

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ КИЇВСЬКИЙ
НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА**

Факультет міжнародної економіки і менеджменту

Кафедра міжнародної економіки

ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА

«МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА»

ГАЛУЗЬ ЗНАНЬ

05 Соціальні та поведінкові науки

СПЕЦІАЛЬНІСТЬ

051 «Економіка»

Форма навчання: очна (денна)

КВАЛІФІКАЦІЙНА БАКАЛАВРСЬКА РОБОТА

на тему:

«Світові фінансові кризи та їх макроекономічні наслідки»

здобувача Мирошніченка Михайла Олеговича

(підпис)

Науковий керівник: к.е.н., доцент Лихолет С.І.

(підпис)

**Робота допущена до захисту перед екзаменаційною комісією з
атестації здобувачів вищої освіти (ЕК)**

Завідувач кафедри: д.е.н., професор Столярчук Я.М.

(підпис)

Київ 2025

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВИНИКНЕННЯ СВІТОВИХ ФІНАНСОВИХ КРИЗ ТА ЇХ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ НАСЛІДКІВ	6
1.1. Сутність та основні характеристики світових фінансових криз	6
1.2. Класифікація та ключові чинники виникнення світових фінансових криз	9
1.3. Макроекономічні наслідки світових фінансових криз і підходи до їх оцінювання	15
РОЗДІЛ 2. КОМПЛЕКСНА АНАЛІТИЧНА ОЦІНКА МАКРОЕКОНОМІЧНИХ НАСЛІДКІВ КЛЮЧОВИХ СВІТОВИХ ФІНАНСОВИХ КРИЗ	18
2.1. Велика депресія 1929–1933 рр. у контексті глибокого структурного спаду та мультиплікативних ефектів	18
2.2. Азійська фінансова криза 1997–1998 рр. з огляду на валютну дестабілізацію та зовнішньоекономічні вразливості	30
2.3. Криза доткомів 2000–2001 рр. як результат переоцінки активів на етапі технологічного буму	45
2.4. Глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. у вимірі системних ризиків і регуляторної недосконалості	68
2.5. Пандемічна криза 2020–2021 рр. в умовах асиметричного шоку та масштабного державного стимулювання	
ВИСНОВКИ	84
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	87
ДОДАТКИ	92

ВСТУП

Актуальність теми. Фінансові кризи є невід’ємним супутником розвитку світової економіки. Вони мають руйнівний вплив на соціально-економічну стабільність держав, ведуть до зростання безробіття, падіння валового внутрішнього продукту (ВВП), банкрутства підприємств, знецінення національних валют і втрати довіри до фінансових інституцій. Починаючи з Великої депресії 1929–1933 років і закінчуючи пандемією COVID-19, світ неодноразово переживав масштабні потрясіння, які змінювали глобальні економічні структури, політику держав і міжнародні фінансові взаємини.

Актуальність обраної теми обумовлюється зростаючою частотою і непередбачуваністю фінансових криз, а також їх тісним зв’язком з глобалізаційними процесами. Сучасна економіка характеризується високою інтеграцією фінансових ринків, що сприяє швидкому поширенню шоків між країнами та регіонами. Це вимагає глибшого осмислення механізмів виникнення криз, аналізу їх наслідків і формування ефективних запобіжних заходів.

У зв’язку з цим, дослідження макроекономічних наслідків світових фінансових криз і розробка рекомендацій щодо їх попередження мають надзвичайно важливе значення для наукової спільноти, урядів країн, центральних банків, а також міжнародних фінансових інституцій. Саме ця проблематика обрана предметом даної кваліфікаційної бакалаврської роботи.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Тема фінансових криз привертає постійну увагу як вітчизняних, так і зарубіжних науковців. Серед фундаментальних досліджень варто відзначити праці Кеннета Рогоффа та Кармен Райнхарт, які у книзі «Цього разу все буде інакше» здійснили історичний аналіз фінансових криз за останні 800 років. Пол Кругман, лауреат Нобелівської премії, висвітлював валютні кризи та роль спекулятивних очікувань, тоді як Нуріель Рубіні акцентував увагу на зв’язку між борговими дисбалансами та системними ризиками.

Серед українських дослідників помітний внесок зробили І. Михайлов, О. Барановський, С. Юрій, які вивчали вплив глобальних криз на економіку України та ринки, що розвиваються. Також значну увагу приділено методам прогнозування криз (В. Геєць, О. Беляєв) і ролі центральних банків у реагуванні на кризові виклики.

Разом з тим, у зв'язку з новими формами криз — зокрема, глобальною кризою, викликаною пандемією — виникає потреба в оновленні аналітичної бази, переосмисленні причин та форм реагування, що й зумовлює наукову новизну даного дослідження.

Мета кваліфікаційної бакалаврської роботи — узагальнення теоретичних і практичних підходів до аналізу світових фінансових криз, виявлення основних механізмів їх розвитку та оцінка їхнього впливу на макроекономічну динаміку держав з метою розробки рекомендацій щодо підвищення стійкості національних економік до кризових явищ.

Відповідно поставленої мети кваліфікаційної бакалаврської роботи сформульовані наступні **завдання**:

- охарактеризувати сутність світових фінансових криз та визначити їх ключові ознаки;
- дослідити класифікаційні підходи до фінансових криз та систематизувати основні чинники їх виникнення у глобальній економіці;
- проаналізувати макроекономічні наслідки фінансових криз і виявити підходи до їх кількісної та якісної оцінки;
- здійснити комплексну аналітичну оцінку макроекономічних наслідків Великої депресії 1929–1933 рр. як прикладу структурної кризи;
- проаналізувати особливості розвитку та наслідки азійської фінансової кризи 1997–1998 рр. з огляду на валютну нестабільність і зовнішньоекономічні ризики;
- оцінити причини й наслідки кризи доткомів 2000–2001 рр. як результату переоцінки технологічних активів;

- дослідити глобальну фінансову кризу 2008–2009 рр. через призму системних ризиків та інституційної відповідальності;
- вивчити пандемічну кризу 2020–2021 рр. в контексті зовнішнього шоку та державного стимулювання економіки;
- узагальнити уроки та практичні висновки щодо підвищення стійкості національних економік до фінансових криз.

Об’єктом дослідження є світові фінансові кризи як складне явище сучасної глобальної економіки.

Предметом дослідження є теоретичні та практичні положення щодо механізмів розвитку світових фінансових криз і їхнього впливу на макроекономічну динаміку держав.

Методи дослідження. У роботі використовуються загальнонаукові методи: аналіз і синтез, індукція і дедукція, узагальнення, системний підхід. Також застосовуються спеціальні економічні методи: порівняльний аналіз, статистичний аналіз, метод історичних аналогій, контент-аналіз аналітичних джерел, графічна інтерпретація динаміки макроекономічних показників.

Теоретична, методична та практична значущість отриманих результатів. Теоретична значущість полягає у систематизації знань про фінансові кризи та їх макроекономічні наслідки. Методична — у визначенні підходів до оцінки ефективності антикризових заходів. Практична значущість — у можливості використання результатів дослідження для розробки стратегій попередження криз і підвищення економічної безпеки держав.

Інформаційна база дослідження. У процесі написання дипломної роботи були використані: наукові публікації провідних економістів; звіти та бази даних МВФ, Світового банку, ОЕСР; офіційна статистика урядів і центробанків; аналітичні доповіді міжнародних економічних форумів; публікації в рецензованих журналах і наукові статті.

Структура роботи. Кваліфікаційна робота складається зі вступу, двох основних розділів, що включають в себе підрозділи, висновків, списку використаних джерел і додатків.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВИНИКНЕННЯ СВІТОВИХ ФІНАНСОВИХ КРИЗ ТА ЇХ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ НАСЛІДКІВ

1.1. Сутність та основні характеристики світових фінансових криз

У науковій літературі поняття «фінансова криза» має різні трактування, що відображає багатовимірність цього феномена. Загалом фінансовою кризою називають різке порушення рівноваги у фінансовій системі, яке проявляється у стрімкому погіршенні стану фінансових ринків та інституцій. Так, український економіст О. І. Барановський у статті «Сутність і різновиди фінансових криз» (журнал «Фінанси України», 2009) визначає фінансову кризу як різке погіршення стану фінансового ринку, спричинене реалізацією накопичених внутрішніх і зовнішніх ризиків, що порушує нормальне функціонування фінансової системи та призводить до падіння цін фінансових активів, погіршення ліквідності й якості фінансових інструментів, банкрутства фінансових установ [1]. Іншими словами, фінансова криза – це стан, за якого фінансовий сектор перестає ефективно виконувати свої ключові функції (посередництво, забезпечення ліквідності, трансформація заощаджень в інвестиції тощо), що негативно відбивається на реальній економіці.

Варто зауважити, що поняття «фінансова криза» тісно пов'язане із ширшим поняттям економічної кризи, але не тотожне йому. Фінансова криза може бути складовою економічної кризи або її пусковим механізмом. Наприклад, банківська паніка чи обвал фондового ринку можуть спровокувати загальноекономічну рецесію. Водночас економічний спад (рецесія) може відбуватися і без очевидної фінансової кризи, якщо зниження виробництва не супроводжується колапсом фінансових ринків. Таким чином, фінансову кризу можна розглядати як особливий випадок економічної кризи, пов'язаний із дестабілізацією грошово-кредитної та фінансової системи.

Сутність фінансової кризи полягає в раптовій зміні умов функціонування фінансової системи – від відносної рівноваги до різкого дисбалансу. Як зазначає український академік А. С. Гальчинський у праці «Криза і цикли світового розвитку» (2009), поняття «криза» є багатограним і еволюціонує разом із розвитком економічної системи, відображаючи різні аспекти порушення її нормального функціонування. Іншими словами, не існує єдиного універсального визначення фінансової кризи – різні економічні школи акцентують різні грані цього явища [2]. Зокрема, представники кейнсіанської традиції акцентують роль недостатнього попиту та шоку довіри, монетаристи – прорахунки грошово-кредитної політики, інституціоналісти – недоліки регуляторних механізмів та фінансової інфраструктури тощо.

Незважаючи на різноманітність підходів, дослідники погоджуються щодо ключових ознак, за якими можна діагностувати фінансову кризу. Існує низка характерних ознак фінансових криз. Однією з характерних ознак фінансової кризи є раптовий обвал цін на фінансові активи. Як правило, криза супроводжується різким падінням курсів акцій, облігацій та інших цінних паперів на біржах. Передвісником кризи часто стає стрімке зниження фондових індексів та масовий розпродаж активів інвесторами під впливом панічних настроїв.

Іншою характерною ознакою є неспроможність фінансових установ виконувати свої зобов'язання. В період кризи різко зростає кількість проблемних (неплатоспроможних) банків і небанківських фінансових інститутів. Виникають труднощі з ліквідністю: банки відчують брак коштів для видачі депозитів та кредитування, нерідко запроваджуються обмеження на зняття вкладів. Масові банкрутства фінансових установ – крайній прояв цієї ознаки. Також типовим симптомом є кредитний дефіцит і «заморожування» ринків капіталу. Фінансова криза зазвичай супроводжується «кредитним стисненням» (credit crunch) – різким скороченням обсягів кредитування економіки. Фінансові установи, побоюючись неплатежів, посилюють вимоги до позичальників або взагалі припиняють видачу нових позик. В результаті бізнес і домогосподарства стикаються з дефіцитом кредитних ресурсів, що гальмує інвестиції та споживання.

Крім того, для фінансових криз характерна різка девальвація національної валюти та інфляційні стрибки. У відкритій економіці ознакою кризи може бути стрімке знецінення національної валюти на валютному ринку. Одночасно часто спостерігається прискорення інфляції внаслідок падіння довіри до грошей та подорожчання імпортованих товарів.

Перераховані ознаки проявляються системно: фінансова криза охоплює фінансові ринки, банківський сектор, валютний ринок, а через них – і реальний сектор економіки. Як підкреслюють фахівці Міжнародного валютного фонду, фінансові кризи є комплексним явищем, що тісно переплітається з економічними циклами та іншими видами кризових явищ. Зокрема, у збірнику МВФ відзначається, що фінансова криза часто стає каталізатором глибокої економічної рецесії, оскільки проблеми у фінансовому секторі швидко передаються реальній економіці [3].

В історії економічної думки питання сутності фінансових криз досліджували як зарубіжні, так і вітчизняні науковці. Класичну роботу, присвячену природі фінансових потрясінь, представив Ч. Кіндлебергер у книзі «Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises». Він наголошував на циклічності фінансових бумів і крахів, зумовлених психологічними факторами та “ірраціональним оптимізмом” інвесторів [4]. Інший відомий дослідник, Г. Мінські, у своїх працях ввів поняття “момент Мінські” – момент раптового обвалу ринку після довгого періоду наростання спекулятивних боргів і ризикових інвестицій. Ці роботи заклали підґрунтя розуміння того, що фінансова система має внутрішньо притаманні їй дестабілізуючі сили [5].

Українські економісти також зробили вагомий внесок у теорію фінансових криз. Ще на початку ХХ століття М. І. Туган-Барановський досліджував циклічність кризових явищ, пов’язуючи коливання економіки з фазами інвестиційного циклу і рухом капіталу [6]. В сучасний період проблематику фінансових криз розробляли, зокрема, С. І. Юрій, О. І. Барановський, І. Михайлов та інші українські науковці. Їхні роботи акцентують як на загальнотеоретичних аспектах (визначення, класифікація криз, взаємозв’язок з глобалізацією), так і на

аналізі впливу світових фінансових криз на економіку України. Таким чином, формування чіткого понятійного апарату та виявлення характерних ознак фінансових криз є необхідною передумовою для подальшого дослідження їх причин та наслідків.

1.2. Класифікація та ключові чинники виникнення світових фінансових криз

Фінансові кризи можуть проявлятися в різних формах, тому в економічній літературі запропоновано декілька підходів до їх класифікації. Найбільш поширеною є типологія за характером кризи та сегментом фінансової системи, що зазнає найбільших потрясінь. Згідно з таким підходом виділяють три основних види фінансових криз: банківські, валютні (курсіві) та боргові.

Банківські кризи виникають, коли банківська система стає неплатоспроможною. Це відбувається, якщо значна частина банків не може виконувати свої зобов'язання перед вкладниками та кредиторами, що зазвичай проявляється масовими банківськими паніками (одночасним вилученням депозитів великою кількістю клієнтів). Прикладами банківської кризи є банківський колапс у США часів Великої депресії 1930-х років або криза ощадних установ (Savings and Loan crisis) у США 1980-х років. Наслідком банківської кризи є різке скорочення обсягів кредитування і втрата довіри до фінансових установ; для стабілізації часто потрібне втручання держави (гарантування вкладів, рекапіталізація банків).

Валютні (курсіві) кризи полягають у різкій девальвації національної валюти або краху фіксованого валютного курсу. Валютна криза зазвичай супроводжується стрімким відтоком капіталу з країни і виснаженням золотовалютних резервів центрального банку, що намагається підтримувати курс. Класичними прикладами є мексиканська валютна криза 1994 року або кризи валют країн Південно-Східної Азії 1997 року. Валютні кризи часто спричинені незбалансованістю платіжного балансу, надмірним зовнішнім боргом чи фіксацією валютного курсу на нереалістичному рівні, що зрештою стає нестерпним для економіки.

Боргові кризи мають місце тоді, коли уряди держав (або значна частка корпорацій) не можуть обслуговувати свої боргові зобов'язання, тобто здійснювати виплати за позиками. Суверенний дефолт – крайній випадок боргової кризи. До цього типу належить, зокрема, криза державного боргу країн Латинської Америки на початку 1980-х років або боргова криза в Греції та інших країнах Єврозони у 2010-х роках. Боргова криза зазвичай пов'язана з неконтрольованим нарощуванням запозичень, хронічними бюджетними дефіцитами та неспроможністю уряду своєчасно проводити заходи фінансової стабілізації.

Окремо слід зазначити поняття “системної фінансової кризи”, під яким розуміють ситуацію, коли криза охоплює одночасно всі або більшість сегментів фінансової системи – банківський, валютний, фондовий ринки – і набуває масштабів, що загрожують колапсом усієї економіки. Як правило, системні кризи є результатом накладання кількох типів криз (так звані «подвійні» або «потрійні» кризи). Наприклад, Азійська криза 1997–1998 рр. в багатьох країнах поєднувала валютну і банківську кризу: різка девальвація місцевих валют супроводжувалась масовою неплатоспроможністю банків. Світова фінансова криза 2008–2009 рр. також була системною, адже включала елементи банківської кризи (банкрутство ключових фінансових інституцій, як-от Lehman Brothers), боргової кризи (дефолти корпорацій, проблеми із заставними паперами) та біржового краху (обвал ринків акцій по всьому світу).

Класифікація фінансових криз тісно пов'язана з аналізом причин їх виникнення. Різні типи криз можуть мати відмінні першопричини: наприклад, тригером валютної кризи часто стають хронічні проблеми платіжного балансу, тоді як причиною банківської кризи може бути масове невиконання боржниками своїх зобов'язань (хвиля дефолтів по кредитах). Водночас на глибинному рівні фінансовим кризам різних типів притаманний ряд спільних причинних факторів.

Однією з базових причин фінансових криз є надмірні фінансові дисбаланси та виникнення «бульбашок» на ринках активів. Періоди тривалого економічного піднесення нерідко супроводжуються накопиченням дисбалансів: бумом на ринку нерухомості чи акцій, швидким зростанням боргового навантаження у приватному

секторі, перегрівом кредитування. Такий бум підживлюється надмірно оптимістичними очікуваннями інвесторів щодо майбутніх прибутків. Наприклад, напередодні кризи доткомів 2000 р. спостерігалось «перегрівання» ринку технологічних акцій, а перед світовою кризою 2008 р. – бульбашка на ринку нерухомості в США та ряді інших країн. Коли «бульбашка» лопається (ціни активів різко падають до реалістичного рівня), це запускає ланцюгову реакцію банкрутств і боргових проблем, тобто фінансову кризу.

Помилки та проциклічність державної економічної політики також можуть стати тригером кризи. Занадто м'яка монетарна політика (надто низькі процентні ставки) здатна стимулювати перегрітий бум кредитування і сприяти утворенню фінансових бульбашок – на це вказують, зокрема, експерти ОЕСР та МВФ, аналізуючи причини глобальної кризи 2007–2009 рр [7], [8]. З іншого боку, різке посилення грошово-кредитної політики або передчасне згортання антикризових заходів може поглибити кризові явища. У фіскальній сфері хронічні дефіцити бюджету та зростання державного боргу створюють підґрунтя для боргових криз, якщо уряд не впроваджує вчасно заходів бюджетної консолідації.

Важливу роль відіграють також недоліки фінансового регулювання та нагляду. Відсутність ефективного контролю за фінансовим сектором дозволяє накопичуватися надмірним ризикам. Наприклад, перед глобальною фінансовою кризою 2008 р. регулятори в США та Європі недооцінили ризики, пов'язані з похідними цінними паперами і складними сек'юритизованими продуктами (деривативами, структурованими облігаціями тощо). Комерційні банки та інвестиційні фонди брали на себе надмірні ризики, використовуючи високе плече (leverage) заради підвищення прибутковості, що залишалося поза належним контролем наглядових органів. Тільки після вибуху кризи 2008 р. стали очевидними реальні масштаби «токсичних» активів і слабкість регуляторних механізмів, що спонукало до перегляду міжнародних стандартів фінансового регулювання (запровадження вимог Базель III тощо). Як влучно зауважив Генеральний секретар ОЕСР А. Гурріа, глобальна криза вибухнула внаслідок «ненаситної жаги до короткострокового прибутку» у фінансовому секторі на тлі

поблажливого державного нагляду та ігнорування елементарних норм фінансової етики.

