

УДК 338.2+339.5

С.А.Буковинський, канд. екон. наук,

Т.Є.Унковська, д-р екон. наук,

О.Л.Яременко, д-р екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

ШЛЯХИ ПОДОЛАННЯ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ В УКРАЇНІ

Розглянуто причини глобальної фінансової кризи й особливості її проявів в економіці України. Обґрунтовано висновок про необхідність підпорядкування поточних антикризових заходів перспективним цілям розбудови збалансованої системи фінансових інститутів.

На початку 2009 року ситуація в економіці України набула характеру швидких різноспрямованих руйнівних подій. Виникає відчуття, що треба щось робити, інакше буде запізно. Виняткова гострота кризових явищ вимагає від державних органів негайних дій. Недостатньо уваги звертається, на наш погляд, і на іншу загрозу: реальну можливість вживання таких заходів, які здатні поглиблювати або відновлювати саме ті диспропорції та розриви, що породили цю кризу.

Ситуативні та недостатньо узгоджені антикризові реакції урядів, банків, корпорацій можуть самі по собі бути потужним чинником невизначеності та хаотизації господарчої системи. Тому, незважаючи на заклики МВФ не шукати винних¹, треба проаналізувати глибинні причини цього явища, виявити найактивніших суб'єктів, дії яких сприяли виникненню глобальної кризи, окреслити її історичний зміст і спрогнозувати, хоча б приблизно, тенденції створення нової, збалансованішої системи. Лише в цьому разі можна відійти від ситуативних хаотичних дій і почати формування свідомої та послідовної стратегічної політики.

Метою цієї статті є встановлення в загальному вигляді причин і наслідків глобальної кризи з точки зору її впливу на господарчу систему України.

Криза в нашій країні обумовлена дією низки зовнішніх і внутрішніх шоків, до яких національна економіка виявилася неготовою. Це пов'язано з незавершеністю деяких важливих процесів ринкової трансформації, вузькістю внутрішнього ринку, сильною залежністю від зовнішньої кон'юнктури, низьким рівнем економічного суверенітету в умовах прискорених темпів монетизації та рівня доларизації, випереджальним зростан-

¹ "Не шукаючи винних у цій кризі, корисно поставити запитання, чому розробники політики не змогли відвести навіслю загрозу", – закликають фахівці МВФ. (Див.: Доклад специалистов МВФ от 6 марта 2009 года // <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/survey/so/2009/pol030609ar.pdf>.)

ням фінансового сектора у відриві від реального, відсталою структурою економіки та її надмірною енергомісткістю.

В умовах стабільного розвитку світової економіки висока зовнішня залежність на стадії швидкого розвитку ринків спочатку компенсує інституційну, технологічну і структурну відсталість, створюючи своєрідний важіль прискореного зростання. Але дія цього важеля в будь-який момент може перетворитися на від'ємну, якщо світовий тренд зростання зміниться трендом рецесії. Насичення фінансовими ресурсами відсталих галузей і підприємств відволікає господарчу систему від необхідності структурних зрушень, створює ілюзію благополуччя і підстави для соціального попугізму. Все це робить економіку вкрай вразливою щодо будь-яких коливань попиту і пропозиції.

Непоодинокими є твердження, що криза в економіці України обумовлена, головним чином, дією зовнішніх чинників. Як доказ такого підходу звичайно слугує всесвітній масштаб кризових явищ, які охоплюють не тільки слабкі перехідні економіки, а й найрозвиненіші. Але не можна не звернути увагу на те, що Україна стабільно посідає "провідні" місця у кризових рейтингах, що навряд чи має випадковий характер. Для узгодження шляхів виходу з кризи важливо мати чіткі уявлення про співвідношення його ендогенних і екзогенних чинників.

Існує кілька підходів до визначення причин сучасної глобальної фінансової кризи. Є точка зору, що головною причиною стала цінова політика країн ОПЕК, яка, з одного боку, забезпечила їм надвисокі доходи, але з іншого – змусила країни-споживачі енергоресурсів (у першу чергу – США) компенсувати погіршення своїх платіжних балансів емісією платіжних засобів, що і спричинило спотворення пропорцій світових фінансових ринків². За логікою такої концепції, причини кризи були повністю нейтралізовані вже восени 2008 року. Тоді не зрозуміло, чому ж криза поглиблюється 2009 року.

Досить часто за причину кризи видають її окремі прояви, наприклад, надмірне зростання іпотечного кредитування в США останнім десятиліттям³. Проте в цьому разі криза не змогла б так швидко стати глобальною. Хтось коріння зла вбачає в деривативах⁴. Деякі економісти вважають, що причиною кризи стала надлишкова лібералізація фінансових ринків, які без державного контролю і нагляду продемонстрували схильність до отримання доходів за будь яку ціну. Інакше кажучи, у кризі винні ринки, а не держава. Така логіка, на наш погляд, має обмежену цінність,

² Наприклад, керівник однієї з найбільших інвестиційних компаній світу – "Nomura Securities International" – Девід Реслер заявив: "Я не вважаю, що Уолл-стріт породила світову кризу – я впевнений, що глобальна економіка не витримала безпрецедентного зростання ціни на нафту, яка підскочила до \$150 за барель... Якщо хочете когось звинувачувати, то звинувачуйте егоїзм експортерів нафти, які почали таранити стіни економічної системи, що не встигає адаптуватися до чергового стрибка, руйнуючи цілі галузі, як наприклад, автомобілебудування". (Див.: <http://subscribe.ru/digest/economics/kris/n70958209.html>.)

