институциональной и отраслевой реструктуризации.

Проявления глобального кризиса в Украине усилены реализацией макроэкономических и финансовых рисков, накопленных в годы экономи-

ческого роста. Среди накопленных и частично реализованных рисков наибольшую опасность представляют:

- структурный риск отсталой, но в течение ряда лет финансово эффективной экономики, частично реализованный в виде резкого ухудшения состояния платёжного баланса вследствие неблагоприятных изменений в мировой конъюнктуре (2006–2008), который может быть началом кризисной структурной коррекции путём банкротства устаревших производств и создания конкурентоспособных предприятий;
- риск несбалансированного роста доходов населения как следствие популистской экономической политики, частично реализованный в виде резкого ускорения инфляции в 2007–2008 годах;
- валютный риск, действие которого проявилось в девальвации гривни, начавшейся осенью 2008 года и продолжавшейся до начала 2009-го. Одновременно это привело к росту внешней долговой нагрузки для экономики;
- кредитный риск. Впервые он проявился в виде оттока и последующего вынужденного замораживания банковских депозитов, но основной потенциал этого риска до сих пор остаётся нереализованным и имеет скрытую тенденцию к росту в связи с ухудшением финансового положения большинства заёмщиков;
- внешний финансовый риск в виде большого объёма валового внешнего долга. Соглашение о кредите МВФ способствовало его частичному откладыванию во времени на фоне сохранения всех компонентов – государственного, корпоративного и банковского;
- нормативный риск, действие которого может проявиться в ближайшее время в виде ухудшения уровня согласованности использования инструментов денежно-кредитной политики, обострения конфликтов по поводу полномочий и как следствие – резких непредсказуемых всплесков спроса и предложения на основных сегментах денежного рынка.

В условиях высокого уровня внешней зависимости и структурной уязвимости прямую угрозу стабильности денежной единицы представляет системный финансовый риск, связанный с ухудшением сбалансированности денежных потоков в экономике и массовым невыполнением обязательств. Это может нарушить условия нормального функционирования основных системных субъектов – государства, предприятий реального сектора, банковской системы, домохозяйств и небанковских финансовых учреждений. Следствием прекращения/приостановления платежей между субъектами экономики, а также значительного обесценения активов становится цепочка неплатежей, банкротства предприятий и финансовых учреждений, снижения объёмов ВВП, роста безработицы, падения реальных доходов, значительный дефицит бюджета и невозможность своевременного выполнения обязательств по государственному и корпоративному внешнему долгу.

Узость внутреннего рынка обусловлена отсутствием некоторых необходимых институциональных каналов мобильности ресурсов, которая могла бы обеспечить более эффективную адаптацию экономики к изменениям спроса. Украина страдает от кризиса намного сильнее, чем более развитые европейские страны, из-за отсутствия институциональных стабилизаторов экономического роста. Это усложняет связь между сегментами и секторами экономики и делает хозяйственную систему склонной к резким реакциям на незначительные изменения во внешней среде.

"Слой доверия" в украинском обществе, который создают институты, достаточно тонкий. Любой макроэкономический сбой в функциониро-

вании системы вызывает стремительное падение доверия до уровня, который уже не обеспечивает нормальное воспроизводство структуры производства. В свою очередь, общее снижение уровня доверия в экономике и государстве будет создавать неблагоприятную среду для использования инструментов денежно-кредитной политики, которая будет ухудшать её макроэкономическую эффективность и может усиливать волатильность наиболее значимых показателей.

Как показывает рис. 1, экономический рост в 2000–2008 годах имел неустойчивый характер, что свидетельствует об отсутствии важных компонентов рыночной системы, таких как гибкий и развитый внутренний рынок, способный компенсировать неблагоприятные колебания внешней конъюнктуры, фондовый рынок. Медлительность в проведении структурных и институциональных реформ, неразумная бюджетная политика обрекали украинскую экономику на глубокий кризис эндогенного происхождения. Экзогенный фактор мирового финансового кризиса спровоцировал одновременную реализацию большой доли рисков, накопленных за годы несбалансированного и неустойчивого роста.

