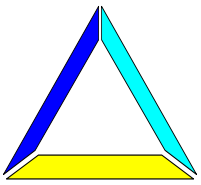
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні

Німецька Консультативна Група при Уряді України

Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ,
Тел. (+38044) 278-6342, 278-6360, Факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



W13

Міжнародна фінансова криза: Ризики і рекомендації для України

Резюме

Ця робота оцінює можливі ризики для України у зв'язку з міжнародною фінансовою кризою й розглядає значення цих ризиків для економічної політики. Хоча вплив міжнародної фінансової кризи на Україні поки що був дуже помірним, урядовці і представники бізнесу мають розуміти потенційні майбутні негативні наслідки і бути готовими до них.

Щоб отримати краще розуміння кризи, ми спочатку аналізуємо витоки кризи, яка зародилась в будівельному секторі США. Надалі ми показуємо як вона стала глобальною через канали фінансової трансмісії і наголошуємо на можливих ризиках для країн, що знаходяться в процесі становлення, в т.ч. для України.

Загалом кажучи, ризики можуть бути розділені на дві групи. По-перше, є ризик погіршення доступу України до міжнародних фінансових ринків ("фінансовий ризик"). У цьому випадку вартість зовнішніх запозичень збільшиться, що матиме негативні наслідки для фінансових установ і позичальників у реальному секторі. Але на нашу думку, цей ризик на сьогодні не дуже високий. Іноземні банки інвестували великі суми грошей для того, щоб придбати місцеві банки і навряд чи будуть припиняти фінансування своїх нових дочірніх компаній. Крім того, можна очікувати продовження притоку прямих іноземних інвестицій в Україну у значних обсягах. По-друге, Україна може понести втрати у випадку сповільнення розвитку світової економіки ("ризик реального сектору"). Попит і ціни на основні українські експортні товари (особливо на метали) можуть знизитись, і це може потягнути за собою сповільнення економічного зростання і збільшити вже значний дефіцит рахунку поточних операцій платіжного балансу.

З огляду на перегрітість української економіки, що виражається у швидко зростаючій інфляції і дефіциті рахунку поточних операцій, помірний приріст вартості зовнішніх запозичень може тільки вітатись ("помірний сценарій"). Це зменшить зовнішні запозичення і сприятиме зменшенню інфляції за існуючого режиму валютного курсу.

На жаль, на сьогодні ми не можемо виключити реалізацію ризику реального сектору для української економіки із суттєвими наслідками для України ("жорсткий сценарій"). Найбільша проблема щодо цього ризику – відсутність можливостей для проведення відповідної макроекономічної політики в Україні. Монетарна й податкова політика вже є стимулюючими і не можуть стати ще більш експансивними, щоб нейтралізувати негативний шок. Активна валютна політика (тобто девальвація гривні) теж буде поганою ідеєю в контексті кризи. На щастя, НБУ має великі міжнародні резерви, які сприятимуть стабільності у випадку серйозної кризи.

Українська влада повинна, на нашу думку, винести певні уроки від міжнародної кризи щодо регуляторної політики у фінансовому секторі. По-перше, Україна не повинна надмірно покладатись на зовнішні запозичення. Для цього потрібно мати більш розвинені внутрішні ринки капіталу. По-друге, криза в США показала важливість для фінансової стабільності належного регулювання і нагляду за іпотечним кредитуванням. Зараз це особливо актуально для України з огляду на завищені ціни на житло.

Зміст

1. Вступ

2. Витоки фінансової кризи в США

3. Вплив фінансової кризи на світову економіку

3.1 Вплив на розвинені ринки

3.2 Вплив на країни, що знаходяться в процесі становлення, включаючи Україну

4. Потенційні ризики для України в найближчому майбутньому

5. Рекомендації для України

5.1 Макроекономічна політика

5.2 Структурна політика у фінансовій сфері

1 Вступ

Зараз світ переживає міжнародну фінансову кризу. Фінансові установи в багатьох країнах понесли збитки, і фінансові ринки стали дуже волатильними. Урядовці активно відреагували на кризу, сподіваючись уникнути рецесії. Центральні банки знизили процентні ставки, і міністерства фінансів розглядають запровадження заходів в сфері фіскальної політики, таких як зниження податків, для підтримки економіки.

Криза, що почалась в США, поширилась на інші розвинені країни і на деякі країни, що знаходяться в процесі становлення. Проте, в Україні поки що істотного негативного ефекту не спостерігалось. За таких обставин тільки логічно, що урядовці і представники бізнесу в Україні задаються питанням, чи Україні "пощастило" уникнути наслідків кризи, або чи істотні ризики все ще переважають в найближчому майбутньому.

У даній роботі ми вивчаємо ці питання. У розділі 2 ми розглядаємо причини виникнення кризи в США. Це необхідно для того, щоб зрозуміти подальше її перетворення у міжнародну кризу. Крім того, це також ілюструє важливість відповідного регулювання й нагляду за іпотечним кредитуванням і його рефінансуванням для підтримки фінансової стабільності, що є важливим для України. У розділі 3 ми аналізуємо вплив американської кризи на світову економіку. Після розгляду впливу на країни з розвиненою економікою ми оцінюємо ефекти для країн, що знаходяться в процесі становлення. Крім того, запропоновано пояснення поки що помірного впливу кризи на Україну. У розділі 4 ми розглядаємо потенційні майбутні ризики для України. Зокрема ми досліджуємо, чи може доступ України до міжнародних фінансових ринків бути значно обмежений (фінансовий ризик) і чи може сповільнення міжнародної економіки зашкодити економіці країни (ризик реального сектора). У розділі 5 представлені наші рекомендації щодо економічної політики для України. Ми обговорюємо потенційні варіанти змін у макроекономічній політики ці в ситуації розгортання міжнародної кризи зі значними негативними наслідками для України. Крім того, ми виводимо певні уроки для регуляторної політики щодо фінансового сектора країни.

2 Витоки фінансової кризи в США

Ціни на житло в США зростали («житловий бум») швидко зростали протягом тривалого часу на тлі високих темпів зростання американської економіки після рецесії 2001 року. Однак цей бум також підтримувався агресивними методами іпотечного кредитування фінансовими установами в США. Щоб зрозуміти походження міжнародної фінансової кризи, яку ми зараз спостерігаємо, важливо підкреслити зв'язок між цими двома

факторами, взаємозалежність яких сформувала ефект позитивного зворотного зв'язку у формі "фінансового акселератора". Збільшення цін на житло збільшило вартість застави для іпотечних позичок і привело до видачі подальших іпотечних позик. Це знову вело до зростання попиту на житло, що приводило до чергового раунду підвищення цін за житло.