³ Див.: Цхведіани В. Причини глобального іпотечного кризиса в мире кроются в изменении психологии заемщиков // http://bin.com.ua/templates/analitic_article.shtml?id=68531.

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

тому що розкриває лише один аспект кризових процесів, у відриві від історичного змісту величезних змін, які вже відбуваються.

З'являються і глибші аналітичні оцінки щодо причин і природи глобальної фінансової кризи. В них особливу роль відведено проблемі регулювальної ролі ризику і суперечливим впливам на глобальні фінанси, які спричинили деякі фінансові новації, наприклад, механізми секьютизації так званих поганих активів банківської системи⁵. Звертають увагу на неспроможність інститутів (громадянських, державних, корпоративних) інтегрувати і координувати діяльність глобальних суб'єктів, які використовують інноваційні технології для глобального перерозподілу ресурсів і доходів на свою користь⁶.

Узагалі, навряд чи цілісне уявлення про причини, логіку поширення і наслідки глобальної кризи може бути отримане в умовах, коли деякі важливі кризові процеси тільки починають розгортатися. Проте певні принципи міркування можна висловити вже сьогодні.

По-перше, сучасна глобальна криза в якомусь сенсі є закономірною. В ринковій системі кризи взагалі неминучі, вони є однією з головних ознак життєдіяльності розвиненої ринкової економіки. Проте успіхи антициклічної політики останніх років породили ілюзію щодо можливості монотонного зростання економіки на довгих інтервалах без спадів і небажаних різких підйомів. Цьому сприяли деталізовані макроекономічні моделі, втілені в діяльність державних регуляторів, стабілізація темпів економічного зростання за рахунок включення у світову торгівлю перехідних економік Європи й Азії, успішна практика інфляційного таргетування. Дестабілізуючи імпульси, що були здатні відхиляти макроекономічні показники, своєчасно виявляли і нейтралізували за допомоги ретельно обґрунтованого тонкого маніпулювання короткостроковими відсотковими ставками.

Але в економіці за все треба сплатувати. Не зверталось уваги на винятково важливу функцію криз – виявлення і ліквідацію диспропорцій, структурне оздоровлення, інституційні корекції, інтенсивну апробацію й обмеження інновацій. Тому останнім часом відбувалося накопичення зайвих інституційних ланок, слабких конструкцій, гіпертрофований розвиток окремих ринків. Рано чи пізно цей потенціал мав виплеснутися у вигляді руйнівальних коливань із високою амплітудою.

По-друге, сучасна криза має очевидне інституційне підґрунтя. Швидка фінансова глобалізація не була б можливою без створення спеціальних інституційних умов зниження або повного усунення чиннику ризику з механізмів ухвалення інвестиційних рішень. Інформаційні технології вже на

⁵ Див.: 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 "Є криза інститутів. Разом із кризою пропорцій. Це дуже тісно пов'язано. Якщо б не було інституційної кризи, система працювала б нормально і не допустила б такого рівня диспропорцій. Криза виявила, що інституційна система є абсолютно нікчемною. Уряд не контролює те, що належно, і контролює те, що не належно. Учасники ринку себе не контролюють. Інститути, які мають організовувати ринок, переродилися або відіграють не ту роль, або просто не виконують свою роботу, або їхня робота блокована учасниками ринку". (Див.: Вальдман Л. Дело приняло очень серьезный оборот // <http://www.polit.ru/analytics/2009/03/19/valdman.html>.)

початку 90-х років минулого століття створили передумову для глобальних фінансових потоків, але ризики інвестування в інституційно невизначеному середовищі залишалися надзвичайно високими. Лише завдяки новим фінансовим інституціям (хедж-фонди, страхові компанії-монолайнери тощо) і складним фінансовим інструментам суб'єкти отримали можливість знижувати ризик до таких масштабів, якими можна було нехтувати за оцінки привабливості глобальних напрямів і форм інвестування⁷. Проте ризик як такий є не менш важливим регулятором пропорцій ринку, ніж ціни і прибутковість. Усунення ризику як актуального чинника інвестиційних рішень суб'єктів не могло не створити спотворену картину глобальної економічної реальності, яка слугувала основою для нібито раціональної й ефективної структури глобальних інвестиційних потоків.

Так звана революція сек'юритизації⁸ дозволила скільки завгодно приховувати і відкладати прояв ризиків за допомоги сучасних фінансових інструментів. Інвестори і кредитори дістали можливості перетворювати на ринкові прибуткові активи помилкові інвестиції та безнадійні борги. Наслідками цього стало відносне зниження значущості таких умов інвестиційного процесу, як професіоналізм, відповідальність, реалістичність планів, узгодженість оцінок і критеріїв ухвалення рішень.

Особлива небезпека сек'юритизації ризикових активів з метою дезактуалізації (приховування) ризику полягає в тому, що ризик є одним з основних механізмів підтримання системної єдності всіх галузей і суб'єктів в економіці. Хто хоче отримувати доходи, вищі за середні, той повинен ризикувати, а за намагання отримання надвисоких доходів треба нести високий ризик. У цьому своєрідна справедливість ринку.

Деформація зв'язку між доходністю і ризиком поступово призводила до глобальних перекосів і диспропорцій. Можливість трансформувати ризики поганих кредитів і помилкових інвестицій в анонімні інструменти деперсоніфікованих фінансових інститутів "запрограмувала" сучасну глобальну систему на неминучу глибоку кризу. Проблема була не у відсутності попереджень і прогнозів, а у відсутності інтегруючих інститутів і адекватних інструментів. Цю відсутність упродовж останніх десяти років вдало маскували сучасними методами диверсифікації ризиків, які опинилися насправді інструментами їх приховування.