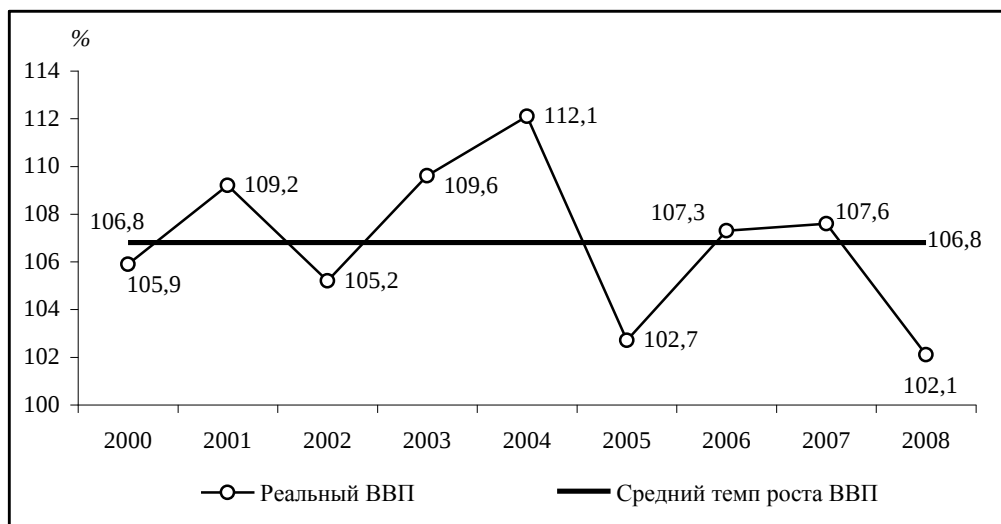


Рисунок 1. Темпы реального роста ВВП, %

Источник: Бюлетень Національного банку України. – 2009. – № 1. – С. 38, 42.

В 2008 году отношение валового внешнего долга Украины к ВВП превысило 56%. Объём этого долга увеличился за год на 25,6% – с 21 млрд долл. США до 103,2 млрд долл. (56,7% ВВП). Прирост наблюдался в банковском секторе – на 8,5 млрд долл., или на 27,4%; других секторах экономики – на 8,4 млрд долл., или на 23,2%; в секторе органов денежно-кредитного регулирования – на 4,3 млрд долл., или в 10,2 раза; государственный долг вырос на 27,6% – до 19,3 млрд долл. США¹². Доля краткосрочных обязательств была высокой и в результате неравновесия между кредитным и валютным сегментами финансового рынка имела тенденцию к росту. В условиях значительного отрицательного сальдо текущего счёта равновесие платёжного баланса обеспечивал только приток средств по финансовому счёту, который сильно зависел от текущих ожиданий инвесторов и кредиторов.

¹² См.: http://www.bank.gov.ua/Inf_mat/Pres_service/2009/zovn_borg_190309.pdf.

Стала реальной возможность одновременного оттока краткосрочных средств. В январе 2009 года четвёртый месяц подряд сальдо финансового счёта оставалось отрицательным и составляло 2,3 млрд долл., что на 572 млн долл. больше, чем в предыдущем месяце. Формирование отрицательного сальдо было вызвано чистым погашением приватного внешнего долга и последующим накоплением запасов наличной валюты вне банковской системы. Последствиями негативного влияния финансовой нестабильности на равновесие на денежно-кредитном рынке стали резкие колебания обменного курса, ускорение инфляционных процессов, отток депозитов из банковской системы и вызванное этим снижение уровня её ликвидности, сокращение золотовалютных резервов, уменьшение денежной массы в условиях роста спроса на ликвидность со стороны предприятий и домохозяйств.

Несмотря на антикризисные меры государственных органов, в экономике продолжают нежелательные сдвиги и спонтанные адаптивные реакции субъектов, которые привели к нарушению равновесия в экономике и монетарной сфере. Наиболее опасным и острым проявлением нарушения финансовой стабильности стал массовый отток депозитов из банковской системы в начале октября 2008 года, спровоцированный слухами о проблемах в нескольких больших банках и сильными колебаниями обменного курса.

Банковская система Украины столкнулась с накопленными финансовыми и институциональными диспропорциями, созданными в результате кредитной экспансии последних лет. О тенденции к росту кредитного риска банковской системы свидетельствует быстрый прирост негативных кредитов, который по состоянию на 1 марта 2009 года по сравнению с началом года составил 10,5%, в то же время объём кредитов уменьшился на 2,2%.