Не менш значущим чинником є фактор глобалізації та «ефект зараження» на фінансових ринках. У сучасній світовій економіці фінансові ринки різних країн тісно пов'язані між собою потоками капіталу, торгівлею та інвестиціями. Це означає, що криза, яка почалася в одній країні, може швидко поширитися на інші – явище, відоме як фінансова контагія (зараження). У глобальному контексті фінансові кризи часто виникають не ізольовано, а поширюються хвилями через цілий ряд країн. Так, після дефолту Росії в 1998 році панічні настрої перекинулися на фінансові ринки інших країн, що розвиваються; а іпотечна криза в США 2007–2008 рр. вже за кілька місяців трансформувалася у світову банківську кризу. Як підкреслює український економіст А. А. Чухно у статті «Сучасні фінансово-економічні кризи: природа, шляхи і методи подолання» (2010), глобалізація підвищує вразливість фінансової системи: зростаюча інтеграція ринків капіталу має й зворотний бік – збільшення ризику одночасного обвалу в багатьох країнах[9]. Цей «парадокс глобалізації» полягає в тому, що економічна відкритість, з одного боку, стимулює зростання, а з іншого – робить національні економіки більш чутливими до зовнішніх шоків і фінансових «епідемій». Отже, в глобальному масштабі причини криз часто переплетені: внутрішні дисбаланси окремих країн накладаються на коливання світових фінансових ринків, що разом призводить до формування чергового кризового піку.

Вищезазначені причини зазвичай діють комплексно. Жодна фінансова криза не пояснюється виключно одним чинником – як правило, має місце поєднання макроекономічних дисбалансів, помилок політики та зовнішніх впливів. Так, для глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. дослідники МВФ вказують цілу сукупність причин: тривала надлишкова ліквідність на світових ринках, породжена м'якою монетарною політикою провідних центральних банків; надмірний оптимізм інвесторів і недооцінка ризиків; складні похідні фінансові інструменти, які приховували масштаби проблем; неефективний нагляд; а також відсутність

координації економічної політики між країнами, що призвело до глобальних дисбалансів (великих профіцитів одних країн і дефіцитів – інших)[10].

Таблиця 1.1- Класифікація економічних криз за м. Бунятяном

Фінансова криза	Визначення та характеристика
Криза зовнішньої заборгованості (боргова криза)	Становище, коли якась країна або група країн не може виконувати свої міжнародні зобов'язання, погасити наданий кредит і сплатити відсотки. З іншого боку – це тип історично повторюваної фінансової кризи, за якої суверенні держави або компанії приватного сектора не можуть обслуговувати запозичення від іноземних кредиторів.
Бюджетна криза	Передбачає дефіцит державного бюджету, неефективне оподаткування, зростання державного боргу, у крайніх випадках — дефолт.
Криза грошового обігу	Пов'язана з порушенням грошових розрахунків, нестачею готівки, розвитком грошових сурогатів, зростанням цін.
Грошово-кредитна криза	1. Загострення суперечностей у грошово-кредитній сфері внаслідок циклічних криз в економіці, докорінної перебудови грошово-кредитних відносин, нераціональної грошової політики держави, війн та інших факторів. 2. Порушення грошового обігу внаслідок інфляційних процесів. Проявляється у різкому скороченні комерційної і банківської кредитів, масовому вилученні вкладів, краху банків, погоні за готівковими грошима і золотом, падінні курсів акцій і облігацій.
Біржова (фондова) криза	Один з проявів грошово-кредитної кризи, характеризується різким падінням курсів цінних паперів, значним скороченням їх емісії, зменшенням операцій фондового ринку, банкрутством фірм з торгівлі з цінними паперами. Причини: 1. економічні кризи / кризи неплатежів 2. надзвичайні політичні події 3. біржові спекуляції 4. найглибша біржова криза – 1923–1933 рр
Банківська криза	Характеризується банкрутством банків або втратою банками значної частини депозитів; визначається як «дійсні або потенційні набіги» на банки або неспроможності, які схиляють банки до припинення внутрішньої конвертованості своїх зобов'язань або, які примушують монетарну владу втрутитися, щоб запобігти цьому шляхом розширення допомоги в широких масштабах.
Валютна криза	Криза, що спричинена атакою ринкових сил на мінову вартість валюти; різке зменшення вартості довіри до валюти, яке звичайно призводить до спекулятивної атаки до неї.
Криза платіжного балансу	Криза, під час якої від'ємне сальдо поточного рахунку перевищує надходження фінансових активів з операцій рахунку капіталу платіжного балансу.

Таким чином, класифікуючи фінансові кризи за видами, ми отримуємо краще розуміння специфіки проявів кожного типу, а аналіз причин криз у глобальному середовищі дозволяє виявити глибинні закономірності їх виникнення.

Це створює підґрунтя для розгляду того, які наслідки спричиняють фінансові кризи та як їх можна оцінити на макроекономічному рівні, що стане предметом наступного підрозділу.

Таблиця 1.2- Класифікація фінансових криз

Класифікаційні ознаки	Різновиди
Ступінь поширення	Глобальні, міжнародні, світові, регіональні, національні, місцеві, галузеві
Країни	В розвинених країнах, країнах, що розвиваються, країнах з перехідною економікою
Сценарій	Імпортовані («фінансові інфекції») викликані спекулятивними атаками, ефектом «доміно», спричиненні падінням експортних цін, обумовлені політичними ризиками
Сегментація	Грошові, банківські, кредитні, валютні, фондові, ліквідності, бюджетні, платіжні, інфляційні, інвестиційні, боргові, кризи довіри
Строковість	Коротко-, середньо-, довгострокові
Перебіг	Швидкоплинні, затяжні
Інтенсивність впливу	Уповільнені, інтенсивні, реактивні
Повторюваність	Разові, перманентні
Кумулятивність	Одиночні, подвійні
Зумовленість	Мікроекономічні, макроекономічні, ендегенні, екзогенні
Ступінь охоплення фінансових інститутів	Локальні, системні
Стан	Наявні, потенційні, очікувані, неочікувані, непередбачувані, передбачувані
Форма прояву	Внутрішні, зовнішні
Одночасність проходження	Одиничні, «кризи-близнюки»
Первинність	Перші, чергові (повторювані)
Реальність	Дійсні, уявні
Можливість виявлення	Явні, латентні
Характер	Циклічні, структурні, модифіковані, комбіновані, перехідні

Етапи	Кризи, що зароджуються; кризи, що насуваються; кризи, що розвиваються; загасаючі
Імовірність	Малоймовірні, високо ймовірні
Можливість діагностування і прогнозування	Діагностовано, недіагностовані, прогнозовані, не прогнозовані
Масштаб	Повномасштабні, обмежені
Ступінь розвитку	Гострі, глибокі
Переборність	Переборні, непереборні
Наслідки	Руйнівні, гальмуючі розвиток
Ідентичність	Унікальні, аналогові
Універсальність	Спеціалізовані (банківська криза, валютна криза), універсальні
Стадія	Минулі (попередні), сучасні (поточні), наступні (майбутні)
Можливість трансформації	Трансформаційні, не трансформаційні

1.3. Макроекономічні наслідки світових фінансових криз і підходи до їх оцінювання

Фінансові кризи, особливо якщо вони набувають системного характеру, спричиняють значні макроекономічні потрясіння. Після прояву кризи фінансового сектору неминуче настає вплив на реальний сектор економіки, державні фінанси, соціальну сферу. Макроекономічні наслідки фінансових криз можна простежити за декількома основними напрямками.

По-перше, кризи провокують глибокі та тривалі спади економічної активності. ВВП країн, охоплених кризою, суттєво скорочується. За статистикою МВФ, рецесії, що супроводжуються фінансовими кризами, є набагато глибшими та довшими, ніж звичайні циклічні спади[11]. Зокрема, світова економічна криза 2008–2009 років призвела до того, що глобальний ВВП у 2009 р. знизився вперше за повоєнний період (за оцінками Світового банку, спад становив близько 1,7%), а відновлення було повільним і нерівномірним. Дослідження, проведені МВФ, показують, що після фінансових криз економіка часто не повертається до

попередньої тенденції зростання: навіть коли відновлюється позитивне зростання, рівень ВВП залишається нижчим, ніж міг би бути без кризи (так званий ефект “втраченої декади”)[12]. Класичний приклад – “Велика депресія” 1930-х років, коли економічний спад у США тривав кілька років, а повернення до докризового рівня виробництва зайняло майже десятиліття.

По-друге, фінансові кризи призводять до зростання безробіття та соціальних втрат. Падіння виробництва та скорочення інвестицій неминує відбиваються на ринку праці: підприємства масово звільняють працівників або згортають найм нових. Рівень безробіття в період криз різко підвищується. Наприклад, під час глобальної кризи 2008–2009 рр. рівень безробіття в США зріс удвічі (з ~5% до 10%), аналогічні тенденції спостерігались у багатьох країнах Європи [13], [14]. Високе безробіття зберігається, як правило, довше, ніж триває спад виробництва, оскільки навіть після початку економічного відновлення ринок праці реагує із запізненням. Соціальні наслідки криз включають також зниження доходів населення, зростання рівня бідності, погіршення умов життя найбільш вразливих верств. Економіст Я. А. Жаліло у дослідженні «Економічна криза в Україні: масштаби, ризики, перспективи» (2010) зазначає, що фінансово-економічна криза швидко трансформується у соціальну кризу, якщо держава не вживає адекватних заходів для підтримки зайнятості та захисту населення від шоків [15].

По-третє, кризи підривають стабільність державних фінансів. У період кризи різко знижуються надходження до бюджету (через падіння ділової активності, скорочення прибутків підприємств, зменшення імпорту тощо), тоді як видатки бюджету зростають (на виплати допомоги з безробіття, антикризові заходи, підтримку банків). Це веде до швидкого збільшення бюджетного дефіциту. Державний борг також зростає, оскільки уряд змушений більше запозичувати для фінансування дефіциту і здійснення антикризових програм. Після масштабних фінансових криз нерідко спостерігається боргова криза державних фінансів: класичним прикладом є ситуація в країнах Південної Європи після 2008 р., коли різке збільшення державних боргів (в Греції, Іспанії, Португалії тощо) поставило під загрозу їхню платоспроможність і вимагало зовнішньої підтримки (від ЄС,

МВФ). Крім того, держава часто бере на свій баланс проблемні активи банків або проводить їх рекапіталізацію за рахунок бюджетних коштів, що також лягає тягарем на платників податків [16], [17].

По-четверте, порушується зовнішньоекономічна рівновага та глобальна фінансова стабільність. Уражені кризою країни, як правило, скорочують імпорту через падіння внутрішнього попиту і девальвацію валюти. Відповідно, інші країни відчують зниження експорту. В глобальному масштабі фінансова криза приводить до спаду міжнародної торгівлі та інвестицій. Наприклад, у 2009 році світова торгівля товарами скоротилася майже на 12% – безпрецедентне падіння за повоєнний період. Для країн, що розвиваються, кризові явища означають також утруднений доступ до зовнішніх ринків капіталу: інвестори виводять кошти з ризикових активів, віддаючи перевагу “тихим гаваням”. Як наслідок, багато економік стикаються з дефіцитом платіжного балансу, нестачею валюти для оплати імпорту і боргових зобов’язань [18].



Рисунок 1.1- Взаємозв'язок фінансових криз залежно від форм прояву

РОЗДІЛ 2

КОМПЛЕКСНА АНАЛІТИЧНА ОЦІНКА МАКРОЕКОНОМІЧНИХ НАСЛІДКІВ КЛЮЧОВИХ СВІТОВИХ ФІНАНСОВИХ КРИЗ

2.1. Велика депресія 1929–1933 рр. у контексті глибокого структурного спаду та мультиплікативних ефектів

Причини. Велика депресія була найбільшою глобальною економічною кризою XX століття, і комплекс її причин досі є предметом наукових дискусій. На зламі 1920-х років економіка США переживала період так званих “ревучих двадцятих” – буму виробництва й споживання, фінансованого в значній мірі за рахунок широкого використання споживчого кредиту та спекулятивних інвестицій на фондовому ринку.

Як відзначає історик економіки Чарльз Кіндлбергер, у цей період значна частина прибутків реальної економіки спрямовувалася в біржеві спекуляції, що призвело до утворення фондового “міхура” – ціни акцій зросли втричі за 1925–1929 роки, випереджаючи реальні показники прибутковості підприємств. Мільйони американців вкладали заощадження або брали кредити для гри на біржі, тож ринок був перенасичений позиковими коштами.

Одночасно відбувалося зростання багатства вузької верстви населення і посилення нерівності доходів, що обмежувало сукупний споживчий попит. На думку економістки Христини Ромер, саме поєднання надмірного інвестування в спекулятивні активи та недостатнього кінцевого попиту створило передумови для різкого спаду наприкінці десятиліття.

Серед макроекономічних причин дослідники виділяють як внутрішні дисбаланси економіки США, так і міжнародні фактори. Кейнсіанська інтерпретація наголошує на тому, що ключовою причиною кризи стало падіння сукупного попиту. У другій половині 1920-х виробництво в промислово розвинених країнах зростало швидше, ніж заробітні плати й споживання, що призвело до надвиробництва товарів відносно платоспроможного попиту населення.

Як зазначає економіст Пітер Темін, у США напередодні кризи спостерігався спад інвестицій та споживчих витрат, що поглибило економічне уповільнення. Коли в жовтні 1929 року луснув біржовий міхур, різке падіння довіри спричинило масове згортання витрат домогосподарств і бізнесу, тобто обвал сукупного попиту, що й запустило дефляційну спіраль [19].

Монетаристська школа висуває іншу інтерпретацію, акцентуючи увагу на прорахунках грошово-кредитної політики. З їхньої точки зору, Федеральна резервна система США спочатку стимулювала кредитну експансію в 1920-х, а з 1928 року різко посилила монетарну політику, підвищивши облікову ставку. Після біржового краху це призвело до стрімкого скорочення грошової маси: банки масово банкрутували або припиняли кредитування, а населення вилучало депозити, що зменшило обіг грошей.

Фрідман і Шварц у дослідженні «Monetary History of the United States» зазначають, що саме падіння пропозиції грошей на третину та нездатність ФРС запобігти банківській паніці 1929–1932 років перетворили звичайний спад на глибоку депресію [20]. Важливу роль у цьому відіграв золотий стандарт: жорстка прив'язка валют до золота обмежувала можливості центральних банків збільшувати грошову масу для підтримки економіки. Економіст Баррі Айхенгрін у своїх працях підкреслює, що золотий стандарт став своєрідними “золотими кайданами” (англ. Golden Fetters), які зв'язали руки монетарній владі і спричинили синхронний спад в більшості країн. Коли в США відбувалося відтік золота та скорочення резервів, Федеральний резерв замість стимулювання економіки піднімав ставки та знижував кредити, щоби втримати прив'язку до золота – ці дії, за словами Айхенґріна, погіршили кризу і для самої Америки, і для її торговельних партнерів [21].

Представники австрійської економічної школи (зокрема, Фрідріх фон Хайєк, Людвіг фон Мізес) пояснювали Велику депресію як наслідок попереднього буму, породженого дешевим кредитом. У 1920-ті роки низькі процентні ставки і легкодоступні позики стимулювали надмірні інвестиції в розширення виробництва і спекулятивні активи. З точки зору Хайєка, виникла “малінвестиція” – викривлення структури капіталовкладень, коли ресурси спрямовувалися в

перенасичені галузі. Накопичення боргів та спекулятивний міхур не могли тривати безкінечно, тож криза розглядається як неминучий коригуючий спад після періоду кредитної експансії та наголошували, що спроби урядів втрутитися (наприклад, підтримувати штучно високі зарплати чи ціни) тільки затримували очищення економіки від диспропорцій, поглиблюючи депресію.

Міжнародний вимір причин також був надзвичайно важливим. Після Першої світової війни світова економіка залишалась взаємозалежною через боргові та репараційні зв'язки. США в 1920-х роках стали головним кредитором Європи: американські банки та інвестори надавали позики Німеччині (для сплати репарацій), а також іншим країнам. Цей потік капіталу підтримував економічне зростання у Веймарській Німеччині та сприяв стабілізації в Британії й Франції, які отримували репараційні платежі від німців. Однак вже у 1928–1929 роках, із перегрівом ринку акцій, приплив капіталу з США в Європу скоротився, оскільки американські фінансисти переорієнтували ресурси на внутрішню біржу. Як зауважує економіст Чарльз Кіндлбергер, цей процес оголив слабкість міжнародної фінансової системи: економіка Німеччини опинилась без притоку позик, а значить і Велика Британія та Франція втратили гарантії виплат за боргами. Після біржового обвалу жовтня 1929 року американські банки почали відкликати раніше надані закордонні кредити, забираючи ліквідність з європейських ринків.

Нарешті, важливо згадати і політичні помилки, що погіршили ситуацію. У розпал спаду багато країн вдалися до протекціонізму – підвищували мита та вводили торговельні бар'єри, намагаючись захистити власних виробників. Найвідомішим прикладом стала тарифна політика США: ухвалення закону Смута–Гоулі (Smoot–Hawley Tariff Act) у червні 1930 року різко підняло мита на імпорт. У відповідь інші держави також підняли тарифи. Як результат, міжнародна торгівля різко скоротилася, що ще більше знизило експортний попит і поглибило спад виробництва у всіх країнах. Відсутність координації між урядами тільки посилила кризу: спроба скликати в 1933 році Всесвітню економічну конференцію в Лондоні завершилася провалом, оскільки країни не змогли узгодити спільні заходи проти депресії. Кіндлбергер у дослідженні «Світова економіка в депресії»

вказує, що брак лідерства і міжнародної співпраці – зокрема, відсутність країни-стабілізатора, якою раніше була Британія, а США цю роль не взяли – став однією з причин затяжного характеру кризи [22].

Перебіг кризи. Початок кризи асоціюється з крахом фондового ринку у Нью-Йорку восени 1929 року. 24 жовтня 1929 року, відомого як “Чорний четвер”, на Нью-Йоркській фондовій біржі почалося панічне падіння котирувань акцій. Впродовж наступного тижня індекси обвалилися настільки стрімко, що до кінця року ринкова вартість акцій американських компаній скоротилася на суму близько 40 мільярдів доларів, що дорівнювало приблизно половині ВВП США тих років. Біржовий крах миттєво підірвав довіру інвесторів і споживачів. Американські підприємства, вартість яких на папері різко знецінилася, почали скорочувати виробництво і звільняти робітників. Вже до кінця 1929 року без роботи залишилось близько 1,5 млн американців, а виробництво почало спадати.

Протягом 1930 року рецесія набирала обертів. Хоча президент Г. Гувер спочатку вважав кризу тимчасовою і виступав проти активного втручання держави, економічні показники нестримно погіршувалися. Промислове виробництво США в 1930 році впало приблизно на 9% порівняно з попереднім роком. Почалася хвиля банкрутств банків: тисячі дрібних банків, перевантажених безнадійними кредитами та вилученням депозитів, закрилися. Населення, занепокоєне безпекою своїх заощаджень, масово вилучало гроші з банківських рахунків, що тільки посилювало банківську паніку. Кредитування економіки практично зупинилося, оскільки фінансовий сектор був паралізований. Безробіття в США зросло до 8,7 мільйонів осіб (майже 15% робочої сили) наприкінці 1930 року, і ця цифра продовжувала швидко збільшуватися.