Актуальний ризик встановлює межі зростання суб'єкта. Суб'єкт не може діяти в зоні, де він не контролює важливі умови свого функціонування. Факт небезпечного наближення до межі проявляє себе як ризик

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

⁸ Під сек'юритизацією розуміють фінансову технологію, яка надає можливість фінансовим посередникам інвестувати в окремі активи вибраної компанії без придбання її цілком або частково. До типів активів, які, як правило, піддаються сек'юритизації, відносять іпотечні кредити, будь-які однорідні позики, товарні кредити тощо. Проте перелік активів, сек'юритизація яких можлива, практично є не вичерпним. До нього можна віднести будь-які грошові доходи (надходження), які господарювальний суб'єкт очікує отримати в результаті здійснюваних їм операцій. Завдяки сек'юритизації активи, котрі хотіли б придбати інвестори, відокремлюються від решти бізнесу компанії шляхом передачі їх спеціальній юридичній особі. Таким чином вдається *ліквідувати* ризики, пов'язані з іншою діяльністю, яку здійснює продавець активів. Фактично це означає взаємне відокремлення чинників ризику від чинників доходу в ухваленні інвестиційних рішень.

суб'єкта. Проте якщо індикатор ризику на якийсь час вивести з ладу, можна зростати далі. Тому дезактуалізацію ризиків можна розглядати як поточний спосіб подолання обмежень зростання суб'єкта, як інструмент посилення його економічної влади та її перерозподілу на свою користь.

Система сек'юритизації дозволила на певний час масово відключити показники ризику, що уможливило виникнення бурхливої фінансової глобалізації. Зростання активів було виведене за межі ризикової координати, тому виникла ілюзія зростання благополуччя без ризику. Проте якщо простір ухвалення рішень спочатку є тривимірним (ризик, дохід, ринкова вартість), то зосередження управління і цілеспрямований рух у двомірному просторі супроводжується некерованим і хаотичним рухом у тривимірному просторі⁹.

По-третє, виникнення глибокої кризи було обумовлено чинником легкодоступності грошей, що сприяло частковій втраті ними обов'язкової властивості будь-якого економічного блага – рідкісності. Внаслідок цього ціни як грошовий вираз вартості втратили інформаційну надійність, а суб'єкти ринку отримали можливість "економити" на професійності, компетентності. Дешеві кредитні ресурси породили ефект масової безвідповідальності – як на рівні міжнародних інститутів і державних органів, так і на рівні корпорацій і домогосподарств. Перші ознаки кризи з'явилися вже восени 2006 року, але жодна з інституцій не схотіла взяти на себе відповідальність за кероване стиснення фінансових ринків, кредитів і ліквідності. Незважаючи на отримувані сигнали, інвестори, кредитори, центральні банки і світові фінансові інститути приречено чекали подальшого розвитку подій, поки не почався обвал восени 2008 року¹⁰.

Визнаючи роль своєчасного реагування з боку держави на поточні проблеми і виклики, відзначимо, що якщо антикризові заходи підпорядковані лише логіці кризи, вони можуть затягувати або підсилювати її прояви. Намагання зберегти неефективні фінансові інституції шляхом направлення в них величезних потоків ліквідності призводитиме до відновлення кризового потенціалу, який знову виплескуватиметься у вигляді ринкових шоків¹¹. У цьому разі завдяки зворотнім зв'язкам можливе виникнення негативних циклів, які підштовхуватимуть економіку в замкнене коло кризових явищ, що раз за разом повторюються. Як наслідок – зростаюча імобілізація економічних ресурсів і колапс господарчої системи. Однією з умов формування ефективної системи антикризових заходів має бути відповідність цих заходів загальному вектору, в якому рухається господарча система. Тобто

⁹ "Завдяки масовому розвитку складних фінансових інструментів і різних математичних стратегій банки і компанії навчилися вкрай ефективно перекладати свої ризики на всю систему загалом. Проте місткість системи загалом, запас її усталеності є кінечними, і вони виявилися вичерпаними. Хоча кожний окремо банк формально нібито застрахований від утрат (хай живе CDS!), але всі разом вони сьогодні є банкрутами". (Див.: Кто оплатит глобалізацію // http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/06/kto_oplatit_globalizaciyu/.)

¹⁰ У березні 2009 року МВФ відзначав: "Навіть тоді, коли ризики було виявлено, часто повідомлення про них були нечіткими або надто приглушеними, щоб спонукати директивні органи до дії". (Див.: <http://www.imf.org/external/russian/np/sec/pn/2009/pn0930r.pdf>.)

¹¹ "...техніка кредитної накачки не відновлює пропорції в економіці, а, навпаки, руйнує їх, попутно деформуючи інституційну структуру і мотивацію економічної поведінки", – відзначає Л.Вальдман. (Див.: *Вальдман Л.* Дело приняло очень серьезный оборот.)

уявлення про абрис майбутнього має відігравати в розробленні антикризових програм не менш важливу роль, аніж поточні гострі проблеми.

На наш погляд, збалансованіша господарча система, яка вже виникає у процесі кризи, матиме такі важливі риси.

1. Відносне значення фінансових ресурсів для господарчої діяльності буде нижчим, аніж це було в передкризовий період. Саме майже вирішальна роль фінансових ресурсів у відриві від розвитку інших сегментів економіки обумовила накопичення величезних розривів і диспропорцій. Неминуче збільшення відносної ролі нефінансових ресурсів економічного розвитку матиме значні інституційні наслідки, в тому числі для фінансових інститутів.

2. Фінансові інститути мають суттєво змінитися в напрямі пристосування до потреб реального сектора, до його інституційної та галузевої конфігурації. "Радіус" їх економічної сили і повноважень частково скорочуватиметься. Вимоги до якості та структури капіталу ставатимуть жорсткішими.