З регуляторної точки зору головна причина цієї спіралі полягала в процедурах оцінки вартості житла. В США оцінка вартості нерухомості для видачі кредитів проводиться на основі ринкової вартості, що створює сильний проциклічний ефект. У Німеччині, для порівняння, для оцінки вартості застави використовується не ринкова вартість, але довгострокова вартість нерухомості. Це створює антициклічний ефект, тобто іпотечне кредитування не може стимулює бум цін на житло, як це відбувалось в США.

Цьому буму також сприяло поширення операцій структурованого фінансування на американських ринках капіталу. Багато з позичок на покупку житла не зберігалось на балансах банків, а продавалось натомість негайно після видачі інвесторам (позабалансова сек'юритизація) у формі іпотечних цінних паперів (забезпечені заставними цінні папери/MBS[1]). Це також означає, що пов'язані ризики були продані інвесторам, в тому числі нерегульованим, менш прозорим хедж-фондам з високою часткою позикових коштів. Роблячи так, банки, що видавали кредити, вивільняли свій власний капітал, що міг даді використовуватись для видачі нових іпотечних позик. Водночас, нові і складні інструменти створювались й використовувались для згаданих вище форм передачі ризику, наприклад, такі кредитні деривативи як забезпечені боргові зобов'язання (CDO[2]). Особливістю, що зробила ці інструменти дуже привабливими для інвесторів, був факт, що такі інструменти були позитивно оцінені провідними міжнародними рейтинговими агентствами і давали більш високий дохід, ніж порівняні з ними цінні папери. Цей фактор понизив очікувані ризики таких цінних паперів для інвесторів і відповідно підсилив попит на них. Однак іншою важливою особливістю таких інструментів, як стало зрозуміло під часу пізнішої кризи, була їхня неліквідність у періоди ринкових потрясінь: інвестори, що намагались продати ці цінні папери, не змогли цього зробити.

Практика продажу цих іпотечних позичок (включаючи пов'язані ризики) на ринках капіталу сприяла послабленню стандартів перевірки (низької) кредитоспроможності позичальників кредиторами і усунула стимули контролювати платоспроможність позичальників. Зокрема ризик підвищення процентних ставок (в умовах плаваючих ставок!), і, таким чином, збільшення дефолтів за більш високими щомісячними іпотечними платежах не приймався до уваги банками. Крім того, позичальники не були достатньо поінформовані про ризик підвищення процентних ставок і збільшення іпотечних платежів у майбутньому. Як наслідок, значна частина іпотек видавалась позичальникам зі слабкою кредитною історією, так званим "субстандартним" позичальникам, до того ж з досить високим співвідношенням суми кредиту до вартості застави.

Коли це припинилось і розпочалась криза? Важливим фактором тут стала зміна процентних ставок монетарної політики США, тому що підвищення ставок означало, що іпотечні платежі, прив'язані до цієї ставки, зростали. Тому, коли Федеральна резервна система (ФРС) розпочала цикл обмежувальної монетарної політики, іпотечні платежі (тобто щомісячні платежі позичальників банку або іншому власнику іпотеки) збільшувались і багато позичальників одночасно не змогли продовжувати платежі по кредиту. Водночас, ріст цін на житло почав уповільнюватися, в остаточному підсумку переходячи до падіння цін. Це погіршення ситуації на ринку нерухомості викликало ланцюгову реакцію у фінансовому й реальному секторах американської економіки.

Вплив на платоспроможність фінансових установ

Залежно від конкретної форми інвестицій в субстандартну іпотеку постраждала платоспроможність окремих фінансових установ. Якщо банки утримували такі безнадійні

[1] В процесі сек'юритизації, іпотечні кредити об'єднуються в набори(пули) застави, що формують основу забезпечених заставними на житло цінних паперів(RMBS). Різні транші RMBS з різним пріоритетом черговості на отримання первинних платежів від набору іпотечних кредитів продаються інвесторам

[2] CDO – це цінний папір, платежі по якому забезпечені пулами облігацій, банківських позик, або інших активів. Вони можуть включати RMBS, корпоративні облігації та інші інструменти. Знову, ці цінні папери розподіляють на декілька траншів із різним рівнем кредитної підтримки.

кредити на власному балансі, різке зменшення вартості таких позичок привело до істотних списань їх вартості з негативним впливом на капіталі. Та ж сама ситуація виникала, коли банки утримували в портфелі цінних паперів забезпечені заставними іпотечні цінні папери (MBS), або їх похідні, вартість яких різко впала.

Інші фінансові установи (наприклад хедж-фонди), що утримували іпотечні цінні папери або їх похідні, потерпіли від кризи подібним чином. Вартість цінних паперів падала, активи списувались, а капітальна база слабшала. Швидкий розпродаж таких цінних паперів по мінімальним цінам для покриття вимог щодо повернення інвестицій інвесторами часто зустрічав обмежений або взагалі відсутній попит, роблячи ці інструменти по суті неліквідними і складними для оцінки. Деякі фінансові установи збанкрутували під цим тиском. Банки, які працювали з цими контрагентам через видані кредити або власні інвестиції в такі фонди, перенесли додаткові втрати. Як наслідок, багато банків були змушені вжити заходів, щоб підтримати свою капіталізацію.[3]

Ефект на ліквідність фінансових установ

Протягом перших місяців кризи банки не знали, до якого ступеня вони і інші банки були пов'язані з сектором субстандартної іпотеки і пов'язаними сегментами фінансового ринку. Деякі банки були змушені прийняти на свій баланс зобов'язання позабалансових дочірніх фінансових компаній після того, як останні втратили незалежні засоби для фінансування, оскільки банки гарантували підтримання ліквідності таких компаній. Як наслідок функціонування ринку міжбанківського кредитування було суттєво порушено, як можна бачити на графіку 1.

Графік 1

Спред ЛІБОР до доходності казначейських векселів США(тривалість 3 місяці)



Джерело: Cbonds; ФРС

Проблеми ліквідності деяких банків привели до різкого підвищення процентних ставок, які змусили ФРС втрутитись і збільшити пропозицію ліквідності на ринку.

[3] Ці заходи включають випуск нових акцій, зниження дивідендів(або зворотного викупу акцій), продаж непрофільних активів, або як зазначалось раніше – зменшення нового кредитування, приводячи до "обмеження кредиту"

Ефект для реального сектору

Якщо ми беремо проблеми американського ринку нерухомості як відправну точку, можна побачити багато каналів передачі цієї кризи до реальної економіки. По-перше, є прямий негативний вплив спаду будівництва на економічне зростання, оскільки нове будівництво і капіталовкладення в цей сектор різко зменшилися. Це само по собі загальмувало сукупний випуск. Крім того, падіння цін на житло могло призвести до негативного впливу на багатство, оскільки житло – це важливий елемент багатства домогосподарств у США, і споживання вже почало реагувати на зміни в багатстві.