1931 рік став періодом глобалізації депресії. Навесні 1931 року вибухнула фінансова криза в Європі: у травні збанкрутував найбільший банк Австрії – Credit-Anstalt, що спричинило ланцюгову реакцію недовіри до банків по всій Європі. Особливо важко було Німеччині: припинення американських кредитів і внутрішні проблеми призвели влітку 1931 року до краху кількох великих німецьких банків та заморожування банківських операцій. Німецька економіка, залежна від зовнішніх

позик, не змогла протистояти відтоку капіталу: промислові підприємства почали масово закриватися, експорт впав через брак кредитування торгівлі та запровадження протекціоністських бар'єрів за кордоном. Як наслідок, безробіття в Німеччині перевищило 4 мільйони осіб у 1931 році (близько 20% працездатного населення), тоді як ще в 1928 році цей показник був менше 10%.

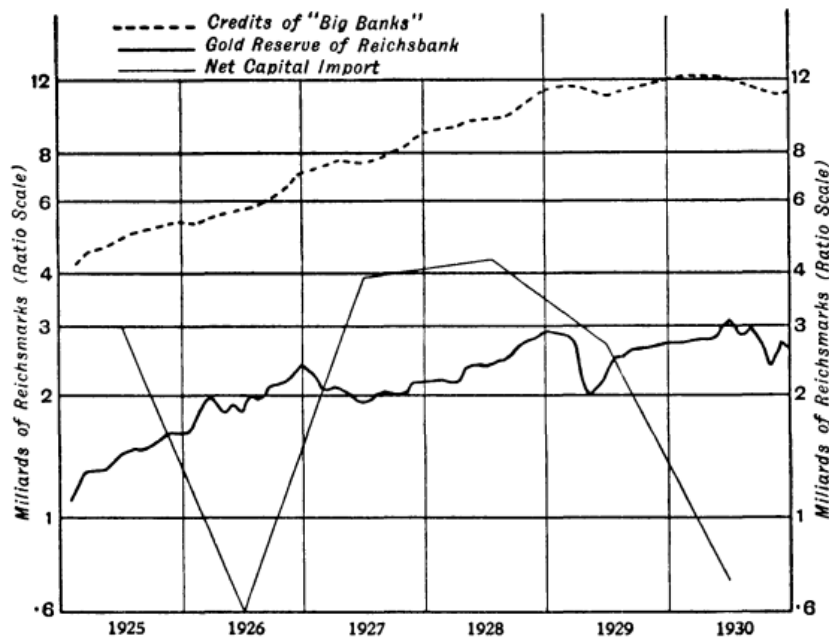


Рисунок 2.1- кредити, золотий резерв та чистий капітал Рейхсбанку в період з 1925 по 1930 рр.

Фінансова паніка 1931 року перекинулася і на Велику Британію. Лондон, один із фінансових центрів світу, відчув тиск: інвестори почали позбуватися фунтів стерлінгів, побоюючись девальвації, та переводити кошти в золото. У вересні 1931 року Сполучене Королівство було змушене відмовитися від золотого стандарту – фунт стерлінгів відв'язали від фіксованого золотого паритету і він девальвував приблизно на 25%. Цей крок був вимушеним відступом від ортодоксальної монетарної політики, але водночас він полегшив становище британської економіки: девальвація дала змогу відновити цінову конкурентоспроможність британського експорту. Проте Велика Британія все одно зазнала значного удару: промислове виробництво за 1929–1931 роки скоротилося приблизно на 15–20%, а безробіття зросло до понад 20% робочої сили (близько 3 млн осіб) у 1932 році.

Британська економіка вступила в стагнацію, і лише після девальвації та запровадження імперських преференцій в торгівлі почали з'являтися ознаки стабілізації.

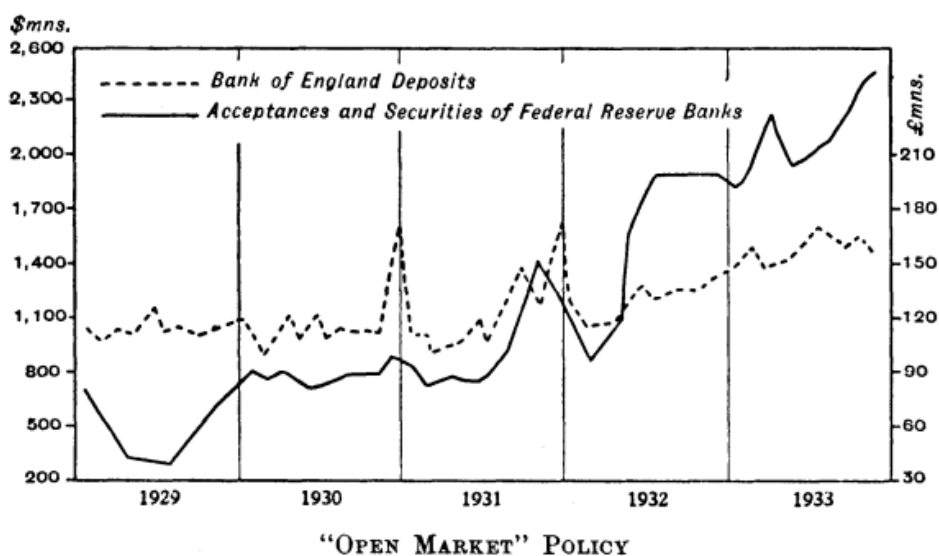


Рисунок 2.2- динаміка вкладів у депозити, векселі та цінні папери Федерального Резервного Банку 1929-1933 рр

Ситуація у США у 1932 році досягла дна: це був найгірший рік Великої депресії за більшістю показників. Промислове виробництво США впало на 46% порівняно з рівнем 1929 року, тобто майже наполовину. ВВП, за оцінками, скоротився на третину: реальний ВВП США у 1933 році був приблизно на 30% нижчим, ніж у 1929-му. Рівень безробіття сягнув 25% населення працездатного віку (понад 12 мільйонів людей були офіційно безробітними). Дефляція поглиблювала борговий тягар: ціни на товари та послуги в США падали протягом 1930–1933 років (сумарне зниження індексу оптових цін перевищило 30%), тому реальна вартість боргів для бізнесу і фермерів зроста, що призводило до нових банкрутств.

Таблиця 2.1 - Ціни у США (індекс 1941–43 = 100)

Рік	Промисловість	Залізниці	Комунальні послуги	Композитний індекс
1927	14,82	39,76	30,96	17,66
1928	20,85	43,52	47,24	24,35

1929	16,99	42,24	51,22	21,45
1930	11,90	30,20	38,75	15,34
1931	6,32	10,57	23,66	8,12
1932	5,18	8,70	21,97	6,89

Варто відзначити, що країни, які раніше інших відійшли від золотого стандарту і застосували стимулюючі заходи, почали дещо швидше виходити з кризи. Так, Велика Британія, відмовившись від золота у 1931-му, вже близько 1933 року побачила певне пожвавлення економіки (хоча безробіття залишалося високим). Натомість Франція, яка разом з Бельгією та низкою інших держав утворила так званий “золотий блок” і тримала прив’язку франка до золота аж до 1936 року, пережила депресію довше: її економічний спад почався пізніше, але затягнувся до середини 1930-х, а промислове виробництво так і не відновило довоєнного зростання до кінця декади. У Сполучених Штатах поворотним моментом стало обрання Ф. Рузвельта президентом в листопаді 1932 року. Новий уряд розпочав реалізацію програми “Нового курсу” (New Deal) з 1933 року: було проведено банківські канікули і реформу фінансового сектора, здійснено девальвацію долара (США фактично також залишили золотий стандарт у 1933 р., припинивши вільний обмін долара на золото), запущено масштабні державні програми громадських робіт для створення робочих місць. Ці заходи поступово стабілізували ситуацію: вже у 1934 році ВВП США відновив зростання. Проте повністю подолати кризові явища вдалося лише наприкінці 1930-х років, і багато економік фактично вийшли з депресії через стимул, пов’язаний з підготовкою до Другої світової війни (збільшення державних витрат на оборону, мобілізація промисловості).

Макроекономічні наслідки та вплив на різні країни. Макроекономічні наслідки Великої депресії були безпрецедентними за глибиною і тривалістю. Вперше у новітній історії світова економіка пережила настільки масштабне падіння виробництва і торгівлі. За оцінками істориків економіки, сумарний світовий валовий продукт скоротився приблизно на 15% між 1929 та 1932 роками – для

порівняння, під час світової кризи 2008–2009 років глобальний ВВП знизився лише на близько 1%. У провідних індустріальних країнах виробництво впало на чверть або більше від довоєнного рівня. Сполучені Штати Америки, епіцентр кризи, втратили близько третини свого ВВП: реальний ВВП США у 1933 році був на 30% меншим за рівень 1929 року. Промислове виробництво США звузилось до 53% від показника 1929 року.



Рисунок 2.3- динаміка зміни активів Федеральних резервних банків в період з 1927-1932 рр.

Інвестиції скоротилися до мінімуму, будівництво нових підприємств та житла фактично припинилося (обсяг будівництва в США впав на 80% відносно кінця 1920-х). Ціни і зарплати перебували у стані затяжної дефляції: індекс споживчих цін у США знизився на ~25% за 1929–1933 роки, а сукупний дохід фермерських господарств впав удвічі через обвал цін на сільгосппродукцію. Рівень безробіття в США досяг піку 24,9% навесні 1933 року – безробітними були офіційно 12,8 млн американців, причому якщо врахувати приховане безробіття в аграрному секторі, то чверть усієї робочої сили залишалася без заняття. Падіння податкових надходжень призвело до різкого скорочення бюджетів усіх рівнів, багато штатів і міст оголосили фактичний дефолт по своїх зобов'язаннях.

Таблиця 2.2- Цінові мультиплікатори (Р/Е — ціна/прибуток) (США)

Рік	Промисловість	Залізничі	Комунальні послуги	Композитний індекс
1927	15,77	11,94	18,43	15,91
1928	17,38	12,40	22,93	17,64
1929	13,07	10,67	21,80	13,32
1930	15,66	11,94	17,45	15,81
1931	13,74	11,74	11,95	13,31
1932	16,71	11,76	14,98	16,80

Міжнародна торгівля зазнала колосального спаду. Протекціоністські заходи на кшталт тарифу Смута–Гоулі і відповідні дії інших держав викликали крах торговельних потоків. Світовий експорт товарів у вартісному виразі до 1933 року скоротився більш ніж на 50% від рівня 1929-го. Лише за період 1929–1932 обсяги експорту США впали на 69%, Німеччини – на 61%, Франції – на 60%. Багато країн, особливо залежних від експорту сировини, постраждали надзвичайно сильно: наприклад, доходи від експорту пшениці у Канаді та Австралії впали настільки, що це поставило фермерів на межу розорення і змусило уряди впроваджувати програми закупівель зерна для підтримки цін. Світова фінансова система також зазнала трансформації: до 1933 року майже всі країни залишили золотий стандарт. Натомість виникли валютні блоки (наприклад, стерлінговий блок під проводом Британії), а міжнародне кредитування і рух капіталу впали до мінімуму.

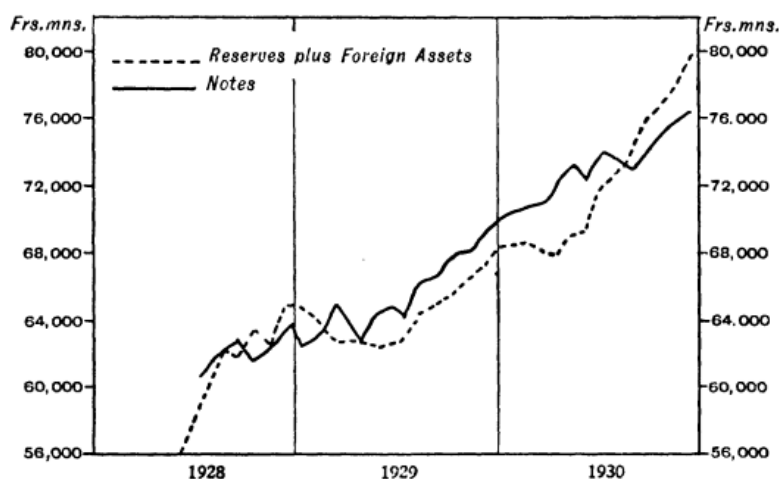


Рисунок 2.4- резерви та боргові інструменти Центрального Банку Франції

Найболючішим соціально-економічним наслідком кризи стало масове безробіття. У масштабах усього світу кількість безробітних сягнула десятків мільйонів. За офіційними підрахунками Ліги Націй, станом на 1933 рік у 32 найрозвиненіших країнах налічувалося понад 30 млн безробітних. США мали близько 14 млн безробітних (25% робочої сили). У Німеччині число безробітних зросло з менш ніж 2 млн у 1929 році до майже 6 млн на початку 1933-го, що складало приблизно 26% працездатного населення. В деяких регіонах Німеччини без роботи залишалося до третини усіх працівників. Німеччина, яка і до того страждала від повоєнної інфляції та боргового тягара, виявилася однією з найбільш потерпілих від депресії: її промислове виробництво скоротилося майже на 40% (до 58% від рівня 1928 року), національний дохід впав приблизно на чверть, експорт – більш ніж наполовину. Економічна криза безпосередньо вплинула на політичну ситуацію: масове безробіття та зубожіння населення підірвали довіру до демократичного уряду Веймарської республіки. Як зазначає історик Баррі Айхенгрін, економічний колапс у Німеччині створив живильне середовище для радикалізації суспільства – виборці дедалі більше підтримували екстремістські рухи. На хвилі відчаю населення від кризових явищ відбулося стрімке зростання популярності нацистської партії, що обіцяла робочі місця та відновлення національної величі. Зрештою, вже в січні 1933 року, на піку економічного краху, до влади прийшов Адольф Гітлер, використавши суспільне невдоволення й обіцянки вивести країну з депресії.

Іншою країною, що зазнала винятково тяжких втрат, була вже згадана Канада. Канадська економіка в 1930-х залежала від експорту ресурсів до США та Європи, тож світова депресія вдарила по ній надзвичайно сильно. Валовий національний продукт Канади за роки кризи скоротився майже на 40%. Промислове виробництво у 1932 році впало до 58% від показника 1929 року – це був другий найгірший результат серед усіх великих економік. Національний дохід Канади у 1933 році становив лише 55% довоєнного рівня. Безробіття досягло 30%, і біля п'ятої частини населення змушена була звертатися по державну допомогу,

аби не голодувати. Фактично, за масштабами економічного спаду Канада опинилася в одному ряду зі США та Німеччиною. Для Канади наслідком кризи стала переоцінка економічної політики: держава вперше почала створювати системи соціального забезпечення і програми громадських робіт, чого раніше не було в настільки розвиненому вигляді.

Порівняно менших втрат зазнали країни, які зуміли пом'якшити удар завдяки ранньому виходу з золотого стандарту чи наявності колоніальних ринків збуту. Велика Британія, хоча й мала хронічно високий рівень безробіття (~15–20% впродовж більшої частини 1930-х), втримала відносну стабільність фінансової системи після 1931 року і не допускала настільки сильного падіння виробництва, як у США чи Німеччині. Франція, вступивши в депресію пізніше, зазнала зниження промислового виробництва приблизно на 20% і стикнулася з соціальними заворушеннями, але через меншу відкритість економіки втрати ВВП у неї були дещо меншими (близько –10% за 1929–1935 роки). СРСР майже не постраждав від Великої депресії, оскільки мав планову економіку, ізольовану від світових ринків: навпаки, початок 1930-х в СРСР припав на період індустріалізації. Це, утім, було винятком: в цілому жодна країна, інтегрована у світове господарство, не уникла впливу кризи [23].

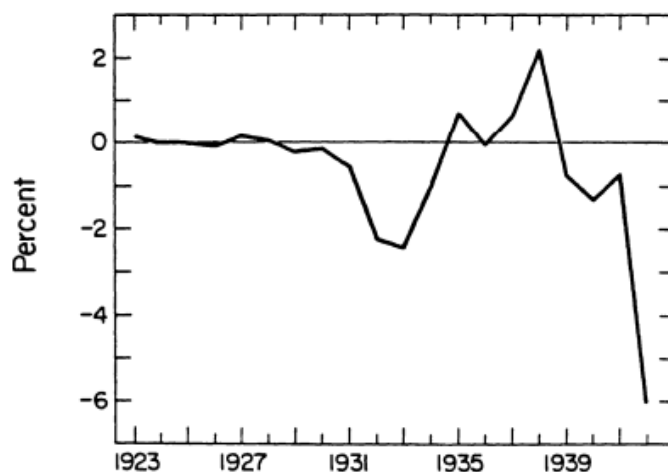


Рисунок 2.5- Зміни у співвідношенні надлишку до валового національного продукту у США

Загальні макроекономічні наслідки Великої депресії проявилися і в зрушеннях економічної політики та теорії. Кризові явища переконали багато урядів у необхідності активнішого державного втручання в економіку. У відповідь на депресію вперше масштабно застосовуються інструменти кейнсіанського стимулювання: дефіцитне фінансування бюджетних програм, пряме створення робочих місць, соціальні виплати безробітним. У США “Новий курс” Рузвельта започаткував програми соціального забезпечення (з’явилися пенсійне страхування, допомога безробітним), регулювання фінансового сектору (Акт Гласса-Стіголла 1933 р. запровадив розподіл банків на інвестиційні та комерційні і систему гарантування банківських депозитів FDIC) та інші заходи, що змінили ландшафт економічної політики. В інших країнах також посилилася роль держави: уряди почали контролювати валютні курси, впроваджувати індустриальні програми, укладати колективні договори з бізнесом та робітниками для відновлення виробництва (як, наприклад, політика “Національної економіки” в Німеччині, чи “Новий економічний курс” у Канаді). Організація економічного життя після депресії все більше відходила від принципів повного *laissez-faire*, натомість формувалися засади сучасної регульованої ринкової економіки.

В довгостроковій перспективі Велика депресія змінила уявлення економістів про макроекономічну стабільність. Згідно з аналізом економіста Крістіни Ромер, саме досвід 1930-х років продемонстрував необхідність монетарних і фіскальних стабілізаторів, щоби запобігати катастрофічним спадам [24]. Після Другої світової війни, пам’ятаючи уроки депресії, країни Заходу створили міжнародні фінансові інституції – МВФ, Світовий банк – для підтримки глобальної економічної стабільності, а також домовилися про нову валютну систему (Бреттон-Вудська система), яка мала запобігти хаотичній девальвації та торговельним війнам.

Таблиця 2.3- золотовалютні резерви світу 1925-1930 рр.

Рік	Млн. доларів
1925	10,244
1926	10,496
1927	10,602
1928	10,953
1929	11,201
1930	11,715

2.2. Азійська фінансова криза 1997–1998 рр. з огляду на валютну дестабілізацію та зовнішньоекономічні вразливості

Причини кризи. У 1990-х роках економіки Східної та Південно-Східної Азії демонстрували феноменальні темпи зростання і привертали значні обсяги іноземного капіталу. Зокрема, Таїланд, Малайзія, Індонезія та Південна Корея протягом десятиліття до кризи мали вражаюче зростання ВВП (в середньому близько 7–9% на рік) за низької інфляції та збалансованих бюджетів. Ці країни вважалися «азійськими тиграми» й моделлю успішного розвитку, що підвищило довіру інвесторів (Stanley Fischer, IMF Essays from a Time of Crisis, 2004). Водночас стрімке зростання маскувало наростання макроекономічних та фінансових диспропорцій. Як зазначає С. Раделет і Д. Сакс у своєму дослідженні «The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects», уряди регіону дотримувалися доволі дисциплінованої фіскальної політики, але в приватному секторі накопичилися серйозні фінансові вразливості. Автори підкреслюють, що фундаментальні макроекономічні показники (такі як дефіцит бюджету чи інфляція) не віщували біди, і криза мала радше характер раптової втрати довіри інвесторів – фінансової паніки, що поширилася аналогічно механізму «банківської паніки» на міжнародному рівні [25].