3. Має бути конституційована нова фінансова й інституційна роль держави, підкріплена новими інструментами і методами державного регулювання ринків. Скоріше за все, це буде набір важелів, який включатиме як загальні, так і спеціалізовані інструменти, що можуть бути поєднані в таку нову інституцію, як *єдиний регулятор*.

4. Нова система має відродити принципово важливий статус персоніфікованого ризику інвестора в ухваленні інвестиційних рішень. Як наслідок виникне попит на новий клас фінансово-інвестиційних інститутів із більш коротким радіусом дії, заснованих на особистій довірі, персоніфікованих інвестиціях і реальних активах.

5. У цілому рівень довіри в економіці найближчими роками буде нижчим, аніж у передкризовий період. Це об'єктивно сприятиме інфляційним очікуванням, відносно високому рівню відсоткових ставок. Економіку очікує більш-менш тривалий період "дорогих грошей", що приведе до стиснення фінансового сектора і його реструктуризації.

З огляду на такий вектор розвитку намагання за будь-яку ціну відновити, перш за все, фінансовий сектор і його інститути є хибним шляхом. Допомога фінансовому сектору повинна мати структурований характер у поєднанні з пруденційними заходами, спрямованими на системні інституційні зміни. Метою цих змін мають стати більша адекватність фінансового сектора потребам реальної економіки, передусім, її технологічного оновлення, інституційній і галузевій реструктуризації.

Прояви глобальної кризи в Україні посилені реалізацією макроекономічних і фінансових ризиків, накопичених у роки економічного зростання. Серед накопичених і частково реалізованих ризиків найбільшу небезпеку складають:

– структурний ризик відсталої, але впродовж низки років фінансово ефективної економіки, який був частково реалізований у вигляді різкого погіршення внаслідок несприятливих змін у світовій кон'юктурі стану платіжного балансу (2006–2008), що може бути початком кризової структурної корекції шляхом банкрутства застарілих виробництв і створення конкурентоспроможних підприємств;

- ризик незбалансованого зростання доходів населення як наслідок популістської економічної політики, частково реалізований у вигляді різкого прискорення інфляції в 2007–2008 роках;
- валютний ризик, дія якого проявилася в девальвації гривні, що почалася восени 2008 року і тривала до початку 2009-го. Водночас це призвело до зростання зовнішнього боргового навантаження для економіки;
- кредитний ризик. Уперше він виявився у вигляді відпливу і наступного вимушеного заморожування банківських депозитів, але головний потенціал цього ризику дотепер залишається нереалізованим і має приховану тенденцію до зростання через погіршення фінансового стану більшості позичальників;
- зовнішній фінансовий ризик у вигляді великого обсягу валового зовнішнього боргу. Угода про кредит МВФ сприяла його частковому відкладанню в часі на тлі збереження всіх компонентів – державного, корпоративного і банківського;
- нормативний ризик, дія якого може проявитися найближчим часом у вигляді погіршення рівня узгодженості використання інструментів грошово-кредитної політики, загострення конфліктів щодо повноважень і як наслідок – різких непередбачених сплесків попиту і пропозиції на основних сегментах грошового ринку.

В умовах високого рівня зовнішньої залежності та структурної вразливості пряму загрозу стабільності грошової одиниці складає системний фінансовий ризик, пов'язаний із погіршенням збалансованості грошових потоків в економіці та масовим невиконанням зобов'язань. Це може порушити умови нормального функціонування основних системних суб'єктів – держави, підприємств реального сектора, банківської системи, домогосподарств і небанківських фінансових установ. Наслідком припинення/призупинення платежів між суб'єктами економіки, а також істотного знецінення активів стає ланцюжок неплатежів, банкрутства підприємств і фінансових установ, зниження обсягів ВВП, зростання безробіття, падіння реальних доходів, значний дефіцит бюджету і неможливість своєчасного виконання зобов'язань за державним і корпоративним зовнішнім боргом.

Вузькість внутрішнього ринку обумовлена відсутністю деяких необхідних інституційних каналів мобільності ресурсів, яка могла б забезпечити ефективніше пристосування економіки до змін попиту. Україна потерпає від кризи набагато сильніше за розвиненіші європейські країни внаслідок відсутності інституційних стабілізаторів економічного зростання. Це ускладнює зв'язок між сегментами і секторами економіки і робить господарчу систему схильною до різких реакцій на незначні зміни в зовнішньому середовищі.

"Шар довіри" в українському суспільстві, який створюють інститути, є відносно тонким. Будь-який макроекономічний збій у функціонуванні системи спричиняє швидке падіння довіри до рівня, якій уже не забезпечує нормальне відтворення структури виробництва. Своєю чергою, загальне зниження рівня довіри в економіці і державі створюватиме несприятливе середовище для використання інструментів грошово-кредитної політики, що погіршуватиме її макроекономічну ефективність і може підсилювати волатильність найсуттєвіших показників.

Як показує рис. 1, економічне зростання у 2000–2008 роках мало несталий характер, що свідчить про відсутність важливих компонентів

ринкової системи, таких як гнучкий і розвинений внутрішній ринок, здатний компенсувати несприятливі коливання зовнішньої кон'юнктури, фондовий ринок. Повільність у здійсненні структурних та інституційних реформ, нерозважлива бюджетна політика прирікали українську економіку на глибоку кризу ендегенного походження. Екзогенний чинник світової фінансової кризи спровокував одночасну реалізацію значної частки ризиків, накопичених за роки незбалансованого і несталого зростання.