Не лучшее качество кредитного портфеля банков может вызвать создание больших резервов, иммобилизацию капитала, общий дефицит ликвидности и системный банковский кризис, который, в конечном итоге, может привести к разрушению всего кредитного механизма экономики. *Кредитная ловушка* банковской системы в том, что она должна одновременно отвечать двум противоречивым условиям – снижению и стабилизации кредитного риска, удовлетворению срочных потребностей реального сектора в стабилизационных и инвестиционных кредитах. Эта ловушка углубляется тем, что большинство хозяйствующих субъектов сегодня находятся в сложном финансовом положении. Их финансовые показатели не отвечают банковским нормативам допустимого риска на заёмщика¹³, поэтому даже при наличии достаточных ресурсов банки предпочитают направлять эти деньги в более гарантированные активы, например, открывать длинные валютные позиции.

Введение в октябре 2008 года мер Национального банка Украины частично вывело финансовый риск за пределы банковской системы, но он не исчез, а распределился на другие системные субъекты – прежде всего, реальный сектор, домохозяйства, государство, небанковские финансовые учреждения. В результате банковская система снова может оказаться перед угрозой ухудшения ликвидности, которая придёт уже с другой стороны – со стороны неплатёжеспособных субъектов, в первую очередь, предприятий реального сектора экономики.

¹³ "...все заёмщики, даже самые хорошие, перестают быть хорошими, а риски по кредитам возрастают". // Вальдман Л. Дело приняло очень серьёзный оборот.

Как показывает рис. 2, современная процентная политика имеет вынужденно проциклический характер. В условиях общего падения производства процентные ставки растут как на межбанковском, так и на кредитно-депозитном рынках. Среднемесячная ставка по межбанковским кредитам в течение двух месяцев 2009 года выросла с 23,5 до 45,3% годовых. Средневзвешенные ставки по кредитам в национальной валюте увеличились с 21,6 до 27,9%, по депозитам в национальной валюте – с 13% до 16,4%, в иностранной – с 8,2 до 8,6% годовых. Исключение составила ставка по кредитам в иностранной валюте (снизилась с 12,6 до 10,7%), что связано со значительными ограничениями в кредитовании в данной валюте.

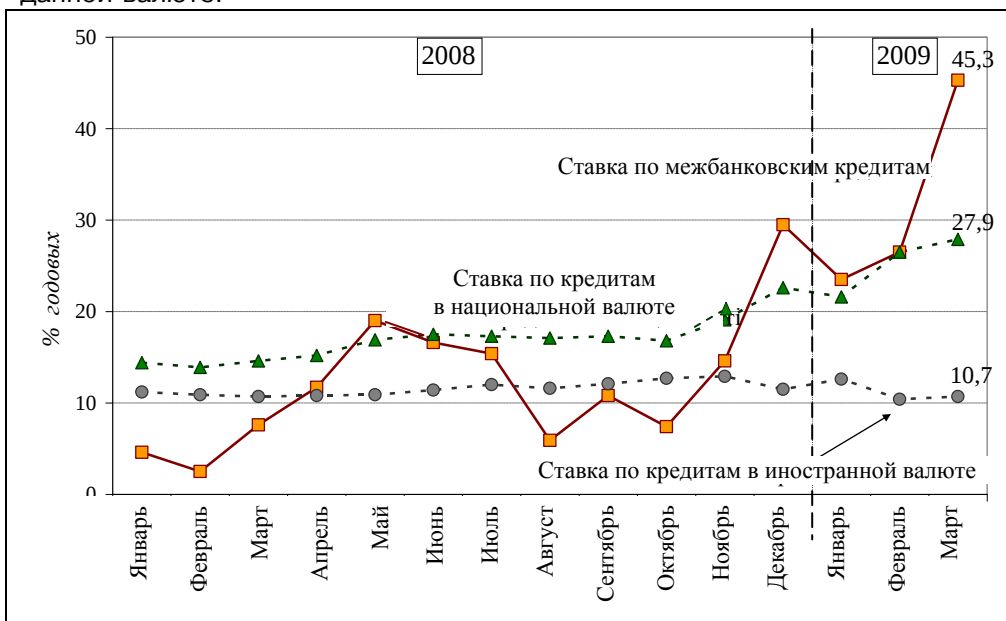


Рисунок 2. Динамика процентных ставок, на первое число каждого месяца

Источник: Бюлетень Національного банку України. – 2009. – № 1. – С. 38, 42.