Таблиця 2.4 - Заборгованість перед іноземними банками та валютними резервами з 1995 по 1997 рр. (млрд дол.)

Період/ Країна	Заг. борг	Банк. сектор	Держ. сектор	Недерж. сектор	Короткострок. борг	Резерви	Співвідношення короткострокового боргу до резервів
Кінець 1995 року							
Індонезія	44,5	8,9	6,7	28,8	27,6	14,7	1,9
Малайзія	16,8	4,4	2,1	10,1	7,9	23,9	0,3
Філіппіни	8,3	2,2	2,7	3,4	4,1	9,3	0,4
Таїланд	62,8	25,8	2,2	31,4	44,6	37,0	1,2
Корея	77,5	50,0	6,2	21,4	54,3	32,7	1,7
Разом	209,9	91,3	20,0	98,4	137,5	-	-
Кінець 1996 року							
Індонезія	55,5	11,7	6,9	36,8	34,2	19,3	1,8
Малайзія	22,2	6,5	2,0	13,7	11,2	27,1	0,4
Філіппіни	13,2	3,2	2,3	7,7	5,0	10,5	0,5
Таїланд	70,2	25,9	2,3	41,9	45,7	38,7	1,2
Корея	100,0	65,9	5,3	28,8	67,5	34,1	2,0
Разом	261,2	115,2	19,6	126,0	166,3	-	-
Середина 1997 року							
Індонезія	58,7	12,4	6,5	39,7	34,7	20,3	1,7
Малайзія	28,8	10,5	1,9	16,5	13,6	26,6	0,5
Філіппіни	14,1	5,5	1,9	6,7	6,3	9,8	0,6
Таїланд	69,4	26,1	2,2	41,1	45,3	31,4	1,4
Корея	103,4	67,3	4,4	31,7	70,2	34,1	2,1
Разом	274,4	121,8	16,7	136,0	175,1	-	-

Однак існує й альтернативна точка зору, що наголошує на наявності суттєвих структурних дисбалансів в економіках регіону. Так, Д. Корсетті, П. Пезенті та Н. Рубіні вважають, що криза була зумовлена нагромадженням внутрішніх та зовнішніх диспропорцій. Зокрема, вони вказують на небезпечне зростання дефіцитів поточного рахунку платіжного балансу та надмірне зовнішнє запозичення приватного сектору [26]. Для прикладу, дефіцит поточного рахунку Таїланду перевищував 6% ВВП щорічно в першій половині 1990-х і сягнув майже 8–9% ВВП у 1995–1996 роках, фінансуючись по більшій мірі короткостроковими

іноземними позиками (Corsetti et al., 1998). Подібно цьому, Індонезія та Малайзія мали значні дефіцити рахунку поточних операцій (понад 3–5% ВВП) при фіксованих чи прив'язаних валютних курсах, що поступово підривало довіру до стабільності їх валют. Надмірні капіталовкладення у нерухомість і виробничі потужності при дешевих зовнішніх кредитах призвели до перегріву економік: утворилися «бульбашки» на ринку нерухомості та акцій. Так, таїландський фондовий ринок почав падати ще 1996 року (індекс втратив близько 40% за рік) – що було першим тривожним сигналом дисбалансів.

Таблиця 2.5- чистий приватний капітал у 4х часових періодах (у відсотках до ВВП)

Net Private Capital Flows to Selected DMCs (in percent of GDP)				
	1983–1998	1989–1995	1996	1997
<i>Newly Industrialized Economies</i>				
Korea, Rep. of	(1.1)	2.1	4.9	2.8
Singapore	5.0	3.8	(10.1)	(5.5)
Taipei, China	0.2	(4.0)	(3.2)	(3.8)
China, People's Rep. of	1.2	2.5	4.7	3.7
<i>Southeast Asia</i>				
Indonesia	1.5	4.2	6.3	1.6
Malaysia	3.1	8.8	9.6	4.7
Philippines	(2.0)	2.7	9.8	0.5
Thailand	3.1	10.2	9.3	(10.9)
<i>South Asia</i>				
India	1.5	1.2	2.0	2.9
() negative				
a Excluding private sector loans.				

Важливою вразливістю були недоліки фінансового сектору та проблеми в управлінні ризиками. Банки та корпорації в цих країнах накопичили значні короткострокові зовнішні борги, часто номіновані в доларах США, тоді як їхні доходи були в місцевій валюті. У Південній Кореї до кінця 1996 р. співвідношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів перевищувало 2:1 (за даними МВФ, короткостроковий борг дорівнював ~217% від обсягу резервів).

В Таїланді на середину 1997 р. валютні резерви були практично вичерпані через спроби захистити фіксований курс бата, тоді як банки та фінансові компанії залишилися з великими сумами проблемних позик, виданих у період буму. Багато позик спрямовувалося у спекулятивні проекти – приміром, у Таїланді і Малайзії значні кредити пішли на будівництво нерухомості, що перевищувало реальний попит, а в Південній Кореї – на розширення великих чеболів за дуже високих коефіцієнтів заборгованості (деякі промислові групи Кореї мали співвідношення боргу до власного капіталу 5:1 і більше).

Таблиці 2.5,2.6- кумулятивні банківські позики Кореї та Китаю станом на 31 грудня 1997р.

Sector	No. of Loans	\$ Million	%
Financial	22	4,710.0	74.3
Social Infrastructure	22	635.1	10.0
Transport and Communications	11	459.5	7.3
Energy	10	234.4	3.7
Agriculture and Natural Resources	8	163.8	2.6
Industry and Nonfuel Minerals	8	135.5	2.1
Total	81	6,338.3	100.0

Sector	No. of Loans	\$ Million	%
Transport and Communications	25	2,888.0	41.1
Energy	13	1,566.3	22.2
Industry and Nonfuel Minerals	5	686.8	9.8
Financial	6	530.0	7.5
Agriculture and Natural Resources	8	519.6	7.4
Multisector	3	400.0	5.7
Social Infrastructure	3	288.0	4.1
Others	1	156.0	2.2
Total	64	7,034.7	100.0

Таблиці 2.7,2.8- кумулятивні банківські позики Індонезії та Малазії станом на 31 грудня 1997р.

Sector	No. of Loans	\$ Million	%
Social Infrastructure	60	3,854.1	27.1
Agriculture and Natural Resources	92	3,685.2	26.0
Energy	26	2,730.0	19.2
Transport and Communications	30	2,354.9	16.6
Financial	7	940.0	6.6
Industry and Nonfuel Minerals	13	431.7	3.0
Others	4	140.6	1.0
Multisector	3	69.0	0.5
Total	235	14,205.5	100.0

Sector	No. of Loans	\$ Million	%
Social Infrastructure	21	750.6	37.8
Agriculture and Natural Resources	26	566.0	28.5
Energy	11	321.5	16.2
Transport and Communications	15	255.1	12.8
Industry and Nonfuel Minerals	1	53.0	2.7
Others	1	26.3	1.3
Financial	1	15.0	0.7
Total	76	1,987.5	100.0

П. Кругман у статті «What Happened to Asia?» (1998) та своїй лекції «Will Asia Bounce Back?» наголошував на ролі морального ризику та неефективного регулювання фінансової системи в підготовці ґрунту для кризи. На його думку, уряди азійських країн створили умови для надмірного ризикування банків і корпорацій: існували негласні державні гарантії порятунку великих фінансових установ («too big to fail» по-азійськи), слабкий банківський нагляд і практика покривання збитків «своїх» компаній. Така система «кланового капіталізму» породила величезний моральний ризик – фінансові посередники і позичальники були впевнені, що держава їх захистить від краху, і тому легко йшли на небезпечні запозичення та інвестиції [27]. Як образно зауважив Кругман, криза стала «карою за гріхи» азійських економік – насамперед за необачне кредитування під державні гарантії – хоча масштаб покарання (глибина кризи) був невідповідно тяжким щодо цих «гріхів».

Критичні оглядачі також підкреслювали роль «кронізму» і корупції. Так, Р. Дорнбуш ще в 1998 році охарактеризував події як «криза корумпованих урядів», маючи на увазі, що тісні зв'язки між владою і бізнесом, хабарництво та непрозорість фінансових потоків суттєво послабили економіки регіону (Dornbusch, 1998; цит. за Malcolm Gillis, 2000). Приклади відверто непрозорих практик були очевидні: в Індонезії державні банки за вказівками оточення президента Сухарто надавали пільгові кредити пов'язаним структурам, у Кореї уряд опосередковано сприяв ризикованому розширенню чеболів, а в Малайзії впливові політики спрямовували інвестиції в протекційні проекти. Така атмосфера сприяла накопиченню «поганих» боргів і недооцінці ризиків. Б. Айкенгрін, аналізуючи дискусії довкола причин кризи, відзначив цікавий «східно-західний розрив» у поглядах: азійські економісти схильні були звинувачувати дестабілізуючі дії зовнішніх спекулятивних капіталів, тоді як західні оглядачі частіше вказували на внутрішні помилки політики та клановість економіки. Насправді обидва аспекти відіграли роль: уразливі місця економік (дефіцити, борги, слабкий банківський нагляд) зробили можливим руйнівний вплив різкої зміни настроїв зовнішніх інвесторів. Іншими словами, успіх азійських «тигрів» у попередні роки призвів до

самозаспокоєння – як інвесторів (що недооцінювали ризики), так і урядів (що запізно реагували на проблеми). Коли ж напруження досягло критичної межі, настав стрімкий відтік капіталу, що і спричинив фінансовий колапс.

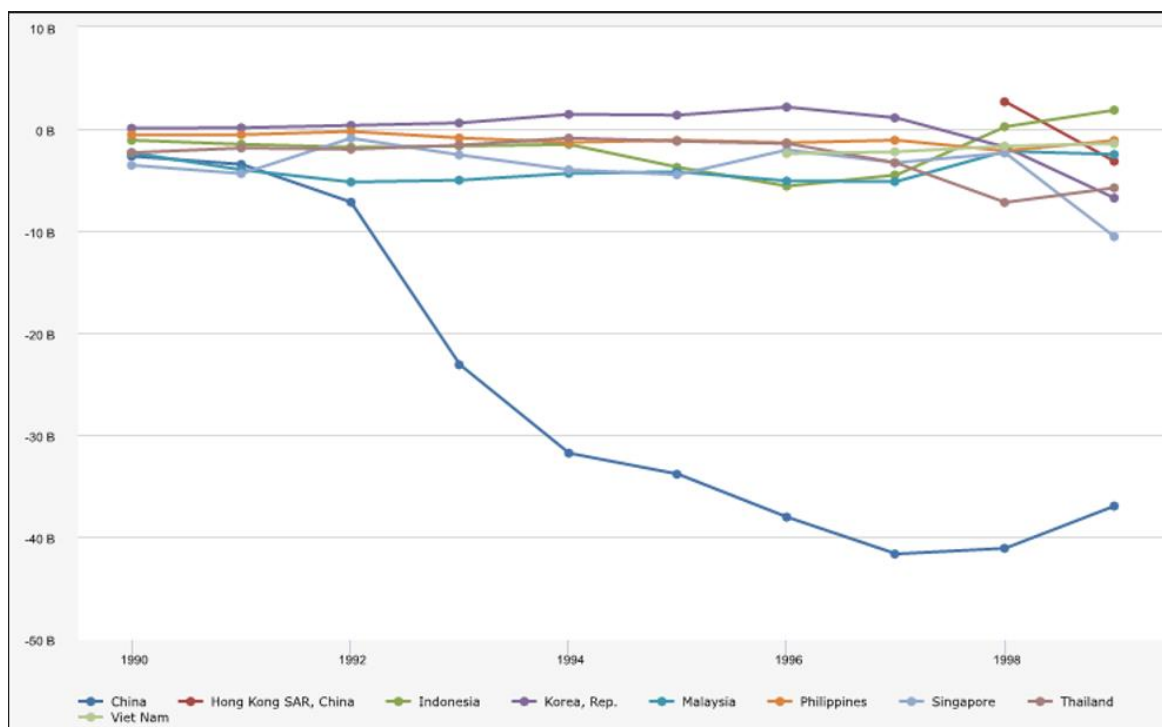


Рисунок 2.6- прямі іноземні інвестиції 1990-1998рр.

Перебіг кризи. Перші явні ознаки кризи проявилися в Таїланді, який часто розглядається як епіцентр Азійської кризи. Протягом першої половини 1997 року тайський бат знаходився під зростаючим тиском спекулянтів. Центробанк Таїланду марно витрачав валютні резерви, намагаючись утримати фіксований курс валюти (прив'язаного до долара США) на рівні приблизно 25 бат за 1 доллар. Резерви країни стрімко танули – з приблизно \$38 млрд на початку 1997 року більша частина була витрачена на інтервенції, і до літа значна частина резервів була виведена з країни або законтракована під майбутні платежі. Зрештою 2 липня 1997 року уряд Таїланду оголосив про відмову від підтримки фіксованого курсу і девальвував бат, що фактично означало його вільне плавання. Як зазначають М. Карсон і Д. Кларк, цей крок став офіційним початком глибокої фінансової кризи у Східній Азії. Таїланд швидко поринув у подвійний валютно-банківський шторм: за кілька місяців бат знецінився майже вдвічі щодо долара (до кінця 1997 р. курс

перевищував 50 бат/дол.), значна частина тайських фінансових установ опинилася на межі неплатоспроможності, а економіка увійшла в рецесію. Також луснула бульбашка нерухомості: незавершені будівництва в Бангкоці стали символом кризи, а десятки фінансових компаній були закриті владою у рамках програми порятунку банківської системи.

Ефект доміно не забарився – криза швидко поширилася на сусідні країни. Вже в липні 1997 р. під тиском опинилися валюти Малайзії, Філіппін та Індонезії. Малайзійський рингіт і філіппінське песо девальвували влітку 1997 р. майже на 20–30%. Центральні банки цих країн спершу також витрачали резерви і підвищували процентні ставки, намагаючись захистити свої валюти, але зрештою були змушені допустити падіння курсу. Найгірший розвиток подій стався в Індонезії. Індонезійська рупія до середини 1997 р. відчувала помірний тиск, і в серпні 1997 р. уряд спочатку розширив коридор коливань рупії, намагаючись уникнути повної девальвації, проте це не стримало відтік капіталу, адже інвестори, злякані тайськими подіями, почали масово виводити кошти з країни. В результаті рупія стрімко втрачала вартість – з курсу близько 2 600 рупій за долар на початку 1997 р. вона впала до ~5 000 за долар у жовтні, а згодом і значно нижче. Восени 1997 р. Індонезія звернулася по допомогу до МВФ: у жовтні була погоджена програма порятунку обсягом приблизно \$23 млрд з пізнішим розширенням до понад \$40 млрд. Індонезійський уряд оголосив про заходи жорсткої економії та реформи, проте ситуація продовжувала погіршуватися. На початку 1998 року кризу в Індонезії поглибила політична нестабільність: на тлі економічного колапсу почалися масові протести проти багаторічного режиму президента Сухарто. Спекулятивна атака на рупію повторилася з новою силою після невдалих заяв про можливе запровадження валютного комітету; у січні 1998 р. рупія досягла рекордно низької позначки – близько 12–15 тисяч за долар, втративши близько 80% своєї довідкової вартості. Інфляція в Індонезії різко підскочила, ціни на товари першої необхідності зросли, що спричинило соціальну напруженість. У травні 1998 року, після кривавих заворушень в Джакарті, президент Сухарто пішов у відставку

– таким чином, фінансова криза переросла в глибоку політичну кризу в середині країни.

Окремо драматичний сценарій розгорнувся в Південній Кореї наприкінці 1997 року. Протягом більшої частини 1997 р. корейський вон залишався відносно стабільним, хоча економіка вже відчувала труднощі: низка великих конгломератів-чеболів, наприклад, Hanbo, Kia збанкрутували в першій половині 1997 р., сигналізуючи про проблеми з ліквідністю та перенавантаженість боргами. Спочатку корейська влада сподівалася уникнути долі Південно-Східної Азії, маючи значні резерви і плаваючий обмінний курс, однак після загострення кризи в Південно-Східній Азії іноземні кредитори стали різко згортати кредитні лінії для корейських банків. В листопаді 1997 р. Південна Корея зіткнулася з фактичним зовнішнім дефолтом: країна не могла рефінансувати величезні короткострокові борги банків і корпорацій. Валютні резерви Кореї, що на початку року перевищували \$30 млрд, танули надзвичайно швидко; до середини грудня 1997 р. доступні резерви опустилися до критичних ~\$6 млрд (менше ніж на тиждень імпорту). Вон обвалився з рівня ~900 за долар до понад 1 700 за долар у грудні 1997 р. У країні розгорнулася паніка, фондовий ринок впав, банки опинилися на межі банкрутства. У цій ситуації уряд був змушений звернутися по допомогу до МВФ. 3 грудня 1997 року Корея підписала угоду про стабілізаційний пакет обсягом \$57 млрд (включно з внесками МВФ, Світового банку, Азійського банку розвитку та країн G7) – на той момент найбільшу рятівну програму в історії МВФ. Програма вимагала від Кореї негайних заходів: різкого підвищення процентних ставок, скорочення бюджетних видатків, структурних реформ банківського сектору та більшої прозорості корпоративного управління. Наприкінці 1997 р. ситуацію вдалося дещо стабілізувати: за підтримки міжнародної спільноти Корея домовилася з іноземними банками про рефінансування короткострокових боргів (їх перевели в середньострокові кредити), що зняло загрозу негайного дефолту. Корейський вон почав відновлюватися на початку 1998 р., а довіра інвесторів поступово поверталася після того, як новообраний президент Кім Де Джун запровадив реформи та рішуче взявся за оздоровлення банківської системи.

Криза не обмежилася лише країнами, що безпосередньо звернулися до МВФ. Гонконг у жовтні 1997 р. зазнав масованої спекулятивної атаки на свою валюту. Захищаючи фіксований курс, Монетарна влада Гонконгу підняла процентні ставки до надзвичайних рівнів, що спровокувало різкий одноденний обвал фондового ринку на ~10%. Ця подія мала глобальний резонанс: 27 жовтня 1997 р. фондові індекси у Нью-Йорку і Європі також тимчасово впали (випадок відомий як «міні-криза» чи "чорний понеділок 1997"), але ситуація стабілізувалася після того, як атака на гонконзький долар не досягла успіху. Гонконг вистояв завдяки величезним валютним резервам і рішучим діям: уряд навіть пішов на унікальний крок – почав скуповувати акції на біржі у серпні 1998 р., щоб відбити атаку хедж-фондів на ринок (ці дії пізніше визнали ефективними, хоча й спірними з точки зору вільного ринку).

Наприкінці 1998 року активні дії національних урядів та міжнародних фінансових інституцій (пакети допомоги, програми реструктуризації боргів, реформування банківського сектору) поступово зупинили розвиток кризи. Як відзначає МВФ, рішучі політичні заходи постраждалих країн у поєднанні з підтримкою ззовні дозволили локалізувати кризу і закласти основу для подальшого відновлення. Вже у другій половині 1998 р. валюти деяких країн почали стабілізуватися: південнокорейський вон і тайський бат зміцнилися порівняно з мінімумами, малайзійський рингіт тримався фіксованого рівня, а індонезійська рупія після зміни влади також дещо відновила вартість (до ~8 000–9 000 за долар до кінця 1998 року). Хоча економічна ситуація залишалася складною, найгостріша фаза паніки минула.