По-друге, описані вище проблеми платоспроможності у фінансовому секторі привели до посилення стандартів кредитування і помітно вищих ставок на корпоративні облігації. Це означало, що ресурсів для нових позик підприємствам стало менше ("обмеження кредиту"), що призвело до вищої вартості капіталу. Результат цього подорожчання капіталу – сповільнення інвестицій і споживання, тобто основних компонентів внутрішнього сукупного попиту.

Найбільш імовірний результат цих подій – рецесія в США в 2008 році. Хоча тривалість і масштаб рецесії все ще обговорюються, сам по собі економічний спад здається невідворотним. Однак ступінь майбутнього спаду залежить певною мірою від реакції макроекономічної політики. Зараз активно застосовуються як монетарна, так і податкова політика. ФРС за декілька етапів вже досить сильно знизила процентні ставки, а податкова політика є експансіоністською через недавно погоджене зниження податків. Тому тільки майбутнє скаже, чи економіка зреагує на ці стимули позитивно, і чи буде уникнуто глибокого і довгого спаду.

3 Вплив фінансової кризи на світову економіку

Криза, що виникла в США протягом другої половини 2007 року, швидко перейшла і на інші розвинені ринки, особливо в Західній Європі. Країни, що знаходяться в процесі становлення, на даному етапі безпосередньо зачеплені не були і пережили цю фінансову бурю - за деякими виключеннями - досить успішно. Відповідно, на наш погляд, механізм поширення фінансової кризи був концептуально різним для різних країн. В наступних підрозділах окремо розглянуто різні канали впливу кризи на розвинені країни і країни, що знаходяться в процесі становлення (включаючи Україну).

3.1 Вплив на розвинені ринки

На розвинених ринках (тобто переважно на ринках Західної Європи і до певною міри Японії) багато фінансових установ вкладали кошти напряму чи опосередковано в цінні папери, пов’язані з іпотечними цінними паперами, випущеними в США. Або ж їхня діяльність в США була пов'язана з такими інструментами.[4] Причиною інвестування в ці інструменти іноземними установами був пошук вищих доходів порівняно зі стандартними інструментами, доходність яких була дуже низькою.

Через такий прямий зв’язок з США вплив кризи на платоспроможність окремих установ і на ліквідність глобального фінансового сектора був досить подібний до американського. Хоча визначити абсолютні цифри впливу іпотечної кризи в США на платоспроможність фінансових установ досить важко, деякі висновки можна отримати з обсягів списань основними глобальними банками активів, пов’язаних з субстандартною іпотекою. Навіть при тому, що цей список далеко не повний (Форум фінансової стабільності оцінив потенційні збитки банків від кризи до 400 млрд. дол. США), радикальний вплив на фінансове становище банків можливо побачити в **Таблиці 1**:

[4] Останнє зауваження стосується наприклад глобальних інвестиційних банків, що активно структурували, проводили розміщення, продавали і торгували такими комплексними інструментами.

Таблиця 1

Списання субстандартних іпотечних активів у глобальній банківській системі[5] (станом на 31 січня 2008 року)

Банк	**Списані активи (млрд. дол. США)**
Merrill Lynch	22,4
Citigroup	19,9
UBS	16,4
Morgan Stanley	9,4
HSBC	7,5
Bank of America	5,7
Deutsche Bank	3,2
Wachovia	3,1
CIBC	2,8
Mizuho Financial	2,8
Всього втрати 10 банків з найбільшими втратами	**98,9**
Загальні втрати	**120,9**

Джерело: Wall Street Journal (wsj.com)

Як бачимо, головні європейські банки із суттєвими інвестиціями в США постраждали від кризи. До жертв кризи відносяться також менші, не такі відомі банки, які оголосили про великі (порівняно із своїм розміром) втрати. У Німеччині деякі банки (наприклад, IKB, деякі банки земель (Landesbanken[6]), такі як Sachsen LB) здивували оголошеннями про високі втрати через значні інвестиції в субстандартну іпотеку, що призвело до втручання регулятору і швидкої організації порятунку банків від банкрутства або поглинання їх іншими банками.

Проблеми платоспроможності супроводжувались значним погіршенням ліквідності грошових ринків. Недовіра банків один до одного через (невідому) платоспроможність контрагентів у зв'язку з їх інвестиціями в субстандартну іпотеку викликала небажання надавати міжбанківські кредити, створюючи проблеми з фінансуванням для деяких банків. Така схильність до ліквідності через збільшення чутливості до ризику призвела до різкого збільшення процентних ставок на грошовому ринку. У відповідь на це найбільші центральні банки по всьому світу були змушені забезпечити надзвичайно велику пропозицію ліквідності, щоб заспокоїти ринки і зменшити процентні ставки.

Розглянуті ефекти фінансової кризи поки що були обмежені фінансовим сектором, тобто вплинули тільки на фінансові установи, у яких були прямі або непрямі зв'язки з американським ринком. Однак подальший вплив на реальну економіки також не варто виключати. Такий вплив може проходити через два головних канали: через вищу вартість капіталу через обмеження кредитів, або принаймні скорочення операцій по кредитуванню, або через канали торгівлі, якщо економіка США увійде в рецесію, що на сьогодні очікується все більшою кількістю експертів.

Перший канал передачі, а саме подорожчання капіталу, вже працює, оскільки умови кредитування стають помітно жорсткішими. Це може привести до зниження інвестицій, чутливих до процентних ставок, зменшення споживання приватних агентів і сповільнення реальної ділової активності. Водночас, економічне зростання на розвинених ринках (за виключенням США) залишається досить здоровим і побоювання щодо рецесії у інших промислово розвинутих країнах поки що видаються необґрунтованими. Навпаки, фінансове становище підприємств реального сектору достатньо стійке, і певна переоцінка ризику на фінансових ринках вже давно назріла. Торгівельний канал впливу на реальний сектор потенційно набагато більш небезпечний, оскільки всі розвинуті економіки досить відкриті до торгівлі, і рецесія в США може знизити зовнішній попит і зашкодити

[5] Список включає лише банки, що опублікували фінансові звіти. Приватні інституції(такі як більшість хедж-фондів) не включені.

[6] Центральні банки для ощадних банків в певній федеральній землі ФРН

економічному зростанню через падіння експорту. Визначальний фактор зовнішнього попиту, а саме тривалість і глибина рецесія в США, залежить, зокрема, від правильної економічної політики. На сьогодні зберігається високий ступінь невизначеності щодо стану економіки США, і більше чітка картина стане зрозуміла в найближчому майбутньому, хоча на даному етапі переважають ризики гальмування економічного зростання.