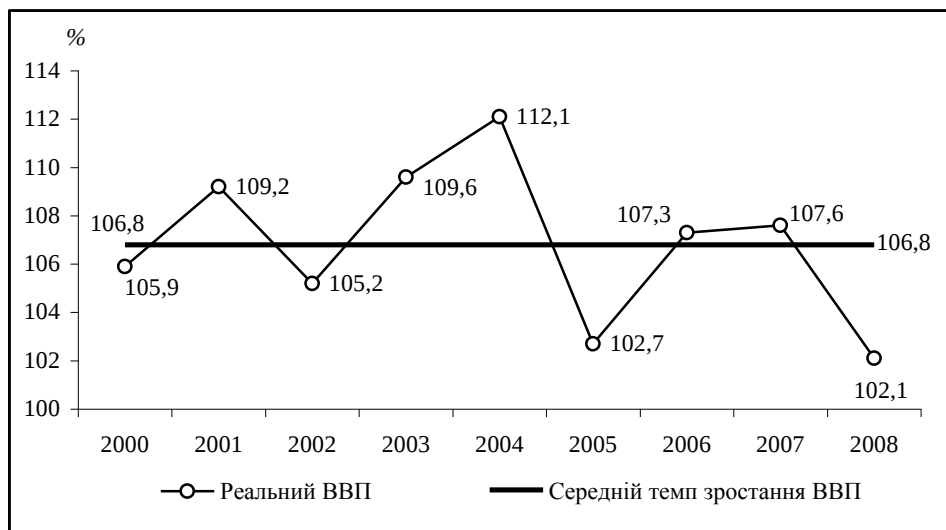


Рисунок 1. Темпи реального зростання ВВП, %

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

2008 року відношення валового зовнішнього боргу України до ВВП перевищило 56%. Обсяг цього боргу збільшився за рік на 25,6% – з 21 млрд дол. США до 103,2 млрд дол. (56,7% до ВВП). Приріст відбувся в банківському секторі – на 8,5 млрд дол., або на 27,4%; інших секторах економіки – на 8,4 млрд дол., або на 23,2%; у секторі органів грошово-кредитного регулювання – на 4,3 млрд дол., або в 10,2 раза; державний борг зріс на 27,6% – до 19,3 млрд дол. США¹². Частка короткострокових зобов'язань була високою й унаслідок нерівноваги між кредитним і валютним сегментами фінансового ринку мала тенденцію до зростання. В умовах значного від'ємного сальдо поточного рахунку рівновага платіжного балансу забезпечував лише приплив коштів за фінансовим рахунком, який сильно залежав від поточних очікувань інвесторів і кредиторів.

Стала реальною можливість одночасного відпливу короткострокових коштів. У січні 2009 року четвертий місяць поспіль сальдо фінансового рахунку залишалося від'ємним і становило 2,3 млрд дол., що на 572 млн дол. більше, ніж у попередньому місяці. Формування від'ємного сальдо було спричинене чистим погашенням приватного зовнішнього боргу і подальшим накопиченням запасів готівкової валюти поза банківською системою. Наслідками негативного впливу фінансової нестабільності на рівновагу на грошово-кредитному ринку стали різкі коливання обмінного курсу, прис-

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

корення інфляційних процесів, вплив депозитів із банківської системи й обумовлене цим зниження рівня її ліквідності, скорочення золотовалютних резервів, зменшення грошової маси в умовах зростання попиту на ліквідність з боку підприємств і домогосподарств.

Незважаючи на антикризові заходи державних органів, в економіці тривають небажані зрушення і спонтанні адаптивні реакції суб'єктів, які призвели до порушення рівноваги в економіці та монетарній сфері. Найбільш небезпечним і гострим проявом порушення фінансової стабільності став масовий вплив депозитів із банківської системи на початку жовтня 2008 року, спровокований чутками про проблеми в кількох великих банках і сильним коливанням обмінного курсу.

Банківська система України стикнулася з накопиченими фінансовими та інституційними диспропорціями, створеними в результаті кредитної експансії останніх років. Про тенденцію до зростання кредитного ризику банківської системи свідчить швидкий приріст негативних кредитів, який станом на 1 березня 2009 року порівняно з початком року склав 10,5%, водночас обсяг кредитів зменшився на 2,2%.

Не найкраща якість кредитного портфеля банків може примусити їх до створення значних резервів, імобілізації капіталу, загального дефіциту ліквідності та системної банківської кризи, яка, зрештою, може призвести до руйнування всього кредитного механізму економіки. *Кредитна пастка* банківської системи полягає в тому, що вона має одночасно відповідати двом суперечливим умовам – зниженню і стабілізації кредитного ризику, задоволенню термінових потреб реального сектора у стабілізаційних та інвестиційних кредитах. Цю пастку поглиблює те, що більшість суб'єктів господарювання сьогодні мають скрутний фінансовий стан. Їх фінансові показники не відповідають банківським нормативам припустимого ризику на позичальника¹³, тому навіть за наявності достатніх ресурсів банки схильні направляти ці гроші в гарантованіші активи, наприклад, відкривати довгі валютні позиції.

Запровадження в жовтні 2008 року заходів Національного банку України частково вивело фінансовий ризик за межі банківської системи, але він не зник, а розподілився на інші системні суб'єкти – перш за все, реальний сектор, домогосподарства, державу, небанківські фінансові установи. В результаті цього банківська система може знову опинитися перед загрозою погіршення ліквідності, яка прийде вже з іншого боку – з боку неплатоспроможних суб'єктів, у першу чергу, підприємств реального сектора економіки.