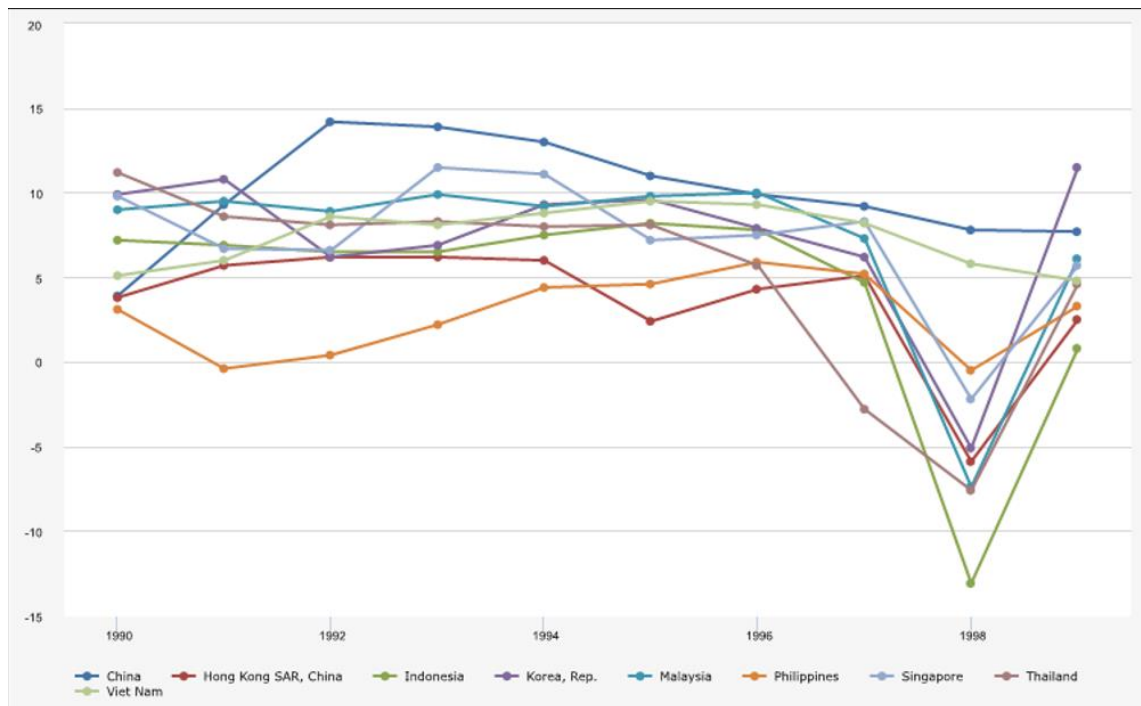


Рисунок 2.7- зміна щорічного ВВП переліку країн 1990-1998рр.

Макроекономічні наслідки кризи. Азійська фінансова криза 1997–1998 років мала глибокі макроекономічні наслідки як для постраждалих країн, так і для світової економіки. В першу чергу, криза спричинила різке скорочення економічної активності в країнах «епіцентру». Реальний ВВП цих економік, що до того роками зростав високими темпами, зазнав безпрецедентного падіння. За оцінками МВФ, у 1998 році реальний ВВП Індонезії впав на $-13,7\%$, Таїланду – на $-9,4\%$, Малайзії – на $-6,7\%$, Південної Кореї – на $-5,8\%$. Це були найглибші рецесії в цих країнах за останні десятиліття (для порівняння, раніше, навіть під час глобальної рецесії початку 1980-х, таких масштабів спаду там не спостерігалось). В результаті кризи значно знизився рівень життя населення: реальний ВВП на душу населення впав, безробіття зросло, багато сімей опинилися за межею бідності. Наприклад, в Індонезії, за даними Світового банку, частка населення, що живе за межею бідності, за один рік кризового шоку зросла з $\sim 11\%$ до $\sim 24\%$, що відкинуло країну в соціально-економічному розвитку на багато років назад.

Таблиця 2.9 - Валові внутрішні заощадження (у % до ВВП) переліку азійських країн 1995-1997рр.

Країна / Регіон	1995	1996	1997
НІЕс (Нові індустріальні економіки)			
Гонконг, Китай	30.5	30.7	30.6
Корея, Республіка	36.8	35.2	34.5
Сінгапур	51.0	51.2	51.8
Тайбей, Китай	25.6	25.1	24.7
Центральна Азія			
Казахстан	15.8	10.3	-
Киргизстан	5.5	2.2	3.0
Узбекистан	20.4	8.2	9.0
Південно-Східна Азія			
Камбоджа	4.9	4.2	-
Індонезія	30.6	30.2	31.0
Лаос	-	-	-
Малайзія	39.5	42.6	43.8
М'янма	13.4	14.0	14.6
Філіппіни	14.6	15.6	14.5
Таїланд	36.7	33.0	30.8
В'єтнам	19.0	16.0	20.2

Таблиця 2.10 - Ресурсний розрив (у % до ВВП) переліку азійських країн 1995-1997рр.

Країна / Регіон	1995	1996	1997
НІЕс (Нові індустріальні економіки)			
Гонконг, Китай	4.3	1.7	3.8
Корея, Республіка	0.3	3.0	0.1
Сінгапур	-17.3	-15.9	-14.4
Тайбей, Китай	-2.0	-3.8	-2.9
Центральна Азія			
Казахстан	4.3	3.7	-
Киргизстан	12.9	21.3	16.0
Узбекистан	0.5	7.9	6.0
Південно-Східна Азія			

Камбоджа	7.9	11.0	-
Індонезія	1.3	0.6	0.6
Лаос	-	-	-
Малайзія	4.0	-1.0	-1.8
М'янма	0.9	0.8	2.2
Філіппіни	7.7	8.5	10.7
Таїланд	4.9	8.7	10.9
В'єтнам	8.2	11.9	8.7

Девальвації національних валют призвели до різкого подорожчання імпортованих товарів і короткострокового сплеску інфляції. Особливо тяжкою була ситуація в Індонезії: стрімке падіння рупії викликало гіперінфляційні тенденції. У 1998 році індекс споживчих цін в Індонезії зростав темпами понад 50% у середньому за рік, а в пікові місяці річна інфляція перевищувала 75%. В інших країнах інфляція теж підвищилася, хоча й не до такого рівня: Таїланд та Південна Корея мали в 1998 році близько 7–8% проти ~5% до кризи, Малайзія – близько 5% проти ~2–3% раніше. Девальвація, з одного боку, поліпшила конкурентоспроможність експорту цих країн, але з іншого – болісно вдарила по компаніях і банках, які мали валютні борги. Через обвал валют багато фірм-боржників збанкрутували, адже їхні боргові зобов'язання в доларах подорожчали вдвічі-вчетверо у перерахунку на місцеву валюту. Банківські системи опинилися у кризі: частка непрацюючих кредитів у банках різко зросла (у Таїланді та Малайзії до 30–40% усіх позик, в Кореї – понад 15% на піку кризи). Капітал банків танув, що змусило уряди ініціювати масштабні програми рекапіталізації та санації банківського сектору. За оцінками Світового банку, витрати на рекапіталізацію банків і фінансових інститутів сягнули величезних сум – від 15 до 30% ВВП в постраждалих країнах. Це лягло важким тягарем на державні бюджети, які з бездефіцитних перед кризою перетворилися на дефіцитні після кризи. Наприклад, уряд Таїланду з профіциту бюджету +1,9% ВВП у 1996 р. перейшов до дефіциту – 2,6% ВВП у 1998 р., значною мірою через витрати на фінансовий сектор та спад доходів.

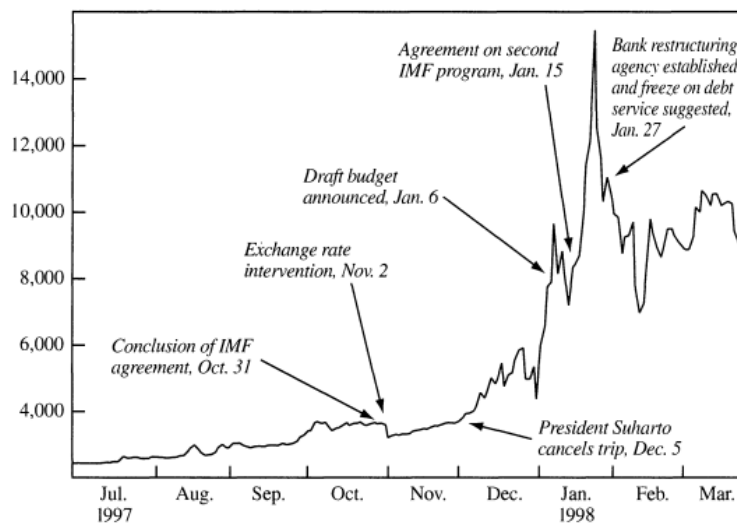


Рисунок 2.8- Індонезія: політичні події та зміна валютного курсу (рупія до долара) в період з липня 1997 р. по березень 1998р.

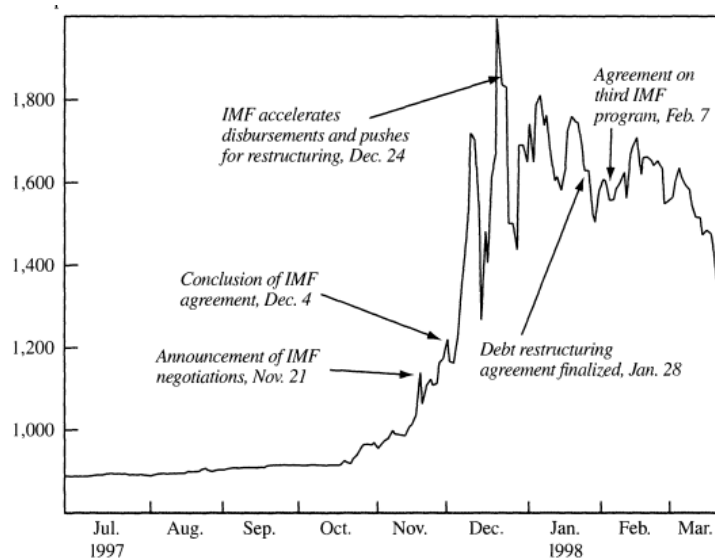


Рисунок 2.9- Корея: політичні події та зміна валютного курсу (вона до долара) в період з липня 1997 р. по березень 1998р.

Хоча 1998 рік був дном кризи, вже з 1999 року почалося відновлення економік регіону. Проведені антикризові заходи та підтримка МВФ/Світового банку дали результат: довіра інвесторів поступово поверталася, експорт зростав завдяки слабким валютам, а внутрішній попит стабілізувався. ВВП більшості постраждалих країн повернувся до зростання. Найбільш різке відновлення продемонструвала Південна Корея – вже у 1999 р. її реальний ВВП зріс приблизно на +10% (деякі оцінки дають навіть +11–12%), компенсуючи попередній спад.

Малайзія також у 1999 р. показала близько +6% зростання ВВП, Таїланд – близько +4%. Індонезія відновлювалася дещо повільніше: 1999 року її економіка була практично стагнуючою (+0–1%), але вже у 2000 р. зростання прискорилося до ~+4–5%. Таким чином, ефект відскоку («V-подібне» відновлення) мав місце, хоч і неповною мірою: рівні ВВП в доларовому еквіваленті та доходи населення повернулися до докризових лише через кілька років. Криза стимулювала глибокі структурні реформи в цих країнах. Було реструктуровано банки, закрито або реформовано слабкі установи, підвищено вимоги до капіталу, впроваджено нові правила нагляду. Урядові установи створили агенції з управління проблемними активами (напр., ТАМС в Таїланді, Danaharta в Малайзії) для очищення балансів банків від «поганих» кредитів. Відбулася також реформа корпоративного сектору: запроваджено кращі стандарти корпоративного управління, підвищено прозорість фінансової звітності, знижено надмірну залежність від позикового капіталу. Одним із найважливіших макроекономічних наслідків стало переосмислення політики валютного курсу і управління резервами. Більшість постраждалих країн відійшли від жорстких фіксованих курсів: Таїланд, Корея, Індонезія перейшли до плаваючих курсів з таргетуванням інфляції, визнавши необхідність гнучкості для поглинання шоків. Країни також значно наростили валютні резерви у наступні роки, зробивши висновки з дефіциту резервів під час кризи. Наприклад, до початку 2000-х Південна Корея довела резерви до понад \$90 млрд, що було втричі більше, ніж до кризи, Таїланд – до ~\$30 млрд, Індонезія – до ~\$27 млрд, створюючи «подушку безпеки» на випадок майбутніх потрясінь (Eichengreen, 2006).

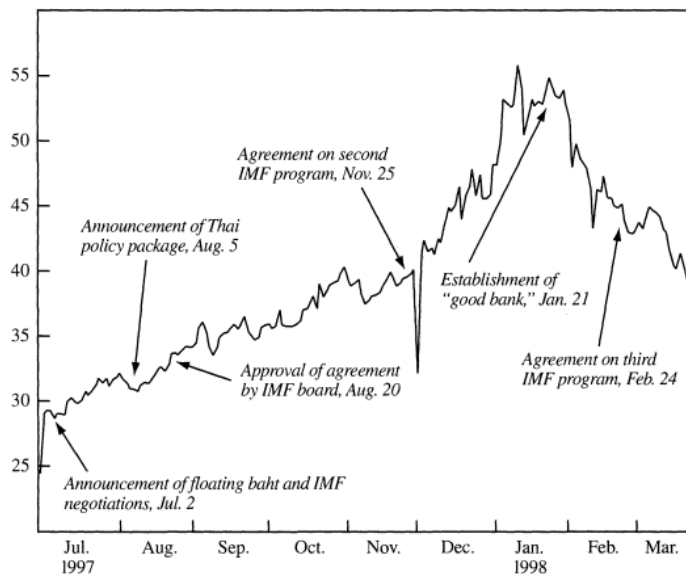


Рисунок 2.10- Таїланд: політичні події та зміна валютного курсу (бат до долара) в період з липня 1997 р. по березень 1998р.

Криза також мала значний вторинний вплив на інші країни і регіони світу – так званий ефект «зараження». Падіння попиту в Азії та загальна втеча інвесторів від ризикових активів викликали труднощі на ринках, здавалося б, далеких від Південно-Східної Азії. Зокрема, фінансова криза в Росії в 1998 році була частково пов'язана з азійською: різке зниження цін на нафту та метали внаслідок азійського спаду, а також виведення капіталів з ринків, що розвиваються, створили критичну ситуацію для Росії, яка й без того мала слабкі фінанси. В результаті в серпні 1998 р. Росія оголосила дефолт за частиною свого боргу і здійснила різку девальвацію рубля. Авторитетні економісти (зокрема, С. Фішер та інші у працях про кризу 1990-х) відзначали, що російська криза була не просто локальним випадком – її спровокували як внутрішні проблеми (фіскальний дефіцит, недовіра до реформ), так і «ланцюгова реакція» після Азії. Аналогічно, країни Латинської Америки відчували на собі «азійський грип». Найбільш уразливим виявився Бразилія – ще з 1997 р. інвестори придивлялися до її великого дефіциту бюджету і поточного рахунку. Після подій в Азії та Росії 1998 року міжнародні ринки стали менш схильними кредитувати Бразилію. Восени 1998 р. країна опинилася під потужним спекулятивним тиском на свою валюту, і в січні 1999 р. була змушена відмовитися від валютного коридору та здійснити різку девальвацію реала. Як зазначено у звітах

МВФ, ситуація в Бразилії могла б стати катастрофічною, якби не своєчасна підтримка: було організовано пакет кредитів МВФ і США, що допоміг стабілізувати становище (Morris Goldstein, The Asian Financial Crisis, 1998). Хоча Латинська Америка пережила цю «хвилю» відносно швидко, сам факт, що криза з далекої Азії докотилася до західної півкулі, продемонстрував новий рівень фінансової взаємозалежності в світі.

Навіть Сполучені Штати Америки, економіка яких залишалася міцною у ті роки, відчули відгомін азійської кризи. Безпосередньо американський експорт до Азії зменшився, адже через рецесію в країнах регіону попит на імпорт впав, що трохи пригальмувало зростання ВВП США в 1998 році. Водночас були і компенсуючі ефекти: криза в Азії сприяла зниженню цін на імпорتنі товари та нафту, що стримувало інфляцію в США, а також призвела до падіння світових процентних ставок, оскільки капітали перемістилися в надійні активи на кшталт американських облігацій (так званий «flight to quality»). Проте найбільш відомим епізодом стала криза хедж-фонду LTCM у 1998 р.: цей великий американський інвестиційний фонд опинився на межі краху у вересні 1998 року через різкі втрати, пов'язані в тому числі з нестабільністю на світових ринках після азійської кризи та дефолту Росії. Федеральна резервна система США була змушена координувати рятувну операцію приватних банків для LTCM, аби запобігти панічній реакції на фінансових ринках.

2.3. Криза доткомів 2000–2001 рр. як результат переоцінки активів на етапі технологічного буму

Причини кризи. Наприкінці 1990-х років відбувся небачений сплеск інвестицій в інтернет-компанії та технологічний сектор, що отримав назву «бум доткомів». У цей період панували надзвичайно оптимістичні очікування щодо «нової економіки», пов'язаної з поширенням Інтернету. Як відзначає економіст Р. Шиллер у своїй праці «Ірраціональний оптимізм», ринок акцій переживав

справжню спекулятивну манію, що живи[лася психологічними чинниками, а не реальними фундаментальними показниками.

Шиллер зауважив, що з 1994 по 2000 рік фондовий індекс США зріс утричі, тоді як ВВП країни збільшився менш ніж на 40%, а корпоративні прибутки – менш ніж на 60%. Така розбіжність між стрімким зростанням ринкової капіталізації та відносно помірним поліпшенням реальних економічних показників вказувала на явне перегрівання ринку. Голова Федеральної резервної системи А. Грінспен ще у 1996 році попереджав про ризик «ірраціонального піднесення» цін активів, і дійсно – наприкінці десятиліття багато інвесторів повірили, що інтернет-технології назавжди трансформують економіку, усунувши циклічні спади. У США це супроводжувалося найдовшим у повоєнній історії періодом економічного зростання (1991–2000 рр.), низькою інфляцією та рекордно низьким безробіттям ~4%, що створювало враження стійкого «процвітання без спаду». У цей сприятливий макроекономічний контекст вплинули й фінансові чинники: після кризи хедж-фонду LTCM у 1998 р. ФРС знизила облікові ставки, забезпечивши надлишкову ліквідність у фінансовій системі. Дешева ліквідність та масовий приплив венчурного капіталу призвели до того, що стартапи з суфіксом “.com” легко отримували фінансування, а інвестори ігнорували відсутність прибутків у цих компаній, сподіваючись лише на стрімке зростання їх ринкової вартості в майбутньому.