3.2 Вплив на країни, що знаходяться в процесі становлення, включаючи Україну

Донедавна економіки країн, що знаходяться в процесі становлення, вважались імунними набагато більш захищеними від поточної фінансової кризи,[7] оскільки фінансові компанії цих країн переважно не вкладали кошти в американські цінні папери, пов'язані з іпотечними кредитами. Більш того, деякі суверенні інвестиційні фонди (фонди по інвестуванню коштів незалежних держав) по суті допомогли витримати першу хвилю кризи, забезпечивши проблемні банки в США необхідним капіталом. Фінансові групи розвинутих країн, у тому числі Merrill Lynch і Citigroup, одержали вливання капіталу в розмірі 69 млрд дол. США від країн, що розвиваються, за минулі десять місяців, за даними Morgan Stanley.[8]

Теорія роз'єднання (decoupling), тобто ідея, що країни, що знаходяться в процесі становлення, стали набагато менш залежні від зростання розвинутих країн внаслідок покращення фундаментальних основ економіки (консервативна фіскальна політика, високі міжнародні резерви, значний внутрішній попит, т.д.), була основною підставою для того, щоб зберігати досить оптимістичні прогнози світового економічного зростання.[9]

Дійсно, протягом другої половини 2007 року, коли фінансові ринки в розвинених країнах щосили намагалися перебороти кризу ліквідності (*див. підрозділ 3.1*), біржові індекси країн, що знаходяться в процесі становлення, продовжували зростати. Наприклад, індекс MSCI Emerging Markets[10], що характеризує стан ринку акції країн, що знаходяться в процесі становлення, збільшився на 20% між червнем і груднем 2007 року.

Однак на початку 2008 року криза поширилась і на ці країни. На початку січня Індекс MSCI Emerging Markets впав на 18% у порівнянні з попереднім максимумом, досягнутим наприкінці жовтня 2007 року, що поставило питання щодо достовірності теорії роз'єднання.

[7] "Decoupling 1: Emerging Asia. An independent streak". The Economist, January 26, 2008. – www.economist.com

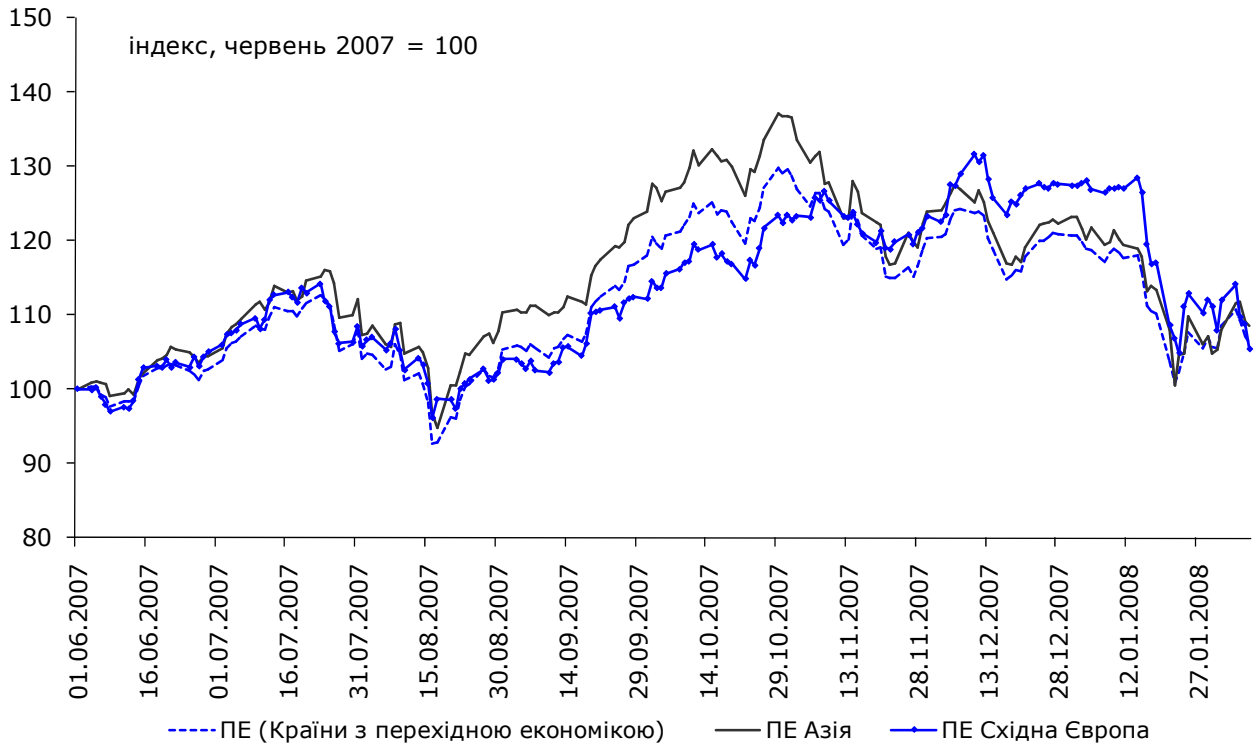
[8] "Asset-backed insecurity" The Economist, January 19, 2008. – www.economist.com

[9] Див, наприклад IMF (2007) World Economic Outlook October 2007. Globalization and Inequality. – www.imf.org

[10] Індекс країн, що знаходяться в процесі становлення, MSCI - це індекс, створений Morgan Stanley Capital International (MSCI), щоб оцінити поведінку акцій на риках країн, , що знаходяться в процесі становлення, по всьому світу. Цей індекс зважений на основі скоригованої на вільний оборот капіталізації. Станом на лютий 2008 р, він складався з індексів в 25 країнах, що знаходяться в процесі становлення: Аргентина, Бразилія, Чилі, Китай, Колумбія, Чехія, Єгипет, Угорщина, Індія, Індонезія, Ізраїль, Йорданія, Корея, Малайзія, Мексика, Марокко,Пакистан, Перу, Філіппіни, Польща, Росія, ПАР, Тайвань, Таїланд, і Туреччина.

Графік 2

Індекс MSCI Emerging Markets



Джерело: MSCI Inc.

Які канали передачі фінансової кризи в країни, що знаходяться в процесі становлення? Прямий вплив проблем на ринку субстандартних іпотечних кредитів був обмеженим, хоча акції китайських банків впали всередині січня через повідомлення, що вони будуть змушені зробити додаткове значне списання інвестицій в субстандартні американські цінні папери.[11] Однак існують інші канали впливу кризи.

Відтік іноземного капіталу з країн, що знаходяться в процесі становлення. Ліквідність і проблеми платоспроможності зазвичай приводять до відтоку іноземного капіталу від країн, що знаходяться в процесі становлення, оскільки інвестори закривають більш ризиковані позиції і вибирають безпечні і якісні інвестиції.