Як показує рис. 2, сучасна процентна політика має вимушено проциклічний характер. В умовах загального падіння виробництва відсоткові ставки зростають як на міжбанківському, так і на кредитно-депозитному ринках. Середньомісячна ставка за міжбанківськими кредитами впродовж двох місяців 2009 року зросла з 23,5% до 45,3% річних. Середньозважені ставки за кредитами в національній валюті збільшилися з 21,6% до 27,9%, за депозитами в національній валюті – з 13% до 16,4%, в іноземній – з 8,2% до 8,6% річних. Винятком є лише ставка за кредитами в іноземній

¹³ "...усі позичальники, навіть найкращі, перестають бути добрими, а ризики за кредитами зростають". // Вальдман Л. Дело приняло очень серьезный оборот.

валюти (знизилася з 12,6 до 10,7%), що пов'язано із значними обмеженнями щодо кредитування в цій валюті.

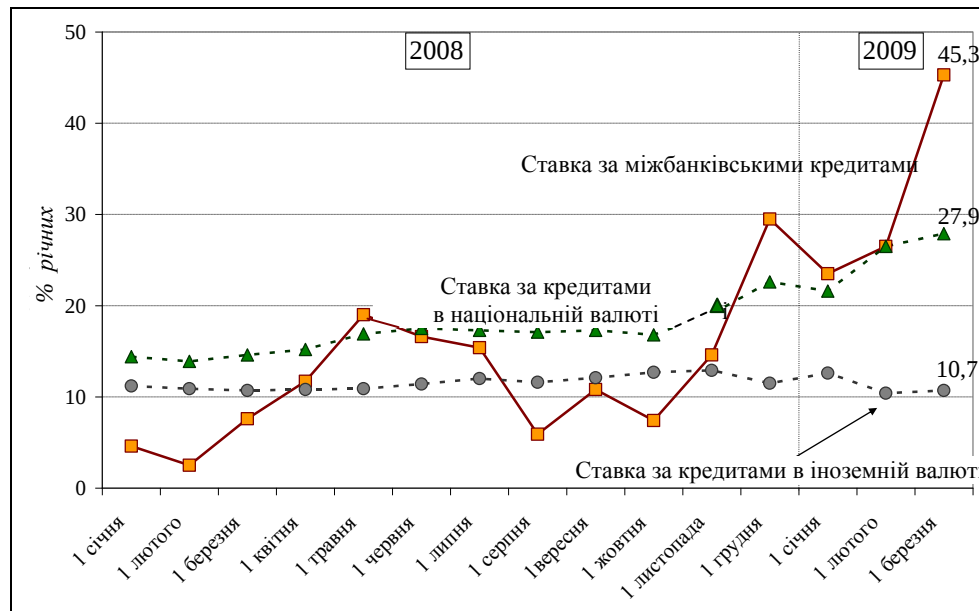


Рисунок 2. Динаміка відсоткових ставок

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

Таким чином, реальний сектор економіки зараз відчуває подвійний шок – як з боку погіршення ринкової кон'юнктури, так і з боку погіршення фінансових умов господарювання. Тенденцію зменшення обсягів промислового виробництва було чітко означено вже в серпні 2008 року, що було реакцією на рецесійні процеси у світі. Зовнішньоекономічні умови діяльності українських підприємств (насамперед, тих, які прямо чи опосередковано орієнтовані на зовнішні ринки) швидко погіршуються, що позбавляє їх можливості фінансового і ринкового маневру.

Економічне зростання України багато в чому залежить від світової кон'юнктури на ринках металу. Динаміку світових цін на метал значною мірою визначає розвиток будівельної галузі та глобального автомобільного виробництва, які, своєю чергою, перебувають у жорсткому зв'язку з темпами світового економічного зростання.

Глобальна фінансова криза, яка призвела до значного уповільнення темпів зростання будівельної та автомобільної світової промисловості, справила безпрецедентний негативний вплив на цінову кон'юнктуру експортерів металургійної галузі України. Восьма у світі з виробництва сталі, економіка України виявилася однією з найуразливіших до обвального падіння світових цін на метал. На початку листопада 2008 року на сталь вони впали на 80% порівняно із серпнем. Тісний взаємозв'язок темпів зростання ВВП в Україні та динаміки світових цін на сталь подано на рис. 3.

Вплив цього фактора підсилюється різким припиненням доступу українських корпорацій до капіталу світових фінансових ринків і призвів до різкого падіння темпів економічного зростання. Відповідно до прогнозу Інституту міжнародних фінансів, економічний спад в Україні 2009 року стане

найбільш різким у світі і становитиме 12% (таблиця). Поряд з екзогенними шоками економіка України опинилася під сильним впливом шоків ендегенного характеру, пов'язаних із відсутністю цілісної антикризової стратегії уряду і його непослідовними діями, які мали проциклічний характер, тобто поглиблювали розвиток кризи.