Характерною ознакою буму була спекулятивна ейфорія. Як писав Нобелівський лауреат Пол Кругман, ця ейфорія живилася вірою в те, що традиційний бізнес-цикл більше не діє: інвестори гадали, що новітні технології усунули потребу в обережності, а центробанк не піднімав ставки спеціально задля приборкання “міхура”. Насправді ж, до кінця 1999 – початку 2000 р. ФРС все ж почала поступово підвищувати відсоткові ставки (загалом шість разів між червнем 1999 та травнем 2000) в спробі остудити економіку. Однак ці дії лише трохи загальмували перегрів: на піку буму у березні 2000 року технологічний індекс NASDAQ зростав на 86% за рік і сягнув історичного максимуму у 5048 пунктів. Оглядаючи цю ситуацію, економіст Д. Стігліц зауважив, що політика дерегуляції

та легкий доступ до капіталу у 1990-х сприяли формуванню «міхура доткомів», якого можна було б уникнути за умови більш раціонального регулювання ринків [28]. Він критикував спотворені стимули, наприклад, практику масового надання опціонів менеджерам, які заохочували ризиковане інвестування та роздування вартості компаній без реальних прибутків. За словами Стігліца, панувала ідеологія, нібито ринки самі здатні правильно оцінювати вартість активів, – і ця сліпа віра дозволила «міхуру» розростись надмірно.

Бум доткомів був глобальним феноменом. Хоча епіцентром залишалися США, на які в розпал припадало близько половини світового технологічного ринку, схожі процеси відбувалися і в інших країнах. У Західній Європі наприкінці 1990-х уряди та біржі активно підтримували розвиток високотехнологічного сектору. Наприклад, у Великій Британії спостерігався сплеск IPO інтернет-компаній на Лондонській біржі – стартапи на кшталт Lastminute.com привернули величезні оцінки ринкової капіталізації в момент виходу на ринок. У Німеччині в 1997 році був створений окремий ринок Neuer Markt для акцій молодих технологічних компаній за образом американського NASDAQ. Цей ринок переживав небувалий підйом: індекс Nemax All Share майже безперервно зростав і досяг піку 10 березня 2000 р. (того самого дня, що й NASDAQ) – тоді його провідний індекс Nemax 50 сягнув 9632 пунктів. Сотні німецьких інтернет-стартапів вийшли на біржу у той час, часто не маючи життєздатної бізнес-моделі. Бум підживлювався оптимізмом щодо «цифрової революції», і навіть урядові статистичні бюлетені фіксували рекордне заснування нових фірм у сфері інформаційних технологій. В Ізраїлі – країні з надпотужним ІТ-сектором, відомим як Silicon Wadi, – теж вирувала стартап-ліхоманка. За даними ізраїльських дослідників, обсяг венчурного капіталу, інвестованого в Ізраїль, зріс із \$58 млн у 1991 р. до \$3,3 млрд у 2000 р. Кількість стартапів, що отримували фінансування, за той же час зросла з 100 до 800, а доходи ізраїльської ІТ-індустрії – з \$1,6 млрд до \$12,5 млрд. На кінець 1990-х Ізраїль посідав друге місце після США за часткою венчурного капіталу до ВВП. Подібна ситуація складалася і в інших країнах з розвиненим техсектором – приміром, у Південній Кореї після Азійської кризи

1997–98 рр. уряд заохочував розвиток інтернет-бізнесу та ринку венчурного капіталу. У 1996 р. було засновано корейський позабіржовий ринок KOSDAQ (аналог NASDAQ), і до 1999–2000 рр. він пережив справжній бум: потік інвестицій у корейські ІТ-компанії зростав у «синергії» з глобальною дотком-ейфорією.

Перебіг кризи. Стрімке стиснення «міхура» доткомів розпочалося навесні 2000 року. 10 березня 2000 року став символічною вершиною буму: того дня NASDAQ Composite у США та Neuer Markt у Німеччині досягли пікових значень і незабаром після цього розпочали різке падіння. Лише за один день 14 квітня NASDAQ обвалився на 9%. Протягом весни 2000 р. інвестори, почавши усвідомлювати слабкість фундаментальних показників інтернет-компаній, масово виходили з технологічних акцій. Крах NASDAQ наочно проявився у цифрах: зростаючи в геометричній прогресії у 1995–1999 рр. (восьмикратне збільшення індексу за п'ять років), NASDAQ лише за півтора року впав на 78% від максимуму. З вершини ~5048 пунктів він опустився до ~1114 пунктів на дні 9 жовтня 2002 р. Для порівняння, широкий індекс S&P 500 теж знизився, але менше (приблизно на 49% від піку до дна 2002 р.), оскільки бульбашка була концентрована в технологічному секторі.

У ході кризи тисячі інтернет-компаній, створених у період буму, збанкрутували або зазнали краху. Вже до кінця 2000 року перестали існувати такі розрекламовані стартапи, як Pets.com, Webvan та британська Boo.com – усі вони витратили сотні мільйонів доларів венчурного капіталу, не досягнувши прибутковості. Як повідомляла CNN, станом на літо 2001 року dot-com компанії втратили ~\$1,7 трильйона сукупної ринкової вартості порівняно з піковими оцінками [29]. Яскравим індикатором став ринок IPO: у 2001 році кількість первинних публічних розміщень акцій у США впала на 77% порівняно з 2000 роком (з 339 IPO до лише 77), оскільки інвестори майже втратили апетит до ризикових стартапів. Ринок венчурного капіталу також звузився: якщо у 1999–2000 рр. фонди масово інвестували в інтернет-стартапи, то вже в 2001 р. багато венчурних угод заморозили, а оцінки компаній у приватних раундах фінансування

обвалилися. Як свідчить статистика, квартальні обсяги венчурних інвестицій у США знизилися у 2001 р. до рівня менш ніж 1/3 від максимуму 2000 р. [30]

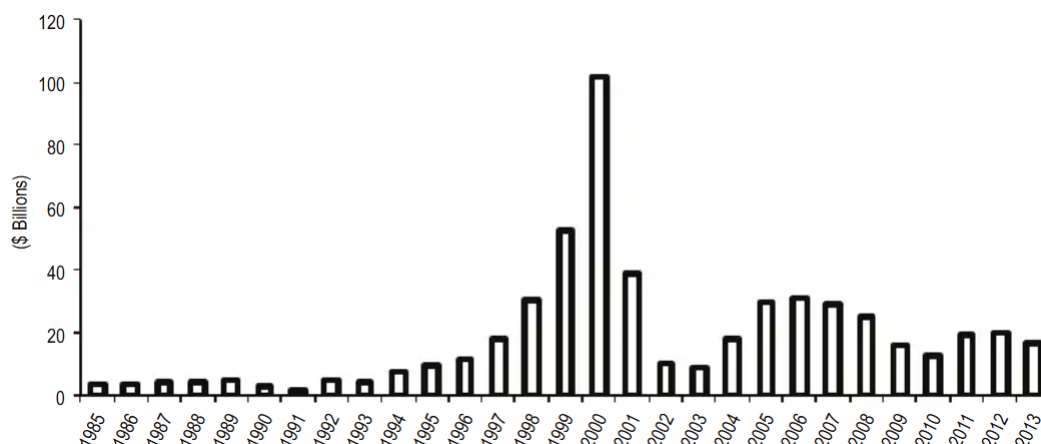


Рисунок 2.11- капітальні зобов'язання перед венчурними фондами США (млрд доларів США) з 1985 по 2013 рік

Для США криза доткомів означала не лише біржові втрати, а й початок економічного спаду. Найбільше постраждав технологічний сектор та суміжні галузі. Акції провідних ІТ-корпорацій втратили значну частину своєї вартості: так, ринкова капіталізація Cisco Systems, одного з флагманів епохи доткомів, зменшилася на 80%, аналогічно падали ціни акцій Intel, Oracle, Amazon.com та інших. Це спричинило ланцюгову реакцію: компанії різко скорочували витрати, заморожували розробки та звільняли персонал. У 2001 році американські фірми скоротили сумарно близько 1,7 млн робочих місць, багато з яких припадали на сферу ІТ та суміжні послуги. Рівень безробіття в США, який був лише ~4,0% наприкінці 2000 р., до листопада 2001 р. зріс до 5,5%, а пікове значення після кризи було зафіксовано в червні 2003 р. – 6,3%. Починаючи з середини 2000 р., різко пішли вниз показники промислового виробництва та інвестицій. Приватні нефінансові інвестиції у США, за даними Бюро економічного аналізу (BEA), до середини 2001 року впали на ~11% відносно піку 2000 року. Особливо постраждали інвестиції в обладнання та програмне забезпечення: багато фірм переглянули свої плани оновлення ІТ-інфраструктури, зіткнувшись із падінням прибутків. Корпоративні прибутки після оподаткування, які досягли максимуму в середині

2000 р., почали знижуватися, підбиваючи стимули до розширення бізнесу. Показово, що обсяг ринку реклами – індикатор попиту на послуги інтернет-компаній – також різко впав: витрати дотком-фірм на телевізійну рекламу, які були значними під час Super Bowl у січні 2000 р., вже на початку 2001 р. скоротилися в кілька разів. У січні 2001 р. лише 3 інтернет-компанії рекламувалися під час фіналу Super Bowl проти 17 компаній роком раніше, що відображає швидке вичерпання бюджетів і згорання агресивного маркетингу.

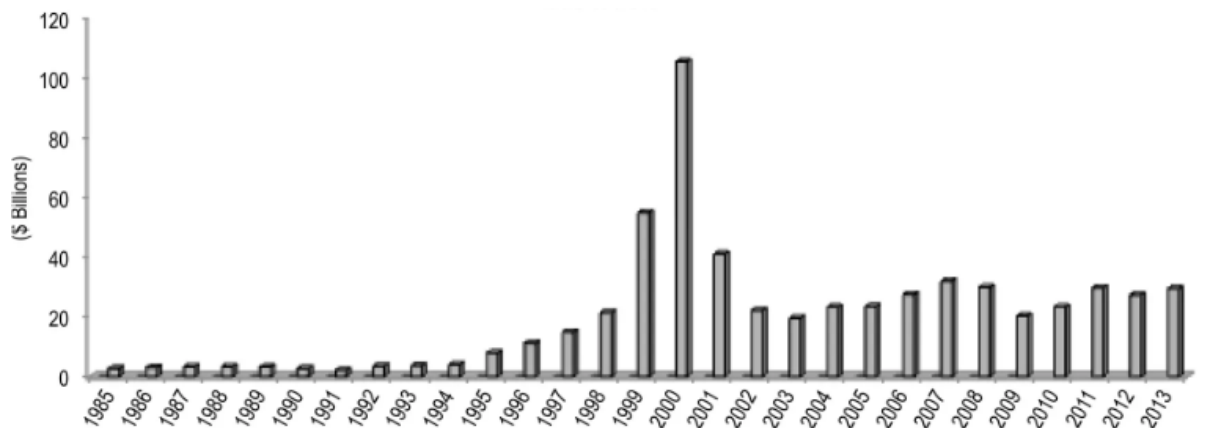


Рисунок 2.12- венчурні інвестиції (млрд доларів) 1985-2013 рр.

Географія кризи не обмежувалася Америкою. У Європі біржові індекси, насичені акціями ІТ-компаній, повторили американську динаміку. Лондонський FTSE 100, хоч і менш технологічно орієнтований, впав приблизно на 50% від кінця 1999 р. до кінця 2002 р. Німецький DAX знизився з понад 8000 пунктів на початку 2000 р. до близько 2600 пунктів у 2003 р., тобто на ~70%. Та найгірше виглядала ситуація на нішевих європейських технологічних ринках. Німецький Neuer Markt фактично перестав існувати: сумарна капіталізація ~300 компаній, що там котирувалися, обвалилася з €235 млрд у березні 2000 р. до менше €30 млрд у 2002 р. – майже 90% втрати вартості. Подібно, французький високотехнологічний майданчик Nouveau Marché та індекс techMARK на Лондонській біржі зазнали краху. Загальноєвропейський індекс акцій технологічних компаній Dow Jones Euro Stoxx Technology втратив близько 3/4 своєї вартості у 2000–2002 рр. Розрив «міхура» торкнувся і телекомунікаційного сектору: компанії, які витратили величезні кошти на придбання ліцензій зв'язку третього покоління (3G) у 2000 році (наприклад, британський аукціон 3G приніс уряду £22,5 млрд, німецький – близько

€50 млрд), зіткнулися зі зростанням боргового навантаження та падінням цін на свої акції. До кінця 2001 р. акції європейських телеком-гігантів (British Telecom, Deutsche Telekom, France Telecom) впали на 60–80% від максимумів. Британська компанія Marconi, один з провідних виробників телеком-обладнання, у 2001 р. опинилася на межі банкрутства після різкого скорочення замовлень – її ринкова вартість впала з £35 млрд у 1999 р. до менше £1 млрд у 2002 р.

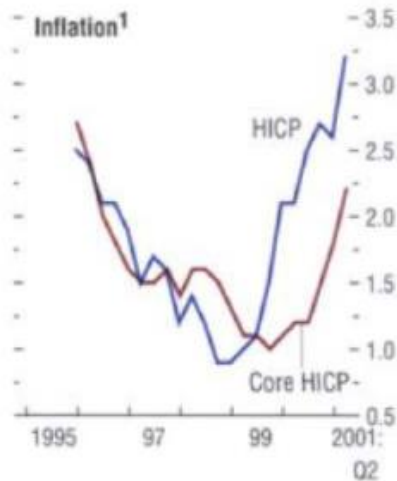


Рисунок 2.13- рівень інфляції у країнах єврозони. (Гармонізований індекс споживчих цін)

У Південній Кореї – одній з найбільш технологічно орієнтованих економік Азії – криза доткомів теж дала відчутний ефект, хоча й не спричинила рецесії. Після азійської фінансової кризи 1997–98 рр. Корея відновилася завдяки експорту електроніки та автомобілів, і у 2000 р. ВВП Республіки Корея зріс на дуже високі 8,8%. Однак у 2001 р. зростання різко сповільнилося до 4,9% – значною мірою через спад світового попиту на ІТ-продукцію та зниження внутрішніх інвестицій. Індекс KOSDAQ, на якому концентрувалися акції корейських інтернет-компаній, повторив долю NASDAQ: після піку в березні 2000 р. (близько 292 пунктів) він стрімко впав до позначки 34 пунктів у 2003 році, тобто втратив майже 88% вартості. Багато дрібних ІТ-фірм і венчурних проектів у Кореї збанкрутували; водночас великі промислові концерни (такі як Samsung чи LG) скоригували свої бізнес-плани, переживши спад з меншими втратами. Корейський ринок праці не зазнав різкого стрибка безробіття – показник безробіття навіть трохи знизився з ~4,0% у 2000 р. до ~3,5% у 2001–2002 рр., оскільки економіка загалом продовжувала

зростати. Проте внутрішній інвестиційний бум у ІТ-секторі, що спостерігався до 2000 р., вщух: банки стали обережніше кредитувати технологічні проекти, а урядові програми підтримки стартапів скоригували з огляду на ризики.

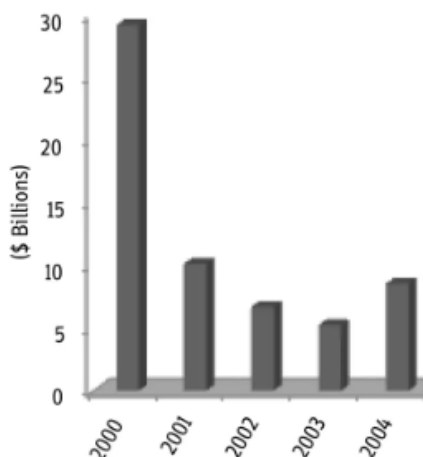


Рисунок 2.14- інвестиції в акціонерний капітал 2000-2004 рр (млрд доларів).

Макроекономічні наслідки. Наслідки кризи відчувалися протягом кількох наступних років і позначилися на ключових економічних показниках у США та ряді інших країн. Хоч ця криза була відносно м'якою у порівнянні з глобальною фінансовою кризою 2008 р., вона знаменувала кінець ери бурхливого зростання 1990-х і виявила вразливість економік до різких потрясінь на фондових ринках.

У Сполучених Штатах вибух бульбашки доткомів спричинив офіційну рецесію, що тривала 8 місяців- з березня по листопад 2001 р.[31]. Реальний ВВП США різко втратив динаміку: після високого зростання +4,1% у 2000 р., у 2001 р. економіка майже не зростала. У кількісному вимірі, з IV кварталу 2000 по IV квартал 2001 р. ВВП США збільшився лише на \$29 млрд (у постійних цінах) – фактично стагнація. В окремі квартали спостерігалось навіть невелике зниження реального ВВП (хоча підряд двох негативних кварталів не було, що породило дискусії щодо технічного визначення рецесії). Спад інвестицій та виробництва зумовив скорочення попиту на працю: рівень безробіття піднявся з 4,0% наприкінці 2000 р. до 5,8% у кінці 2001 р. і продовжив зростати до піку 6,3% в червні 2003 р і лише з 2004 р. почало спадати.

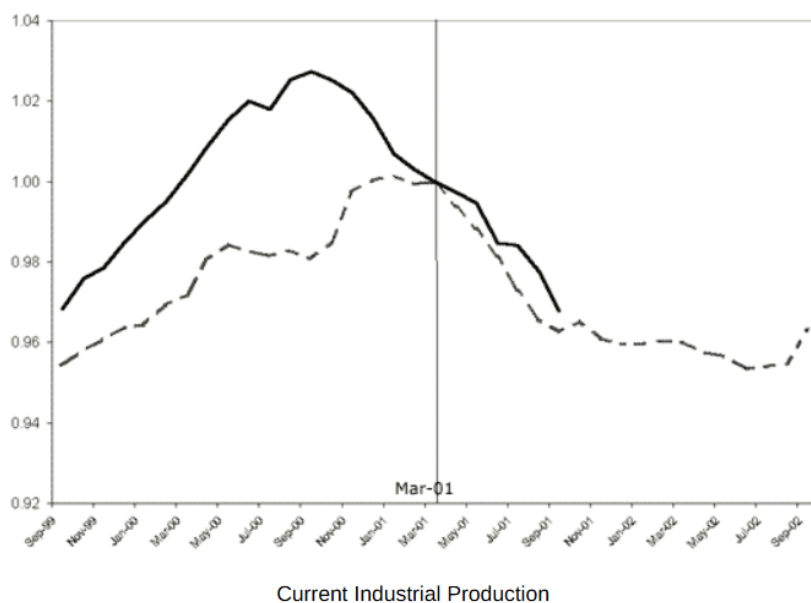


Рисунок 2.15- динаміка промислового виробництва в період з 1999 по 2001 рр.

Американський фондовий ринок втратив колосальні обсяги паперового багатства, що позначилося на статках домогосподарств і балансах компаній. За оцінками Bureau of Economic Analysis, загальна ринкова капіталізація акцій США знизилася приблизно на \$5 трильйонів ((-1/3) відносно пікової) у період 2000–2002 рр. Одночасно компанії, особливо у технологічному секторі, втратили можливість залучати дешевий капітал через емісію акцій – навпаки, довелося зміцнювати баланси, скорочувати витрати і відкладати нові проекти. Приватні інвестиції у структурі ВВП істотно впали: зокрема, реальні інвестиції в обладнання та програмне забезпечення у 2001 р. скоротилися приблизно на 15% після двозначних темпів зростання кінця 90-х [33]. Як наслідок, частка інвестицій у ВВП США знизилася. Особливо постраждали галузі, пов’язані з ІТ: виробництво комп’ютерів, телекомунікаційного обладнання, оптовий та роздрібний продаж електроніки – усі вони пережили спад обсягів. Так промислове виробництво в секторі інформаційно-комунікаційного обладнання в США у 2001 р. знизилося більш ніж на 20% відносно рівня 2000 р. [34]. Натомість деякі сегменти економіки слугували «подушкою безпеки»: у 2001 р. продовжили зростання такі сектори як зв’язок (+12,3%), фінансові послуги (+2,8%) та торгівля (+4,6%), що пом’якшило загальний спад.