Поки що немає чітких доказів відтоку капіталу. З одного боку, після оптимізму 2007 року посилення очікувань рецесії в США змусило інвесторів починати виходити з інвестиційних фондів, що інвестують в країни, що знаходяться в процесі становлення. За даними Emerging Portfolio Fund Research, перший тиждень лютого був восьмим послідовним тижнем чистого відтоку коштів від фондів, що інвестують в азіатські акції (крім японських).[12] Крім того, інвестори почали залишати фондові ринки в Бразилії. З іншого боку, кошти продовжили надходити в Росію, країни Африки і Близького Сходу[13]. Крім того, індекс облігацій країн, що знаходяться в процесі становлення, JPMorgan (EMBI+) продовжував зростати, незважаючи на падіння ринків акцій.[14]

Зростання коливань на фондових ринках у країнах, що знаходяться в процесі становлення, супроводжувалось стійким припливом коштів на грошовий ринок і в фонди,

[11] "Decoupling 1: Emerging Asia. An independent streak". The Economist, January 26, 2008. – www.economist.com

[12] Nishanth Vasudevan "Bulls may have to bear more pain". Economic Times(India), 11 February 2008.

[13] "Investors Shift From Equities Into Cash, US Bonds – EPFR", Dow Jones International News, 4 February 2008.

[14] Thornton, P. (2008) "Emerging markets break the rules as government bonds' prices soar" The Business. February 9.

що спеціалізуються на американських облігаціях, підтверджуючи в такий спосіб зсув в структурі попиту в сторону безпечніших цінних паперів.

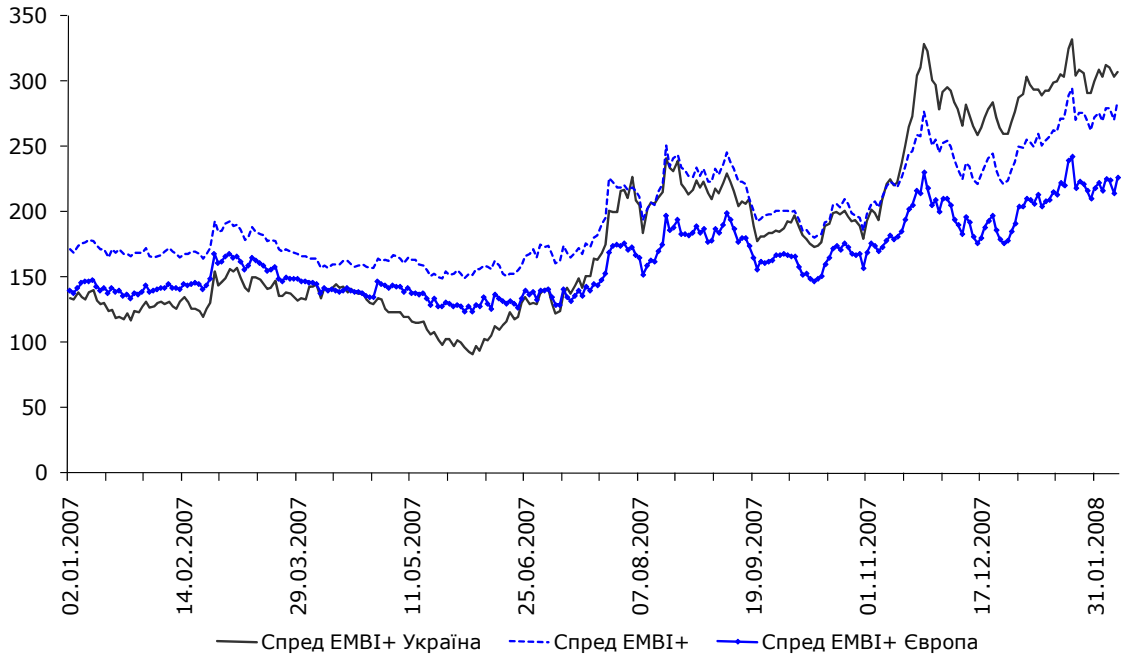
Таким чином, поки що відтік капіталу відбувався переважно через закриття ліквідних позицій на фондових ринках, однак широкомасштабний відтік капіталу з країн, що знаходяться в процесі становлення, не спостерігався.

Зменшений припливу і збільшення вартості капіталу в країнах, що знаходяться в процесі становлення. Збільшення чутливості інвесторів до ризику збільшує премії за ризик, що приводять до збільшення процентних ставок і зменшення обсягів зовнішніх запозичень для країн, що знаходяться в процесі становлення.

Дійсно, вартість ризиків значно збільшилася для країн, що знаходяться в процесі становлення, з листопада 2007року (**графік 3**). Однак суттєвих проблем з можливістю залучити потрібний капітал не було.

Графік 3

Збільшення вартості ризику в країнах, що знаходяться в процесі становлення (спред EMBI+)



Джерело: Cbonds

Загальне зниження зовнішніх запозичень може привести до істотних фінансових і економічних проблем. Вищі процентні ставки зменшують активність всіх економічних агентів, викликаючи сповільнення споживання й інвестиційної діяльності. Крім того, за фіксованого валютного курсу, відтік іноземного капіталу або зменшення припливу капіталу до рівня, не достатнього для покриття дефіциту рахунку поточних операцій, створює тиск в сторону знецінення (девальвації) валюти країни, що змушує проводити інтервенції центрального банку і спричиняє втрату міжнародних резервів. У найгіршому випадку може розвинутись повноцінна валютна криза.

Чутливість країн, що знаходяться в процесі становлення, до зменшення доступного кредиту у світі може бути різною для різних країн. Ступінь чутливості країни визначається рівнем залежності від зовнішнього фінансування банківської системи країни, бюджетів різного рівня та нефінансових корпорацій. Крім того, тривалість (короткострокова або довгострокова) і можливості для вилучення отриманого зовнішнього фінансування також є важливими. Більш того, важливими є макроекономічні показники, такі як дефіцит рахунку поточних операцій, дефіцит бюджету, зовнішній борг, рівень доларизації в економіці, режим валютного курсу, тощо.