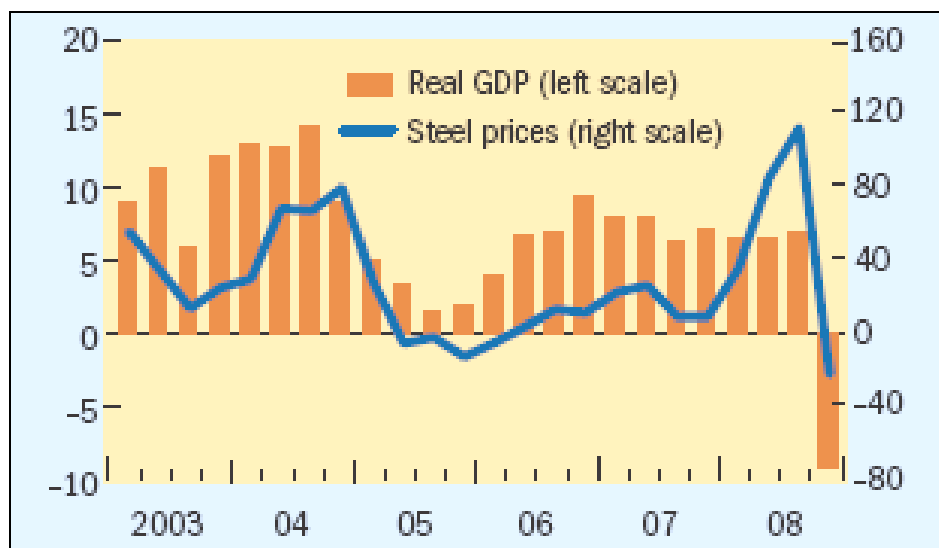


Рисунок 3. Взаємозв'язок світових цін на сталь (Steel prices) і темпів зростання ВВП в Україні (Real GDP)

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

Таблиця

Місце України у структурі зниження темпів глобального економічного зростання, відсоткові зміни до минулого року

Країни	2006	2007	2008 (очікуване значення)	2009 (значення за прогнозами IIF)
Розвинені країни	2,7	2,3	0,9	-2,1
США	2,8	2,0	1,2	-2,1
Країни Єврозони	3	2,7	1,0	-2,1
Японія	2,0	2,4	-0,1	-2,3
Країни з ринками, що формуються	7,5	7,5	5,7	2,7
Латинська Америка	5,3	5,4	4,3	0,5
Бразилія	3,8	5,4	5,5	0,8
Мексика	4,9	3,2	1,8	-0,5
Країни з ринками, що формуються, в Європі	6,9	6,5	4,6	-1,1
Росія	7,3	8,1	5,9	-1,5
Туреччина	6,9	4,5	1,9	-1,3
Україна	7,1	7,6	2,0	-12
Африка/Середній Схід	5,3	5,3	4,8	3,7
Країни, що розвиваються, в Азії	9,2	9,4	7,0	5,4
Китай	11,6	11,9	9,0	6,5
Індія	9,0	9,0	6,2	5,0
Світове економічне зростання	3,8	3,5	-2,0	-1,1

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

На тлі кризи в реальному секторі та банківських обмежень знижується ліквідність і платоспроможність домогосподарств. Значний фінансовий важіль, який сформувався за час кредитного споживчого буму, почав працювати у зворотному напрямку: життєвий рівень домогосподарств спадає значно сильніше, ніж знижується їх поточний дохід. Негативний вплив на платоспроможність сектора домогосподарств справила курсова нестабільність і девальвація гривні. В умовах переважання кредитів фізичним особам в іноземній валюті лише внаслідок девальвації гривні розрахункова заборгованість домогосподарств збільшилася майже на 14 млрд грн. Зустрічний виграш власників депозитних рахунків наслідок девальваційного чиннику склав набагато менше – лише 7 млрд грн.

Системну небезпеку являє тенденція до скорочення суми платіжних засобів в обігу, що вже стало самостійним чинником кризи в економіці. Грошова маса за перші три місяці 2009 року знизилася майже на 9%, що може стати самостійним чинником спаду в реальному секторі через нестачу платіжних засобів. Стисненню грошової маси сприяли інтервенції Національного банку на валютному ринку (золотовалютні резерви з початку року скоротилися на 16%), а також відплив депозитів із банківської системи (знизилися на 10,4%). Скорочення депозитів тим більше є небезпечним, якщо врахувати суттєве ускладнення умов для українських банків щодо одержання ними додаткових ресурсів на світових фінансових ринках.

Заборона підприємствам реального сектора достроково знімати кошти з депозитних рахунків і зниження попиту на продукцію вітчизняного експорту становить суттєвий ризик зниження рівня монетизації економіки, відновлення *бартерних розрахунків*, зростання частки позабанківського (тіньового) грошового обігу і переходу суб'єктів господарювання на розрахунки в готівковій формі, ухилення від сплати податків. Наслідком цього об'єктивно стане суттєве недонадходження коштів до державного бюджету, що, своєю чергою, може спричинити соціальне напруження.

На початку 2009 року пішла друга хвиля кризи, яка має характер відбиття первісних кризових явищ. На цьому етапі найбільш руйнуючого впливу спричиняють наслідки втрати довіри і порушень у грошових потоках системних суб'єктів економіки. З одного боку, зворотні зв'язки набувають великої сили, загострюють кризові процеси і збільшують загальну невизначеність, але з іншого – їх зміст і характер відрізняються від первісного кризового імпульсу. Деякі актуальні кризові події вже розгортаються в іншій площині, тому досить часто заходи, розроблені в розрахунку на початкову картину кризи, не влучають у ціль.

На відміну від першого етапу кризи, коли фінансовий ризик був зумовлений відпливом депозитів із банківської системи і втратою ліквідності в реальному секторі, сьогодні головну небезпеку для фінансової стабільності починає складати зовнішній чинник – у вигляді можливості масового відпливу коштів, отриманих від іноземних кредиторів. Цьому сприяє жорстка реакція рейтингових агенцій, яка виявляється в надмірному зниженні рейтингів українських банків.

Затримка у здійсненні заходів, необхідних для отримання чергового траншу кредиту МВФ, дала негативні наслідки, а саме зростання доходності єврооблігацій і вартості страхового забезпечення державного боргу України від дефолту. П'ятирічні кредитні дефолтні свопи за зобов'язан-

нями України зросли більш ніж на 1500 базових пунктів після того, як МВФ затримав другий транш кредиту, передбачений угодою про надання країні кредиту на суму 16,5 млрд дол. США¹⁴.