Економіка США зазнала м'якого приземлення також завдяки швидким діям влади: Федеральний резерв протягом 2001 р. агресивно знизив облікову ставку з 6,5% до 1,75%, стимулюючи споживче кредитування і витрати. Крім того, федеральний уряд перейшов від бюджету з профіцитом у 2000 р. до стимулюючої фіскальної політики (податкові пільги, збільшення видатків) у 2001–2002 рр. Як наслідок, вже на початку 2002 р. з'явилися ознаки відновлення: ВВП США у I кв. 2002 р. зріс на 5% (у перерахунку на річні темпи), сигналізуючи про вихід з рецесії. Втім, відновлення було нерівномірним і стриманим – у 2002 р. зростання склало ~2%, а безробіття продовжувало залишатися високим. Досвід “міхура доткомів” вплинув на зміну підходів до регулювання: у 2002 р. у США був ухвалений закон Сарбейнса–Окслі, який посилив вимоги до фінзвітності публічних компаній і нагляду, частково як реакція на зловживання епохи буму.

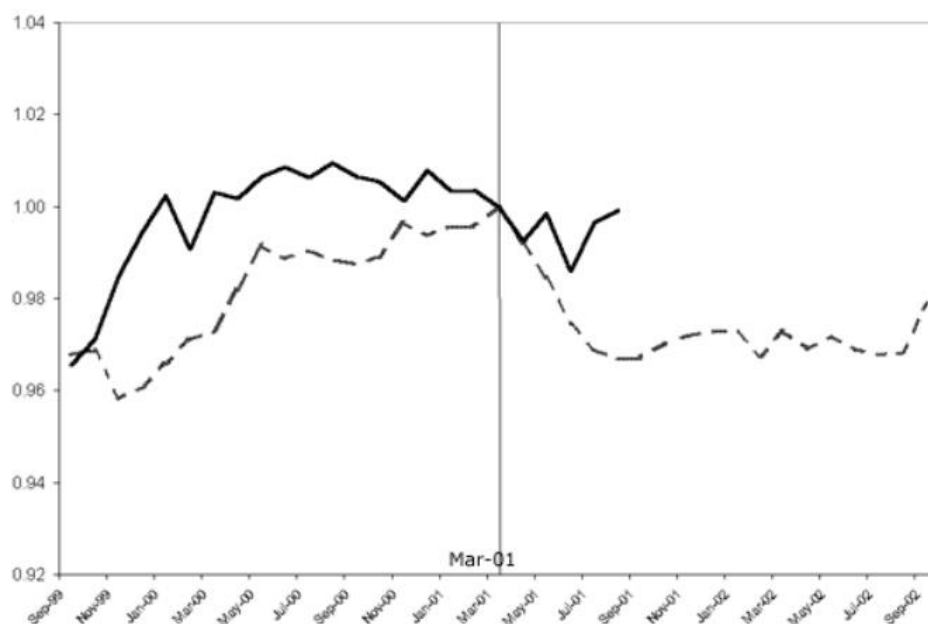


Рисунок 2.16- динаміка доходів від виробництва та торгівлі в період з 1999 по 2001 рр. (США)

У глобальному масштабі криза доткомів дала поштовх до синхронного уповільнення економік розвинених країн. МВФ класифікує 2001 рік як період глобального економічного спаду: темп зростання світового ВВП впав до ~2,2% у 2001 р. проти 4,8% у 2000 р. Це був найнижчий показник з початку 1980-х (не враховуючи періоди явних глобальних рецесій). У розрахунку на душу населення

у III кварталі 2001 р. світовий випуск навіть зменшився, оскільки сукупний ВВП розвинених країн скоротився. Японія, яка попередніми роками стагнувала, увійшла в рецесію 2001 р. (реальний ВВП знизився на 0,3% у 2001 р., а промислове виробництво впало на 5,5%). Німеччина уникнула технічної рецесії в 2001 р., але зростання було мізерним: лише +1,6% за рік, а вже у 2002 р. ВВП скоротився на 0,2%. Німецька економіка фактично пережила три роки стагнації 2001–2003 рр., що дало про себе знати на ринку праці – рівень безробіття зріс з ~8% у 2000 р. до ~9,8% у 2002 та понад 11% до початку 2005 р. Велика Британія постраждала менше: її ВВП продовжив зростати, хоча й сповільнившись з 4,3% (2000) до 2,6% (2001), а безробіття залишалося відносно невисоким (~5%). Британії допомогли гнучкий ринок праці та своєчасне зниження Банком Англії облікової ставки (з 6% у 2000 р. до 4% у 2001 р.). Проте фондовий ринок втратив значну капіталізацію, що вдарило по пенсійних фондах та добробуту домогосподарств. В цілому по ОЕСР сукупне зростання ВВП у 2001 р. становило лише 1% (для порівняння: у 2000 р. – 3,5%). Організація економічного співробітництва та розвитку у своєму огляді кінця 2001 р. відзначила різке падіння приватних інвестицій в країнах ОЕСР та потребу в пом'якшенні монетарної політики, особливо з огляду на різке скорочення ІТ-видатків бізнесу.

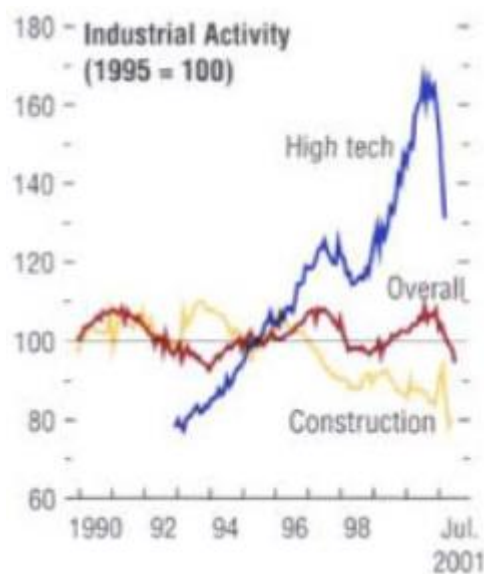


Рисунок 2.17- виробнича діяльність Японії 1990-2001 рр.

Щодо динаміки ІТ-сектору після кризи, то у 2001–2002 рр. галузь зазнала суттєвої реструктуризації. Світові витрати на інформаційні технології вперше за десятиліття зменшилися: за даними Gartner, у 2001 році глобальні витрати на ІТ скоротилися на 2,1% (що є різким розворотом після +12% у 2000 р.). Особливо впали витрати на обладнання (комп'ютери, сервери, телеком-устаткування), тоді як сегмент програмного забезпечення та ІТ-послуг тримався відносно стабільніше [35]. Внаслідок цього провідні технологічні компанії фіксували падіння доходів: наприклад, продажі виробників телекомунікаційного обладнання (Lucent, Nortel, Cisco) обвалилися на 30–50% у 2001–2002 рр., і ці компанії оголосили про масові звільнення (Nortel скоротила 2/3 персоналу протягом 2001–2002). У Кремнієвій долині виник надлишок кадрів і обладнання: газети писали про “гори дешевого офісного майна” від збанкрутілих доткомів (наприклад, крісла Aeron, які купували стартапи по \$1100, виставлялися на аукціонах за безцінь). Проте у довгостроковій перспективі технологічний сектор відновився і продовжив зростання: вже з 2003–2004 рр. багато переживших компаній, як-от eBay, Amazon, Apple, змогли зайняти тверді позиції на ринку, використавши досвід кризи для підвищення ефективності.

2.4. Глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. у вимірі системних ризиків і регуляторної недосконалості

Як зазначає нобелівський лауреат Дж. Стігліц, фінансова система США перед кризою фактично провалила свої ключові функції – вона неправильно алокувала капітал і створила надмірні ризики замість управління ними. В основі причин кризи лежала ціла сукупність взаємопов'язаних факторів, серед яких провідні економісти виділяють декілька основних [36].

Першим стала бульбашка на ринку нерухомості та іпотечне кредитування в США. Протягом 2000–2006 рр. у США стрімко зростали ціни на житло, банки активно роздавали ризикові іпотечні кредити позичальникам із низькою платоспроможністю – так звані субстандартні іпотеки. Кількість виданих іпотек високого ризику значно перевищувала безпечний рівень: їх частка у загальному

обсязі іпотечного кредитування зроста до ~20%. Коли у 2007 р. почали спадати ціни на житло і позичальники масово припинили обслуговувати кредити, ринок житлової нерухомості рушив до обвалу. Н. Рубіні, який ще у 2006 році попереджав про неминучий крах на ринку житла та його системні наслідки, зазначав, що перегрітий сектор нерухомості міг сам по собі спричинити локальну кризу, але справжньою небезпекою стали його широкі ефекти зараження для фінансової системи [37].

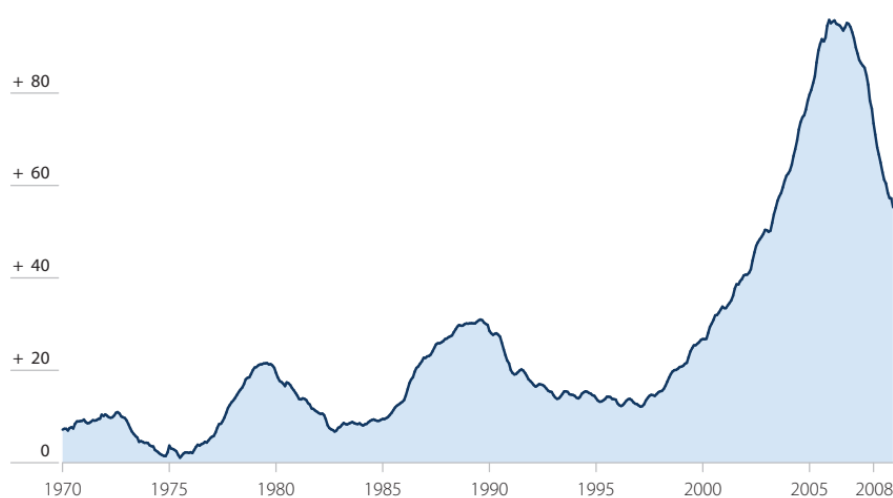


Рисунок 2.18- Зміна індексу цін на нерухомість у відсотках з 1970 по 2008 р (США)

Другою стала сек'юритизація боргів та деривативи: розсіювання ризиків чи їх накопичення. Банківські та небанківські установи перетворювали іпотечні кредити на складні фінансові інструменти – такі як іпотечні цінні папери (MBS) та похідні деривативи на їх основі (CDO, CDS тощо). Ця сек'юритизація теоретично мала розподілити ризики, проте на практиці призвела до того, що ризикові активи заповнили баланси фінансових інститутів по всьому світу. Інвестиційні банки активно використовували надмірне кредитне плече для операцій з деривативами, що багатократно підсилювало потенційні збитки. При цьому рейтингові агентства присвоювали багатьом сек'юритизованим паперам найвищі рейтинги AAA, не зважаючи на їх сумнівну якість, створюючи ілюзію надійності. В результаті фінансові установи – від американських інвестиційних банків до європейських

банків – опинилися з величезними портфелями токсичних активів, справжній ризик яких був недооцінений.

Третьою можна зазначити лібералізацію фінансових ринків і недостатній нагляд. У США в 1999 р. було скасовано закон Гласс–Стіголла, що відкрив комерційним банкам шлях до ризикових інвестиційних операцій. Як зазначає Дж. Стігліц, дерегуляція – зокрема ухвалення акту Гремма–Ліча–Блайлі – сприяла формуванню середовища, в якому фінансові інститути могли брати на себе надмірні ризики без належного контролю. П. Кругман теж підкреслює, що “провал регулювання та віра в самокоригування ринків” дозволили фінансовій системі вийти з-під контролю, створивши передумови для кризи. Урядові установи та центральні банки недооцінили накопичення системних ризиків: регулятори не обмежили агресивне іпотечне кредитування, не контролювали тіньовий банківський сектор і не змогли запобігти утворенню фінансової бульбашки [38].

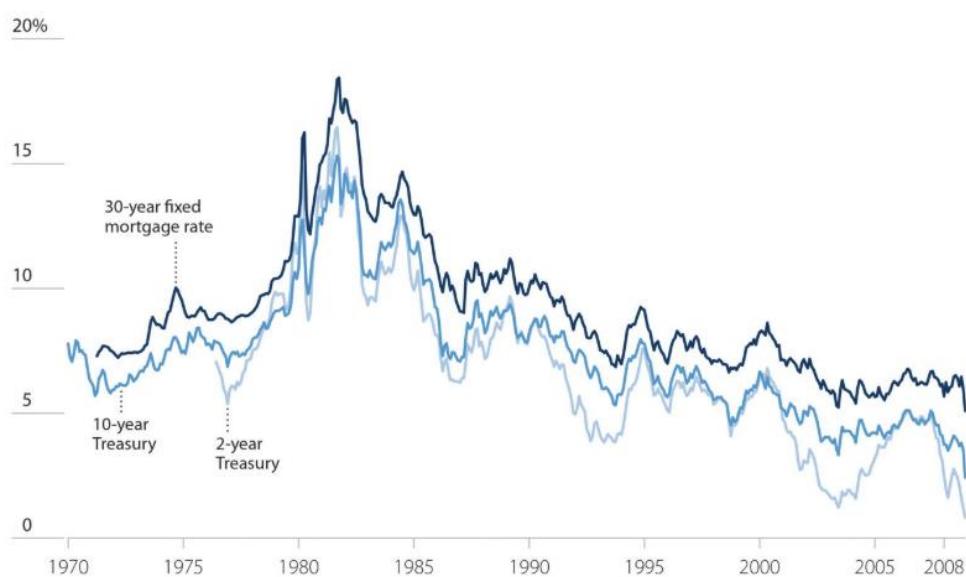


Рисунок 2.19- Довгострокові процентні ставки на 30 річні іпотеки, Дохідність 10-річних та 2-річних державних облігацій.

Четвертою є глобальні макроекономічні дисбаланси. У світі склалася ситуація, коли низка країн з високими заощадженнями і профіцитом рахунку поточних операцій (наприклад, Китай, нафтовидобувні країни) інвестували надлишок капіталу в американські активи, фінансуючи споживання і житловий бум

у США. Цей “глобальний надлишок заощаджень” тримав процентні ставки в США низькими, стимулюючи бум кредитування. Водночас країни Європи також накопичували дисбаланси – деякі банки в Великобританії, Німеччині, Швейцарії активно купували американські іпотечні папери, а економіки Південної Європи жили в умовах дешевих кредитів після запровадження євро.

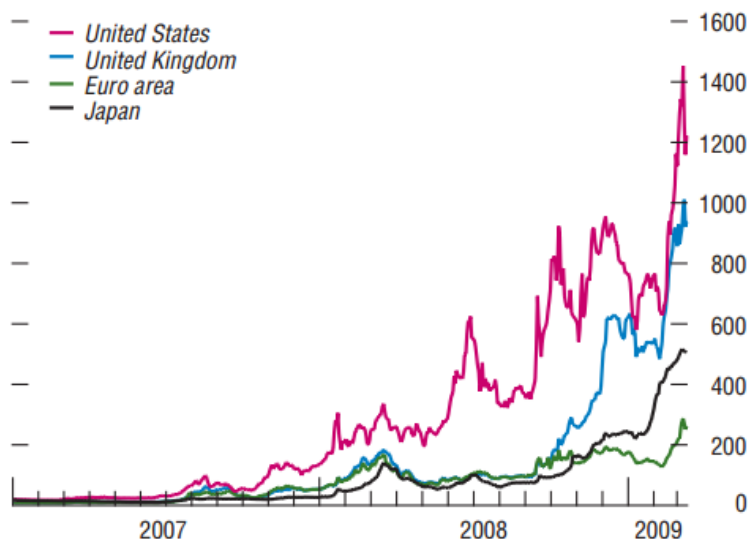


Рисунок 2.20- спреда кредитно-дефолтних свопів у страховому секторі в США, Великобританії, євроні та Японії у період 2006–2009 років.

Як зауважують К. Райнхарт і К. Рогофф у праці “This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly”, подібне поєднання факторів – кредитний бум, активне залучення боргу і самовпевненість, що “цього разу все інакше” – майже завжди передують великим фінансовим кризам [39].

Перебіг кризи. Вже у 2007 р. з’явилися ознаки майбутніх потрясінь. У середині 2007 р. в США різко зросли неплатежі за субстандартними іпотеками. В червні–липні 2007 р. два хедж-фонди інвестиційного банку Bear Stearns збанкрутували через збитки на іпотечних паперах – подія, що часто розглядається як перший серйозний дзвіночок кризи. Кредитні ринки стали менш довірливими: ставки міжбанківського кредитування (наприклад, LIBOR) пішли вгору, свідчаючи про наростання недовіри між банками. В серпні 2007 р. Європейський центральний банк і Федеральний резерв були змушені вперше влити додаткову ліквідність у ринки, аби заспокоїти паніку – почався етап “credit crunch”, тобто кредитного

стиснення. Попри ці сигнали, реальна економіка ще не відчула значного спаду у 2007 р., а більшість інвесторів і урядовців сподівалися, що проблеми обмежаться сегментом ризикової іпотеки. Проте, Н. Рубіні наприкінці 2007 р. зазначив, що “фінансова турбулентність, ймовірно, затягнеться, а її наслідки для реальної економіки будуть серйозними” – фактично передбачаючи неминучість рецесії.

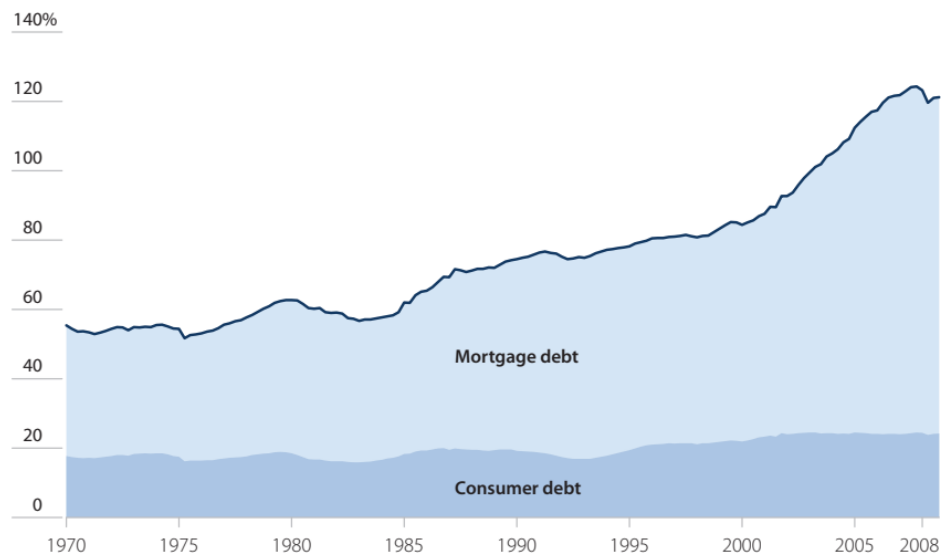


Рисунок 2.21- іпотечний та споживчий борги у відсотках в період з 1970 по 2008 рр (США)

На початку 2008 р. стало очевидно, що криза поширюється. У березні 2008 р. зазнав краху п'ятий за розміром інвестбанк США Bear Stearns, врятований від повного банкрутства екстреним поглинанням банком JPMorgan Chase за підтримки Федерального резерву. Цей випадок показав, наскільки важкими стали втрати фінансових установ. Проте справжній кульмінаційний момент настав восени 2008 р. 15 вересня 2008 року банкрутство інвестбанку Lehman Brothers – одного з найбільших у світі – спровокувало шокову хвилю на глобальних фінансових ринках. Це була точка неповернення: ринки охопила паніка, міжбанківське кредитування практично зупинилося, біржові індекси обвалилися. Протягом кількох тижнів вересня–жовтня 2008 р. низка провідних фінансових установ опинилася на межі краху. У США уряд та ФРС змушені були рятувати страхового гіганта AIG, фінансові компанії Fannie Mae та Freddie Mac, а також терміново ухвалили програму викупу проблемних активів TARP обсягом \$700 млрд.