Таким образом, реальной сектор экономики в настоящий момент ощущает двойной шок – как со стороны ухудшения рыночной конъюнктуры, так и со стороны ухудшения финансовых условий хозяйствования. Тенденция уменьшения объёмов промышленного производства чётко определилась уже в августе 2008 года, что было реакцией на рецессионные процессы в мире. Внешнеэкономические условия деятельности украинских предприятий (в первую очередь, тех, которые прямо или косвенно ориентированы на внешние рынки) стремительно ухудшаются, что лишает их возможности финансового и рыночного манёвра.

Экономический рост Украины во многом зависит от мировой конъюнктуры на рынках металла. Динамика мировых цен на металл в значительной мере определяется развитием строительной отрасли и глобального автомобильного производства, которые, в свою очередь, находятся в тесной связи с темпами мирового экономического роста.

Глобальный финансовый кризис, приведший к значительному замедлению темпов роста строительной и автомобильной мировой промышленности, оказал беспрецедентное негативное влияние на ценовую

конъюнктуру экспортеров металлургической отрасли Украины. Восьмая по производству стали в мире, экономика Украины оказалась одной из наиболее уязвимых к обвальному падению мировых цен на металл. В начале ноября 2008 года цены на сталь упали на 80% по сравнению с августом. Тесная взаимосвязь темпов роста ВВП в Украине и динамики мировых цен на сталь представлена на рис. 3.

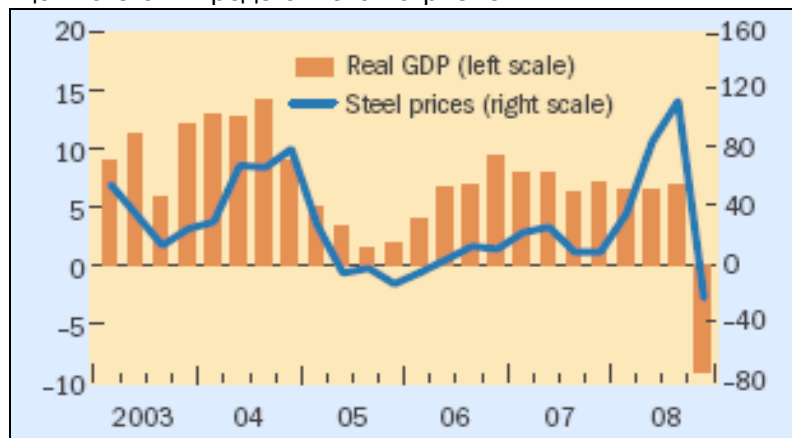


Рисунок 3. Взаимосвязь мировых цен на сталь (Steel prices) и темпов роста ВВП в Украине (Real GDP)

Источник: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/03/index.htm>.

Влияние данного фактора усилилось резким прекращением доступа украинских корпораций к капиталу мировых финансовых рынков и привело к резкому падению темпов экономического роста. Согласно прогнозам Института международных финансов, экономический спад в Украине в 2009 году станет самым резким в мире и составит 12% (таблица). Наряду с экзогенными шоками экономика Украины оказалась под сильным влиянием шоков эндогенного характера, связанных с отсутствием целостной антикризисной стратегии правительства и его непоследовательными действиями, которые имели проциклический характер, то есть углубляли развитие кризиса.

На фоне кризиса в реальном секторе и банковских ограничений снижается ликвидность и платёжеспособность домохозяйств. Мощный финансовый рычаг, сформировавшийся за время кредитного потребительского бума, начал работать в обратном направлении: жизненный уровень домохозяйств падает намного сильнее, чем снижаются их текущие доходы. Негативное влияние на платёжеспособность сектора домохозяйств оказала курсовая нестабильность и девальвация гривни. В условиях преобладания кредитов физическим лицам в иностранной валюте только в результате девальвации гривни расчётная задолженность домохозяйств увеличилась почти на 14 млрд грн. Встречный выигрыш обладателей депозитных счетов вследствие девальвационного фактора намного меньше – всего 7 млрд грн.

Системную опасность представляет тенденция к сокращению суммы платёжных средств в обращении, что уже стало самостоятельным фактором кризиса в экономике. Денежная масса за первые три месяца 2009 года снизилась почти на 9%, что может стать самостоятельным фактором спада в реальном секторе из-за недостатка платёжных средств. Сжатию денежной массы способствовали интервенции Национального банка на валютном рынке (золотовалютные резервы с начала года сокра-

тились на 16%), а также отток депозитов из банковской системы (снизились на 10,4%). Сокращение депозитов тем более опасно, если учесть существенное осложнение условий украинских банков для получения дополнительных ресурсов на мировых финансовых рынках.