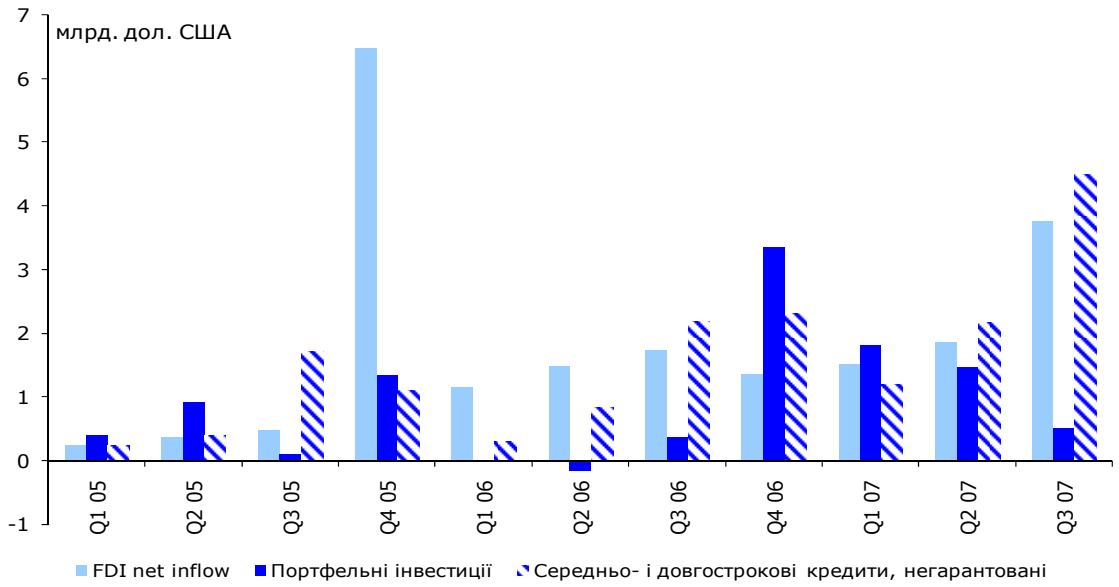
Крім того, якщо темпи зростання розвинених економік значно зменшаться, як це може відбутись в США і до меншого ступеня в країнах ЄС, криза може впливати через канали реальної економіки. Тут визначальними є відкритість економіки до міжнародної торгівлі і частка експорту до країн, уражених кризою.

Дотепер аналітики залишаються досить оптимістичними щодо здатності країн, що знаходяться в процесі становлення, протистояти світовому обмеженню кредиту, хоча прогноз темпів економічного зростання був знижений, і не варто виключати появу нових кризових явищ на світових фінансових ринках[15]. До цього часу Казахстан, здається, найбільше постраждав від зміни настрою іноземних інвесторів, оскільки казахська банківська система надмірно покладалась на іноземне фінансування. Інші країни, що знаходяться в процесі становлення, дотепер відчули лише збільшення коливань на фондових ринках, як було вказано вище. Проте, беручи до уваги зростання невизначеності і високу ймовірність рецесії в США, міжнародні експерти[16] переглянули убік зниження прогнози економічного росту в країнах, що знаходяться в процесі становлення, в 2008 році. Самий серйозний перегляд торкнувся країн Центральної і Східної Європи, для яких МВФ[17] знизив прогноз зростання реального ВВП на 0,6 процентних пункти до 4,6%.

Вплив міжнародної фінансової кризи на **Україну** поки що був досить незначним, незважаючи на істотне збільшення участі країни в міжнародних фінансових потоках[18]. За даними НБУ, у III кварталі 2007 р. - першому кварталі кризи - Україна одержала рекордно високий приплив іноземного капіталу, як у формі прямих іноземних інвестицій (ПІІ), так і за рахунок запозичень, хоча портфельні інвестиції зменшились. Згідно Монетарному огляду за 2007 рік, опублікованому НБУ, активне сальдо фінансового рахунку платіжного балансу за одинадцять місяців 2007 року становило 13,6 млрд. дол. США.

Графік 4

Чистий приплив іноземного капіталу



Джерело: НБУ

[15] Інформація отримана з публікацій і консультацій з представниками EIU, ЄБРР, UniCredit Group, UBS, and Raiffeisen Bank.

[16] IMF, UBS.

[17] World Economic outlook update, January 2008, IMF, http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/update /01/index.htm

[18] Див. консультативну роботу W9 "Зовнішні запозичення приватного сектору та зростання кредитів в Україні: Тенденції та рекомендації для економічної політики" Р. Джуччі, Р. Кірхнер та Ю. Полєтаєва (2007). - www.ier.kiev.ua.

Однією з можливих причин відносної ізольованості України від кризи може бути той факт, що багато зовнішніх позик банківського сектору було надано українським дочірнім компаніям іноземних банків, які хочуть розширити кредитування в Україні (Табл. 2). За даними НБУ, банки залучили 52% всіх чистих закордонних кредитів за перші дев'ять місяців року.

Таблиця 2

Частка іноземної власності у статутному капіталі банків України, % загального капіталу

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
13.3	12.5	13.7	11.3	9.6	19.5	27.6	35.0

Джерело: НБУ

Також у четвертому кварталі, незважаючи на збільшену премію за ризик (графік 3), зовнішні запозичення залишилися досить високими. Наприклад, Уряду вдалося провести розміщення єврооблігацій на суму 700 млн. дол. США.

Крім того, успішна покупка «Укрінбанку» ізраїльським банком і оголошений продаж «Правекс-банку» Banca Intesa на початку 2008 року показує усе ще високу зацікавленість у фінансовому ринку України.

Наприкінці 2007 року НБУ перейшов від чистої купівлі до чистого продажу іноземної валюти для підтримки курсу гривні; продажі іноземної валюти продовжились в 2008 році. Поки що така динаміка в першу чергу пояснюється збільшенням імпорту і сезонними факторами, що збільшують чистий попит на валюту на початку року. Але збільшення глобальної невизначеності і очікуване сповільнення економічного росту в розвинених країнах могли теж зробити свій вклад, являючи собою потенційні загрози для зростання української економіки в найближчому майбутньому.

4 Потенційні ризики для України в найближчому майбутньому

Міжнародна фінансова криза може вплинути як на фінансовий, так і на реальний сектори економіки України. Нижче ми розглядаємо поточну ситуацію і можливі ризики.

Банківська система

В 2007 році частка зобов'язань українських банків до інших банків (переважно іноземних) збільшились від 23% до 29%. В цілому, висока залежність банківської системи від іноземних запозичень для фінансування кредитної експансії може бути досить небезпечною. В умовах скорочення притоку іноземного капіталу банки будуть змушені зменшити швидкість розширення кредитування і збільшити процентні ставки.

В свою чергу, повільніша кредитна експансія (кредити домогосподарствам збільшились на 97,8% дпр в 2007 році) перешкодила б зростанню кінцевого споживання домашніх господарств, сповільнюючи темпи зростання реального ВВП, хоча й зменшуючи тиск попиту на ціни. В 2007 році чисті позики, отримані домогосподарствами протягом року, досягли приблизно 16,4% наявного доходу домашніх господарств, даючи підставу вважати, що кредитна експансія стала вирішальною для підтримки реального росту кінцевого споживання на рівні вищому ніж 15% дпр.

Крім того, рефінансування кредитів стане менш привабливим і менш доступними, у такий спосіб посилюючи проблему сумнівних кредитів і загрожуючи стабільності банківської системи. Для виробників більші витрати на обслуговування кредитів стали б також неприємними, хоча поки більшість підприємств покладається на свої власні кошти, щоб фінансувати інвестиції. Згідно Держкомстату, лише 14% капітальних інвестицій фінансуються через запозичення.