До поданого раніше переліку кризових явищ на початку року додалися ще два: тимчасове припинення поставок газу з Росії та гострий політичний конфлікт. Через це дедалі зростають негативні наслідки зниження рівня довіри до держави і банківської системи, що є самостійним чинником монетарної нестабільності. Довіра є одним із головних інституційних ресурсів економічної системи, і зниження її рівня призводить до підвищення соціальної вартості антикризових заходів. Населення схильне розглядати будь-яке (навіть обґрунтоване) відкладання в часі виконання обов'язків держави або банків як оману і перекладання тягаря кризових процесів на нього. В умовах зниження довіри до держави масове безробіття, зростаюча заборгованість із заробітної плати, затримки пенсій і стипендій, так звані колекторські практики банків щодо своїх позичальників можуть дуже швидко призвести до негативної консолідації найменш захищених верств суспільства.

Як неприпустиму з точки зору національних інтересів слід розцінювати спробу впливу окремих політичних сил на діяльність Національного банку, що відсовує цілі збереження монетарної стабільності на другий план. Це примушує суб'єктів господарювання збільшувати страхові запаси ліквідності у вигляді касових залишків, віддаючи перевагу іноземній валюті, що, своєю чергою, поглиблює незбалансованість на валютному сегменті грошового ринку.

Одним із суттєвих проявів грошово-кредитної кризи є "пастка ліквідності". Вона полягає в тому, що попиту і пропозиції на грошовому ринку характерний стійкий розрив, який не можна подолати за рахунок звичайних заходів монетарного плану (процентні та емісійні інструменти, заходи з регулювання ліквідності банківської системи). Причиною розриву є приховані канали відпливу ліквідності на спекулятивні сегменти грошового ринку. Наслідком цього є зниження ефективності грошової політики, що, своєю чергою, збільшує регулятивне навантаження на інші інструменти і поглиблює кризові прояви макроекономічного і фінансового характеру. В умовах суттєвого падіння платоспроможного попиту стагфляційний етап кризи не може бути тривалим і найближчими місяцями може змінитися на дефляційний. Як свідчить досвід, в умовах дефляції ефективність інструментів монетарної політики знижується ще більше.

Загалом на другому етапі кризи макроекономічна і фінансова ситуація є хаотичнішою, ніж на першому. Посилюється небезпека недостатньої або навіть від'ємної результативності запланованих раніше адресних заходів фінансового і нормативного характеру. Проте певна частина банків і підприємств уже почала процес поступового пристосування до господарювання в умовах дорогих грошей і обмеженого платоспроможного попи-

¹⁴ "За даними експертів, загальна номінальна вартість CDS на українські єврооблігації в 10 разів перевищує сукупний обсяг євробондів, що перебувають в обігу, і становить приблизно \$50 млрд. Для порівняння: у Росії перевищення становить 3,7 рази, у Румунії – 6,7 раза". (Див.: <http://news.finance.ua/ua/~2/30/all/2009/02/04/150720>.)

ту, що можна розглядати як початок необхідних структурних зрушень в економіці.

Отже, криза одночасно охопила основні сегменти фінансового і реального секторів економіки України. Це ускладнює маневр, позбавляє державу запасу ресурсів, необхідних для нейтралізації найгостріших невідкладних проблем. Така особливість кризи може бути охарактеризована як реалізація системного фінансового ризику. Жодна з основних сфер економічної системи не здатна самостійно розв'язати свої проблеми у відриві від загального вектору подій. Криза вимагає від держави системного бачення причин, змісту і тенденцій процесів, що відбуваються. Заходи щодо нейтралізації негативного впливу системного фінансового ризику на економіку мають відповідати таким принципам:

а) недопущення надмірної концентрації загального ризику в окремих секторах економіки, більш-менш рівномірний розподіл ризикового навантаження і пов'язаних з цим витрат і втрат між банківською системою, реальним сектором, державою і домогосподарствами;

б) розподіл фінансових ризиків у часі, трансформація найгостріших поточних ризиків у середньострокові, в тому числі за рахунок зовнішнього фінансування;

в) активне використання державою наявних інструментів і важелів для відновлення довіри до грошової одиниці, банківської системи, а також між учасниками ринку;

г) інтеграція і координація антикризових дій і заходів на підставах підпорядкування єдиній стратегії інституційної реструктуризації фінансової системи.

Найближчим часом Національний банк має забезпечити відновлення кредитування підприємств. Це означає, що банківська система візьме на себе частку загального фінансового ризику економіки. Тому потрібно негайно розробити попереджувальні нормативні та фінансові заходи, спрямовані на підтримку ліквідності та регулювання ризиків банків у складніших умовах.

Україні необхідним є ухвалення закону про споживче кредитування, активізація інституту державного замовлення як інструменту структурних зрушень, формування ефективної накопичувальної системи, що формує фонд "довгих грошей" для здійснення інвестицій, створення системи довгострокового рефінансування банківського сектора і спеціалізованих банківських установ для врегулювання проблемних активів.

Скорегована система фінансових інститутів має забезпечити відновлення макроекономічної пропорції між споживанням, заощадженнями та інвестиціями. Необхідно сприяти зростанню соціального престижу заробленого благополуччя, заощаджень, активізації діяльності недержавних пенсійних фондів. У розв'язанні завдань зростання життєвого рівня населення роль споживчого кредитування має бути допоміжною. Інтегральна оцінка сукупного фінансового ризику домогосподарств має стати одним із важливих показників соціальної, макроекономічної та фінансової стабільності держави.