Таблица

Место Украины в структуре снижения темпов глобального экономического роста, процентные изменения к прошлому году

Страны	2006	2007	2008 (ожидаемое значение)	2009 (значение по прогнозам IIF)
Развитые страны	2,7	2,3	0,9	-2,1
США	2,8	2,0	1,2	-2,1
Страны Еврозоны	3	2,7	1,0	-2,1
Япония	2,0	2,4	-0,1	-2,3
Страны с формирующимися рынками	7,5	7,5	5,7	2,7
Латинская Америка	5,3	5,4	4,3	0,5
Бразилия	3,8	5,4	5,5	0,8
Мексика	4,9	3,2	1,8	-0,5
Страны с формирующимися рын- ками в Европе	6,9	6,5	4,6	-1,1
Россия	7,3	8,1	5,9	-1,5
Турция	6,9	4,5	1,9	-1,3
Украина	7,1	7,6	2,0	-12
Африка/Средний Восток	5,3	5,3	4,8	3,7
Развивающиеся страны Азии	9,2	9,4	7,0	5,4
Китай	11,6	11,9	9,0	6,5
Индия	9,0	9,0	6,2	5,0
Мировой экономический рост	3,8	3,5	-2,0	-1,1

Источник: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/03/index.htm>.

Запрещение предприятиям реального сектора досрочно снимать деньги с депозитных счетов и снижение спроса на продукцию отечественного экспорта порождает большой риск снижения уровня монетизации экономики, возобновления *бартерных расчётов*, роста доли внебанковского (теневое) денежного оборота и перехода субъектов хозяйствования на расчёты в наличной форме, уклонения от уплаты налогов. Объективным следствием этого станет ошутимое недопоступление денег в государственный бюджет, что, в свою очередь, может вызвать социальное напряжение.

В начале 2009 года возникла вторая волна кризиса, которая имеет характер отражения первоначальных кризисных явлений. На этом этапе наиболее разрушительное воздействие оказывают последствия утраты доверия и нарушений в денежных потоках системных субъектов экономики. С одной стороны, обратные связи приобретают большую силу, заостряют кризисные процессы и увеличивают общую неопределенность, но с другой – их содержание и характер отличается от первичного кризисного импульса. Некоторые актуальные кризисные события уже разворачиваются в иной плоскости, поэтому зачастую меры, разработанные в расчёте на начальную картину кризиса, не достигают цели.

В отличие от первого этапа кризиса, когда финансовый риск был обусловлен оттоком депозитов из банковской системы и потерей ликвидности в реальном секторе, сегодня главную опасность для финансовой стабильности начинает представлять внешний фактор – в виде возможного массового оттока средств, полученных от иностранных кредиторов. Этому способствует жёсткая реакция рейтинговых агентств, проявляющаяся в чрезмерном снижении рейтингов украинских банков.

Задержка в осуществлении мер, необходимых для получения очередного транша кредита МВФ, дала негативные последствия: рост доходности еврооблигаций и стоимости страхового обеспечения государственного долга Украины от дефолта. Пятилетние кредитные дефолтные свопы по обязательствам Украины выросли больше чем на 1500 базовых пунктов после того, как МВФ задержал второй транш кредита, предусмотренный соглашением о предоставлении стране кредита на сумму 16,5 млрд долл. США¹⁴.

К представленному ранее перечню кризисных явлений в начале года добавилось ещё два: временное прекращение поставок газа из России и острый политический конфликт. В связи с этим стали расти негативные последствия снижения уровня доверия к государству и банковской системе, которая является самостоятельным фактором монетарной нестабильности. Доверие – один из основных институциональных ресурсов экономической системы, и снижение его уровня ведёт к повышению социальной стоимости антикризисных мер. Население склонно рассматривать любое (даже обоснованное) откладывание во времени выполнения обязанностей государства или банков как обман и перекладывание тяжести кризисных процессов на него. В условиях снижения доверия к государству массовая безработица, растущая задолженность по заработной плате, задержки пенсий и стипендий, так называемые коллекторские практики банков по отношению к своим заёмщикам могут очень быстро привести к негативной консолидации наименее защищённых слоёв общества.