Водночас, зменшення притоку іноземного капіталу зробило б внутрішні депозити головним джерелом фінансування для банківської системи України. Таким чином, ставки по депозитам повинні були б збільшитись, надалі зменшуючи тиск попиту на споживчі ринки й у такий спосіб стримуючи інфляцію.

Поки в Україні немає ознак істотних проблем з фінансуванням кредитної експансії. За даними НБУ, об'єм виданих кредитів в січні 2008 р. збільшився на 2,2% (головним чином завдяки кредитам фізичним особам) порівняно зі скороченням на 0,1% за аналогічний період 2007 року. Невелике збільшення ставок по депозитах було в значній мірі викликане операціями монетарної політики і високими інфляційними очікуваннями, а не значно обмеженому зовнішньому фінансуванню.

Крім того, інтерв'ю з банкірами показали, що більшість материнських іноземних банків продовжать фінансування українських дочірніх компаній в цьому році, хоча приплив капіталу може трохи сповільнитись в порівнянні з попереднім роком.

Проте, залишається ризик того, що головні іноземні банки будуть нездатні забезпечити очікуване фінансування, якщо вони постраждають від фінансової кризою.

Фондовий ринок

Хоча український фондовий ринок переважно реагує на основні шоки світових фінансових ринків, його збільшена волатильність, здається, не поширюється на економіку країни в цілому. Це пояснюється відносно обмеженим числом компаній, які пройшли лістинг, і все ще невеликою кількістю інвесторів на фондового ринку.

Оскільки іноземні інвестори відіграють ключову роль на ринку, раптовий відтік іноземного капіталу може негативно впливати на ринок.

Інші активи

В Україні зараз спостерігається "бульбашка" цін на житло.[19] Проте зараз іноземний капітал не має істотної частки на цьому ринку[20.] Іноземний капітал сьогодні домінує на ринку комерційної нерухомості, і скоріше залишиться в Україні, оскільки активи досить неліквідні, а можливості для майбутніх прибутків залишаються високими через недостатню пропозицію на ринку.

Реальний сектор

Щоб судити, наскільки *реальний* сектор України відокремлений від наслідків міжнародної фінансової кризи та ймовірного сповільнення світового економічного зростання, необхідно вивчити основні макроекономічні показники країни. Ключові факти такі:

Економіка залежить від зовнішньої торгівлі, співвідношення експорту до ВВП становило 48% за дев'ять місяців 2007 року;

Географічно, торгівля є досить диверсифікованою, і товарний експорт у США складає тільки 2% загального експорту в 2007 році;

Проте товарна диверсифікованість експорту залишається обмеженою, приблизно 40% експорту – це чорні метали. Попит на залізо й сталь визначається, головним чином, країнами, що знаходяться в процесі становлення, хоча Україна продає значну частку продукцію металургії до ЄС. Зниження ціни та/або попиту на метали (наприклад, через уповільнення економічного зростання ЄС або зменшення попиту країн, що знаходяться в процесі становлення, через зменшення їх експорту в розвинені країни) може негативно вплинути на експорт України, як це трапилося в 2005 р.

Два роки поспіль Україна має дефіцит рахунку поточних операцій, що за оцінками досягне 3-4% ВВП в 2007 році. Майже 40%-не збільшення ціни на імпортний газ на початку 2008 року збільшить імпорт, і, таким чином, дефіцит торгівлі і дефіциту рахунку поточних операцій. Стійкість дефіциту залежить великою мірою від стабільного припливу довгострокового іноземного капіталу.

Станом на 1 січня 2008 р. міжнародні резерви досягли 4,7 місяця майбутнього імпорту, забезпечуючи значний захист від девальвації.

Внутрішній попит залишився сильним протягом минулих п'яти років, і був достатній, щоб балансувати від'ємний чистий експорт, якщо розглядати структуру реального ВВП.

---

[19] Більше деталей в консультативній роботі W4 "Ціни на житло в Україні: тенденції, аналіз та рекомендації для економічної політики" Р. Джуччі, Р. Кірхнер, І. Юзефович і Я. Сучок (2007) – ier.kiev.ua

[20] Інтерв'ю з операторами ринку

Високий інфляційний тиск у країні: в січні 2008 індекс споживчих цін збільшився на 19,4% дпр.

Дефіцит державного бюджету досягнув 1,7% ВВП в 2007 році. Більшість видатків державного бюджету є поточними.

Таким чином, якщо зовнішні умови значно погіршаться і відбудеться різке скорочення чистого іноземного припливу капіталу або відток капіталу, економіка стикнеться з ризиком збільшення девальваційного тиску на національну валюту і сповільнення зростання реального ВВП.

5 Рекомендації для України

Доцільно розрізняти два наслідки міжнародної фінансової кризи для економічної політики. По-перше, ми розглянемо можливу короткострокові зимни у макроекономічній політиці за умови серйозного впливу кризи на Україну. По-друге, з кризи можливо зробити важливі довгострокові висновки щодо регулювання фінансових ринків в Україні.

5.1 Макроекономічна політика

Як ми показали вище, поки що вплив міжнародної фінансової кризи на Україні був обмеженим. Отже, на сьогодні немає потреби в зміні макроекономічній політики. Але ситуація може змінитись, і Україна може відчути негативні наслідки кризи в найближчому майбутньому. Таким чином, необхідно визначити можливу реакцію політиків на такий сценарій розвитку подій. Ми розглянемо можливі дії у випадку помірного і значного негативного впливу.

Помірно негативний вплив (помірний сценарій)

Українська економіка зараз є перегрітою (тобто сукупний попит для товарів і послуг перевершує сукупну пропозицію), про що свідчить висока інфляція, яка досягла 19,4% дпр у січні 2008 року, і зростаючий дефіцит рахунку поточних операцій. Надмірне зростання сукупного попиту відбувається частково через великий приплив капіталу, який тягне за собою надлишкову пропозицію іноземної валюти на валютному ринку й змушує НБУ (в умовах існування фактичного режиму фіксованого обмінного курсу) виходити на ринок. Внаслідок чистої купівлі іноземної валюти НБУ збільшується грошова маса, що веде до зростання інфляційного тиску.[21]

Через міжнародну фінансову кризу приплив капіталу в Україну міг би сповільнитись або навіть дещо зменшитись (помірний сценарій).[22] У такому випадку надмірне зростання сукупного попиту зменшується, і це у свою чергу сприятиме сповільненню інфляції. Отже, урядовці не повинні хвилюватися про помірно негативні результати кризи. Навпаки, деякий невеликий "негативний" (тобто сповільнюючий) вплив повинен вітатися, оскільки він сприятиме розвитку економіки на більше стабільній основі.

Серйозний негативний вплив (жорсткий сценарій)

Імовірність серйозного негативного впливу міжнародної фінансової кризи на Україну, на нашу думку, на сьогодні не дуже висока. Але такий серйозний сценарій не може бути виключений, особливо якщо криза триватиме протягом довгого часу і якщо вона призведе до глобальної рецесії.

Стандартна макроекономічна реакція на серйозний негативний шок тягне за собою перехід до стимулюючої монетарної й податкової політики. За останні тижні ФРС зменшив процентні ставки, а Президент Дж. Буш просив Конгрес схвалити зниження податків, щоб підтримати приватне споживання домашніх господарств. Але у випадку України використання таких інструментів є сумнівним. Монетарна політика була дуже експансивною в минулому, і Україна зараз стикнулась з високою інфляцією. Тому потрібний перехід до обмежувальної політики, що поступово проводиться. Крім того,

[21] Опис перегрітої економіки частково через відповідні інтервенції НБУ не суперечить наявності коротких періодів, коли НБУ продає валюту, так як це відбувалось в грудні 2007 р. і в січні 2008 р.

[22] По суті, це вже може відбуватись. Проте, поки що даних на підтримку цієї точки зору недостатньо.

дієвість монетарної політики обмежена валютною політикою. Крім того, податкова політика є вже експансіоністською і простір для подальшого розширення обмежений.

Єдиний макроекономічний інструмент, що залишається, - обмінний курс. Але тут знову, сумнівно, що активна валютна політика відіграватиме значну роль у реакції на зовнішній шок. Загалом кажучи, девальвація може сприяти зменшенню негативних результатів шоку. Але в конкретному випадку України "примусова" девальвація матиме дуже негативні наслідки, особливо беручи до уваги високу стабільність курсу з 2000 року і доларизацію економіки. Отже ми рекомендуємо використати значні міжнародні резерви, що перевищують 30 млрд. дол. США, для підтримки гривні за виникнення такої потреби. Така підтримка повинна тривати, поки шок не розглядається як постійний (наприклад довгострокова зміна умов торгівлі через падіння цін на метали після глобальної рецесії), а завершення кризи очікується в достатньо близькому майбутньому.[23] Ця рекомендація не суперечить нашій головній пропозиції щодо переходу до гнучкішої валютної політики в Україні.[24] Примусову девальвацію в часи кризи не слід розглядати як рух до гнучкості обмінного курсу.

Підбиваючи підсумки, з огляду на поточну макроекономічну ситуацію в країні експансивна реакція на кризу лише посилить існуючу проблему високої інфляції та дефіциту рахунку поточних операцій платіжного балансу. Відповідно, ми бачимо небагато простору для активної реакції з боку фіскальної, монетарної або валютної політики на серйозний вплив від міжнародної фінансової кризи.

5.2 Структурна політика у фінансовій сфері

Міжнародна фінансова криза в черговий раз показала надзвичайну важливість проведення структурних реформ у фінансовому секторі України. На нашу думку необхідно винести два головних уроки щодо структурної політики у фінансовому секторі України: потреба подальшого розвитку внутрішніх ринків капіталу і потреба створенні стійкої системи іпотечного кредитування.

Подальший розвиток внутрішніх ринків довгострокового позичкового капіталу

Міжнародна фінансова криза показала (ще раз), що країни, що знаходяться в процесі становлення, не повинні занадто сильно покладатись на зовнішні запозичення, особливо на короткострокові. Доступ країн, що знаходяться в процесі становлення, до міжнародних фінансових ринків і умови такого фінансування можуть дуже швидко погіршитися, незалежно від економічної ситуації в країни. Щоб зменшити можливі зовнішні шоки, необхідно розвивати внутрішні ринки капіталу. У випадку України це ринки як облігацій, так і акцій. Щодо ринку облігацій уряд повинне випускати значну частину облігацій у національній валюті[25] і запровадити систему первинних дилерів.[26.]

Запровадження надійної системи іпотечного кредитування

Причини міжнародної фінансової кризи полягають, зокрема у нестачі відповідного регулювання і нагляду за іпотечним кредитуванням і його подальшим рефінансування в США. Оскільки іпотечне кредитування швидко зростає в Україні і скоріш за все буде зростати і далі, ми повинні винести деякі уроки з цих подій. По-перше, регулятор повинен переконатись, що іпотечні кредити видаються не таким чином, щоб стати "поганими кредитами" в майбутньому, оскільки це може дестабілізувати фінансовий сектор. Зокрема регулятор повинен перешкоджати стимулюванню банками "бульбашки» цін на житло. Щоб уникнути цього, оцінка житла для іпотечного кредитування повинна проводитись незалежними експертами, які не працюють на банк-кредитор. Поки що цього не відбулось в Україні. Крім того, рішення про надання кредиту повинне базуватись на довгостроковій вартості житла, а не на поточних ринкових цінах, як це робиться в Україні сьогодні,

[23] Ми давали аналогічні поради НБУ під час "валютної кризи" водночас з "Помаранчевою революцією" в грудні 2004 р. і в січні 2005 р.

[24] Більше деталей в консультативній роботі V10 "Валютна політика в Україні: Чому і як відпускати гривню" Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі і Віталій Кравчук

[25] Детальний аналіз в роботі V19 "Валютна структура державного боргу України: чому частка облігацій у гривнях повинна бути збільшена" Крістоф Требеш, Рікардо Джуччі та Віталій Кравчук

[26] Конкретні рекомендації в роботі W1 "Інститут первинних дилерів в Україні. Чому і як потрібно його запроваджувати" Крістоф Требеш, Рікардо Джуччі, Віталій Кравчук

оскільки ціни на ринку можуть бути завищеними і нетривалими. Надання кредитів на основі довгострокової вартості, як це робиться в Німеччині, виправдало себе протягом багатьох десятиліть. По-друге, рефінансування іпотечних кредитів на ринках повинно проводитись простим і прозорим способом. Конкретніше, інструменти, випущені банками, щоб рефінансувати іпотечні кредити, повинні бути простими й стандартизованими. Учасники ринку повинні без великих зусиль розуміти ризики, закладені в іпотечних цінних паперах. На нашу думку, німецькі/континентальні іпотечні облігації ("Pfandbriefe") відповідають таким вимогам і повинні, таким чином, стати стандартним інструментом рефінансування іпотечних позичок в Україні в найближчому майбутньому.[27]

Автори:Рікардо Джуччі/Роберт Кірхнер/Вероніка Мовчан/Віталій Кравчук

Рецензент: Ігор Бураковський

Берлін/Київ лютий 2008 р.

[27] Див. консультативну роботу ТЗ "Іпотечне фінансування в Україні: три стратегічних питання та відповіді" Джуччі, Єрьоменко