Как недопустимые с точки зрения национальных интересов следует расценивать попытки влияния отдельных политических сил на деятельность Национального банка, которые отодвигают цели сохранения монетарной стабильности на второй план. Это вынуждает хозяйствующих субъектов увеличивать страховые запасы ликвидности в виде кассовых остатков, отдавая предпочтение иностранной валюте, что, в свою очередь, углубляет несбалансированность на валютном сегменте денежного рынка.

Одним из существенных проявлений денежно-кредитного кризиса стала "ловушка ликвидности". Она заключается в том, между спросом и предложением на денежном рынке сохраняется устойчивый разрыв, который нельзя преодолеть за счёт обычных мер монетарного плана (процентные и эмиссионные инструменты, меры по регулированию ликвидности банковской системы). Причиной разрыва являются скрытые каналы оттока ликвидности на спекулятивные сегменты денежного рынка. Следствием этого является снижение эффективности денежной политики, что, в свою очередь, увеличивает регулятивную нагрузку на другие инструменты и углубляет кризисные проявления макроэкономического и финансового характера. В условиях существенного падения платёжеспособного спроса stagflationный этап кризиса не может быть продолжительным и в ближайшие месяцы может смениться дефляционным. Как показывает опыт, в условиях дефляции эффективность инструментов монетарной политики снижается ещё больше.

В целом на втором этапе кризиса макроэкономическая и финансовая ситуация более хаотична, чем на первом. Усиливается опасность недостаточной или даже отрицательной результативности запланированных

¹⁴ "По данным экспертов, общая номинальная стоимость CDS на украинские еврооблигации в 10 раз превышает совокупный объём евробондов, находящихся в обращении, и составляет приблизительно \$50 млрд. Для сравнения: в России превышение составляет 3,7 раза, в Румынии – 6,7 раза". (См.: <http://news.finance.ua/ua/-/2/30/all/2009/02/04/150720>.)

ранее адресных мер финансового и нормативного характера. Однако определённая часть банков и предприятий уже начала процесс постепенного приспособления к хозяйствованию в условиях дорогих денег и ограниченного платёжеспособного спроса, что можно рассматривать как начало необходимых структурных сдвигов в экономике.

Итак, кризис одновременно охватил основные сегменты финансового и реального секторов экономики Украины. Это усложняет манёвр, лишает государство запаса ресурсов, необходимых для нейтрализации острых безотлагательных проблем. Такая особенность кризиса может быть охарактеризована как реализация системного финансового риска. Ни одна из основных сфер экономической системы не способна самостоятельно решить свои проблемы в отрыве от общего вектора событий. Кризис требует от государства системного видения причин, содержания и тенденций происходящих процессов. Меры по нейтрализации негативного влияния системного финансового риска на экономику должны отвечать следующим принципам:

а) недопущение избыточной концентрации общего риска в отдельных секторах экономики, более или менее равномерное распределение рискованной нагрузки и связанных с этим расходов и потерь между банковской системой, реальным сектором, государством и домохозяйствами;

б) распределение финансовых рисков во времени, трансформация острейших текущих рисков в среднесрочные, в том числе за счёт внешнего финансирования;

в) активное использование государством имеющихся инструментов и рычагов для восстановления доверия к денежной единице, банковской системе, а также между участниками рынка;

г) интеграция и координация антикризисных действий и мер на основе подчинения единой стратегии институциональной реструктуризации финансовой системы.

В самое ближайшее время Национальный банк должен обеспечить возобновление кредитования предприятий. Это означает, что банковская система возьмёт на себя часть общего финансового риска экономики. Поэтому нужно немедленно разработать упреждающие нормативные и финансовые меры, направленные на поддержку ликвидности и регулирование рисков банков в более сложных условиях.

Крайне необходимым представляется принятие закона о потребительском кредитовании, активизация института государственного заказа как инструмента структурных сдвигов, формирования эффективной накопительной системы, формирующей фонд "длинных денег" для осуществления инвестиций, создания системы долгосрочного рефинансирования банковского сектора и специализированных банковских учреждений для урегулирования проблемных активов.

Скорректированная система финансовых институтов должна обеспечить восстановление макроэкономической пропорции между потреблением, сбережениями и инвестициями. Необходимо способствовать росту социального престижа заработанного благополучия, сбережений, активизации деятельности негосударственных пенсионных фондов. В решении задач роста жизненного уровня населения роль потребительского кредитования должна быть вспомогательной. Интегральная оценка совокупного финансового риска домохозяйств должна стать одним из важных показателей социальной, макроэкономической и финансовой стабильности государства.