Паралельно в Європі уряди рятували свої банки: наприклад, Велика Британія фактично націоналізувала банк Northern Rock (ще в лютому 2008 р.), надала масштабну допомогу Royal Bank of Scotland, HBOS та іншим; уряд Німеччини підтримав Hypo Real Estate і т.д. Криза набула глобального характеру: у жовтні 2008 р. свій державний дефолт оголосила Ісландія – її переобтяжена банківська система зазнала краху, що вимагало втручання МВФ. Фінансова система переживала системний шок, який професор Б. Айхенгрін пізніше порівняв із ланцюговою реакцією 1931 року під час Великої депресії [40].

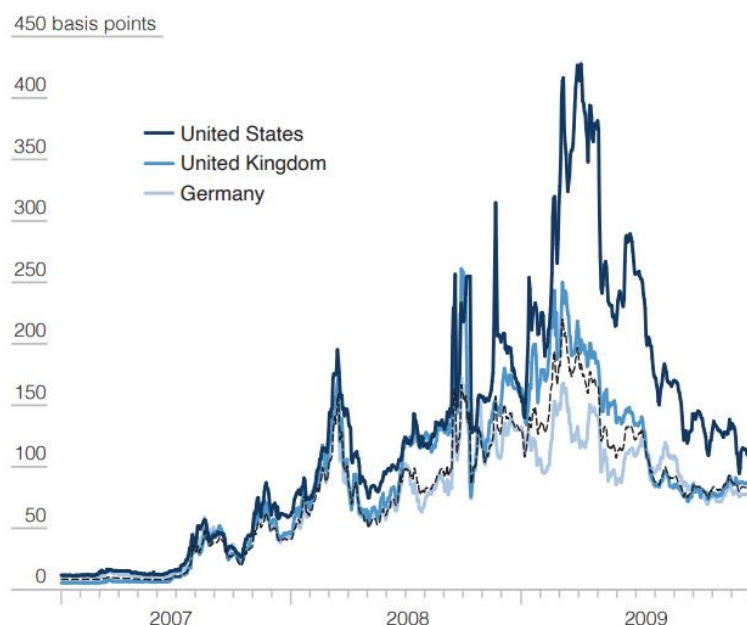


Рисунок 2.22- п'ятирічні спреди на кредитно-дефолтні свопи для США, Великої Британії та Німеччини.

Таблиця 2.11- порівняння країн та динаміка спредів під час кризи та після неї

Країна	Рівень ризику під час піку	Динаміка після 2009
США	Найвищий (понад 400 б.п.)	Швидке зниження, але з коливаннями
Велика Британія	Середній (~300 б.п.)	Більш рівномірне падіння
Німеччина	Найменше зростання (~250 б.п.)	Найстабільніша динаміка

Фінансовий обвал швидко вдарив по реальній економіці. В останньому кварталі 2008 р. розвинені економіки увійшли в різку рецесію: зокрема, ВВП США

в IV кв. 2008 р. впав на 8,4% в перерахунку на річні темпи, а ВВП Єврозони – на 1.8% за квартал (що відповідає ~7% річних). Світова торгівля скорочувалася рекордними темпами – за даними СОТ, обсяг світового товарного експорту у 2009 р. зменшився приблизно на 9% в реальному виразі, а в номінальному виразі (через падіння цін) – більш ніж на 20%. Падіння зовнішнього попиту боляче вдарило по експортно-орієнтованих країнах: Японія в четвертому кварталі 2008 р. зафіксувала падіння ВВП на величезні 12% (річні темпи), різко скоротився експорт у Китаї, Німеччині, інших промислових країнах. У 2009 р. рецесія охопила практично всі куточки світу: у розвинених країнах сукупний ВВП знижувався на 3–4% за рік, зокрема економіка Німеччини скоротилася на ~5%, Великої Британії – на 4.2%, Японії – на 5.4%. Багато ринків, що розвиваються, також постраждали: наприклад, ВВП Росії впав на 7.8% у 2009 р. через колапс цін на нафту та відтік капіталу; в країнах Східної Європи – таких як Україна, Латвія – спостерігалось двозначне падіння ВВП (Україна у 2009 р. втратила близько 15% ВВП, вступивши в глибоку фінансово-валютну кризу). Міжнародний валютний фонд і Світовий банк надавали термінові стабілізаційні кредити ряду країн (Угорщина, Україна, Латвія та ін.) для запобігання повномасштабним колапсам. Безробіття почало швидко зростати по всьому світу, а індекси споживчої довіри та ділової активності впали до найнижчих рівнів за багато десятиліть. У квітні 2009 р. в Лондоні відбувся екстрений саміт G20, де лідери провідних держав узгодили координацію антикризових заходів – зокрема, масовані фіскальні стимули та підтримку міжнародної ліквідності. Завдяки безпрецедентним зусиллям центральних банків та урядів вдалося запобігти повторенню неконтрольованої депресії 1930-х, але перша половина 2009 р. увійшла в історію як період найглибшого спаду світової економіки за повоєнний час.

Близько середини 2009 р. з'явилися перші ознаки того, що найгірше позаду. Агресивне зниження процентних ставок (до 0–0,25% у США та аналогічно низьких рівнів у інших країнах) і програми “кількісного пом'якшення” забезпечили банківські системи ліквідністю. Уряди багатьох країн запустили стимули: у США набув чинності великий пакет стимулюючих видатків (план Обама на \$787 млрд) [41], Китай реалізував масштабний інвестиційний план обсягом ~4 трлн юанів,

країни ЄС також збільшили витрати. Ці заходи почали давати результат – фінансові ринки стабілізувалися, кредитні спреди поступово знизилися. В третьому кварталі 2009 р. деякі економіки повернулися до зростання: наприклад, ВВП Німеччини та Франції показали невелике зростання після півтора року спадів. У США офіційно рецесія завершилася в червні 2009 р., хоча відновлення було повільним. На глобальному рівні МВФ восени 2009 р. зазначив, що світова економіка виходить з найглибшої фази спаду. Тим не менш, наслідки кризи ще довго давалися взнаки, і відновлення було нерівномірним: наприклад, у Європі фінансова криза трансформувалася у кризу суверенних боргів 2010 р., а безробіття залишалося підвищеним. Але саме друга половина 2009 р. стала переломним моментом, коли завдяки скоординованим діям вдалося зупинити падіння світової економіки.

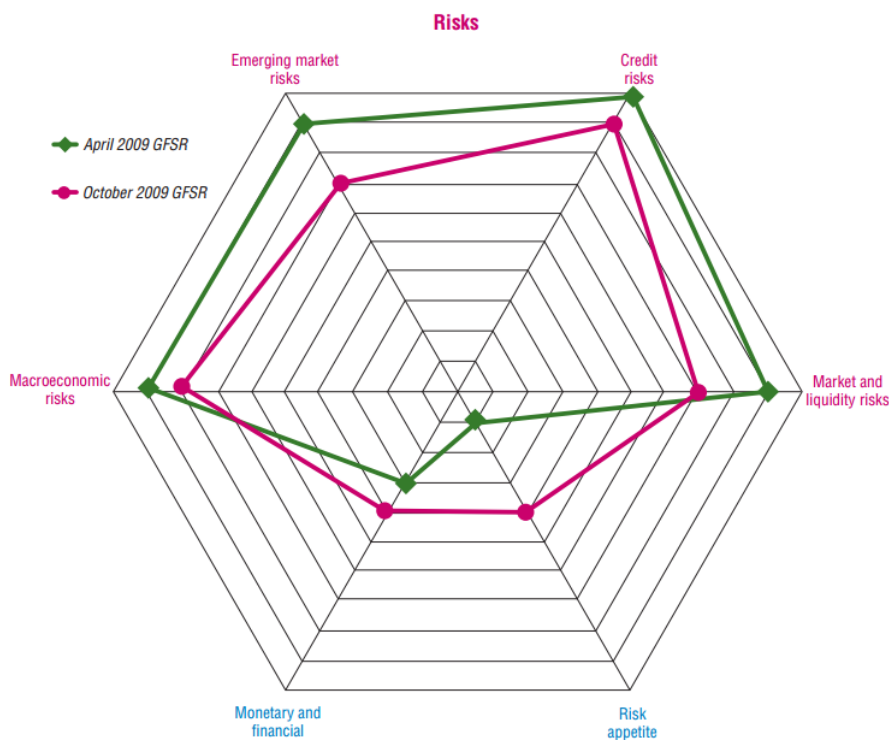


Рисунок 2.23- мапа глобальної фінансової стабільності з квітня по жовтень 2009 р.

Макроекономічні наслідки. За даними Світового банку, у 2009 році сумарний випуск світової економіки скоротився приблизно на 2,1%, що стало першим глобальним спадом за повоєнний період [42]. У перерахунку на душу населення світовий ВВП впав майже на 3%. Для порівняння, під час попередніх глобальних рецесій 1975, 1982 чи 1991 років світове зростання лише

сповільнювалося, але не ставало від'ємним – тому 2009 рік виділяється як безпрецедентний обвал. Світова торгівля пережила “великий колапс”: обсяги експорту і імпорту впали на 10–12% за рік (найгірший показник з 1930-х років). Ціни на сировинні товари обвалилися – зокрема, нафта подешевшала з пікових \$147 у липні 2008 р. до ~\$40 на початку 2009 р., що боляче вдарило по нафтоекспортерам (Росія, Венесуела, країни Затоки). Глобальні фінансові ринки втратили значну частку своєї капіталізації: згідно зі звітами МВФ, сукупна ринкова капіталізація світових фондових ринків зменшилася на кілька десятків трильйонів доларів у кінці 2008 – початку 2009 року. Індекс S&P Global 1200, що охоплює основні біржі, впав приблизно на 50% від свого максимального рівня 2007 р. до мінімуму в березні 2009 р.. Лише ближче до 2010 р. почалося часткове відновлення ринкової вартості. Криза також сильно позначилася на світовому ринку праці: число безробітних у світі до кінця 2009 року зросло до ~212 млн осіб – на 34 млн більше, ніж перед кризою. Це означає, що рівень глобального безробіття вперше в історії перевищив 6%. Особливо сильне зростання безробіття спостерігалось в розвинених державах (США, Іспанія, Ірландія та ін.), а також у Східній Європі.

Інфляційні процеси різко змінилися на дезінфляцію: глобальний рівень інфляції мав внаслідок слабкого попиту і здешевлення ресурсів. В розвинених країнах у 2009 р. зафіксовано майже нульову інфляцію, а подекуди і дефляцію – наприклад, у США споживчі ціни в середньому знизилися на 0,4% у 2009 р. (після +3,8% у 2008), в єврозоні інфляція впала до лише +0,3%. У вересні 2009 р. інфляція в групі розвинених країн G20 опустилася до –0,3% річних, тобто спостерігалася легка дефляція. Натомість у великих країнах, що розвиваються (G20 Emerging), інфляція також суттєво знизилася – до ~5% у 2009 р. порівняно з 9% до кризи. Загалом світ після кризи опинився перед загрозою дефляційної спіралі, що змусило центральні банки продовжувати політику ультранизьких ставок і нетрадиційних заходів підтримки.

Таблиця 2.12- рівень інфляції у США та Європі 2005-2009 рр.

Рік	Інфляція в США (%)	Інфляція в Європі (%)
-----	--------------------	-----------------------

2005	3,4	2,2
2006	3,2	2,3
2007	2,9	2,1
2008	3,8	3,3
2009	-0,4	0,3

Таблиця 2.13 - Чисті фінансові потоки в країни, що розвиваються у млрд дол.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f
Current account balance	409.4	233.0	173.3	129.6	-16.7	-74.9	-108.2	-126.3
<u>Capital inflows</u>	812.7	701.0	1,218.8	1,175.0	1,192.4	1,260.9	1,297.4	1,394.8
Private inflows, net	782.3	620.0	1,145.6	1,145.1	1,178.3	1,250.2	1,290.7	1,391.7
Equity inflows, net	583.4	541.3	710.5	710.4	758.1	791.1	803.5	863.5
Net FDI inflows	637.0	427.1	582.3	701.5	670.0	719.3	715.7	758.2
Net portfolio equity inflows	-53.6	114.2	128.2	8.9	88.1	71.8	87.8	105.3
Private creditors, Net	198.8	78.7	435.1	434.6	420.2	459.1	487.2	528.2
Bonds	-8.6	61.0	129.7	123.8	190.3	187.3	164.4	151.9
Banks	223.3	-11.9	37.2	108.2	82.0	104.7	125.3	146.9
Short-term debt flows	-17.1	17.8	257.6	189.3	141.0	158.5	188.2	221.1
Other private	1.3	11.7	10.7	13.3	7.1	9.2	10.4	9.8
Official inflows, net	30.4	81.0	73.2	30.0	14.1	10.7	6.7	3.1
World Bank	7.2	18.3	22.4	6.6	4.6			
IMF	10.8	26.8	13.8	0.5	-3.9			
Other official	12.4	35.9	36.9	22.8	13.4			
<u>Capital outflows</u>	-321.2	-175.2	-314.1	-284.7	-365.4	-371.3	-416.3	-464.4
FDI outflows	-211.8	-144.3	-213.9	-198.0	-238.0	-275.0	-325.0	-370.0
Portfolio equity outflows	-32.1	-75.9	-50.6	4.3	-12.4	-17.3	-24.3	-29.4
Private debt outflows	-78.3	50.7	-57.3	-81.0	-103.0	-72.0	-61.0	-56.0
Other outflows	1.0	-5.7	7.7	-10.0	-12.0	-7.0	-6.0	-9.0
Net capital flows (inflows + outflows)	491.5	525.8	904.7	890.4	827.1	889.6	881.1	930.4
<u>Net unidentified Flows/a</u>	-82.1	-292.8	-731.3	-760.8	-843.8	-964.5	-989.3	-1,056.7

Для економіки США наслідки кризи виявилися найгіршими з часів Другої світової війни. Реальний ВВП США скоротився на 2,5–2,8% за підсумками 2009 року (для порівняння: у 1930-х роках падіння були більш глибокими, але з тих пір жодного разу річний ВВП США не знижувався настільки). Від піка ділового циклу (4 кв. 2007 р.) до найнижчої точки (2 кв. 2009 р.) сукупне зниження реального ВВП склало приблизно 4,3%, що є рекордним спадом за повоєнний період США. Безробіття в країні стрімко зросло: якщо на початку 2007 р. рівень безробіття був ~4,5%, то у жовтні 2009 р. він досяг піку 10,0% – вперше за чверть століття двозначного рівня. Протягом 2008–2009 рр. американська економіка втратила близько 8,7 млн робочих місць (7% зайнятих). Особливо постраждав будівельний сектор та суміжні галузі, а також автомобільна промисловість (автовиробники GM

і Chrysler збанкрутували та були реорганізовані за підтримки уряду). Фондовий ринок США пережив драматичне падіння: індекс S&P 500 втратив 57% від історичного максимуму жовтня 2007 р. до мінімуму в березні 2009 р. (з 1565 пунктів до ~676 пунктів). Вартість житла також різко впала: середні ціни на житло в США знизилися приблизно на 30% від пікових значень 2006 р., залишивши мільйони власників із іпотекою “під водою” (коли борг перевищує вартість житла). Через це споживчі витрати впали, поглиблюючи рецесію.

Бюджетний дефіцит США різко зріс унаслідок одночасного падіння доходів та масштабних антикризових витрат: у 2009 фінансовому році дефіцит федерального бюджету перевищив \$1,4 трлн (близько 10% ВВП), тоді як у 2007 р. становив лише ~1% ВВП. Державний борг відповідно почав швидко зростати. Федеральна резервна система, зі свого боку, опустила базову ставку до нуля і розгорнула програми викупу активів (пізніше відомі як QE), роздувши свій баланс з <\$1 трлн до >\$2 трлн наприкінці 2009 р. Як зауважує К. Рогофф, наслідки фінансової кризи відрізняються від звичайних рецесій: відновлення після обвалу фінансової системи є значно повільнішим і болючішим, зважаючи на боргове навантаження та втрату довіри [43]. Дійсно, американські показники повернулися до докризових рівнів виробництва та зайнятості лише за кілька років: наприклад, ВВП США відновив докризовий реальний обсяг лише у 2011 р., а безробіття спало до ~5% лише у 2016 р.

Економіки Західної Європи пережили не менш серйозний шок. Середній спад ВВП в єврозоні у 2009 р. становив близько -4,1%, причому найглибше постраждали промислово орієнтовані країни: Німеччина скоротилася на -5,6%, Італія на -5,3%, Великобританія - на -4,2%. Франція мала дещо менший спад (-2,9%), частково завдяки більшій частці держсектора і меншому борговому навантаженню домогосподарств. В окремих європейських країнах спалахнули власні кризові процеси: в Ірландії луснула бульбашка нерухомості, ВВП впав на 6–7%; Іспанія увійшла у затяжну рецесію з падінням ~3,7% у 2009 р. і вибухом безробіття (рівень безробіття в Іспанії підскочив з ~8% до понад 18% у 2009–2010 рр.). Загалом безробіття в єврозоні зросло з 7,5% у 2007 до 9,6% у 2009 р., а надалі

продовжило підніматися, досягши ~12% у 2013 р. Банківські системи Європи потребували масштабної підтримки: уряди влили сотні мільярдів євро в рекапіталізацію банків і надали гарантії по депозитах, щоб відновити довіру. Державні фінанси багатьох країн опинилися під тиском – через падіння доходів і витрати на порятунок банків. Наприклад, державний борг Ірландії зріс з ~25% ВВП до понад 100% ВВП після того, як держава взяла на себе борги банківського сектору. У країнах Південної Європи (Греція, Португалія, Іспанія) до 2010 р. назіріли бюджетні кризи. У відповідь на ці виклики Європейський центральний банк знизив облікову ставку до 1% у 2009 р. та надавав екстрене фінансування банкам (LTRO тощо). За оцінками ОЕСР, сукупний втрачений обсяг виробництва у країнах, що входять до її складу внаслідок Великої рецесії був еквівалентний ~\$4-5 трлн, а рівень життя (ВВП на душу населення) повернувся до показників початку 2000-х. Японія – друга економіка світу на той час – зазнала удару через різке скорочення експорту: її ВВП у 2009 р. впав на 5,4%, а дефляція, яка тривалий час була проблемою Японії, поглибилася (споживчі ціни знизилися на 1,3% у 2009). Інші розвинені економіки, як-от Канада чи Південна Корея, теж увійшли в рецесію, хоча дещо менш глибоку (падіння ВВП ~2-3%). У всіх цих країнах криза проявила спільні риси: різке скорочення експорту, падіння інвестицій, зниження споживання домогосподарств через втрати багатства, а також необхідність державного втручання для стабілізації фінансового сектору.

Хоча спочатку деякі аналітики сподівалися, що найбільші ринки, що розвиваються, зможуть “відокремитися” (decouple) від проблем розвинених країн, на практиці глобальна рецесія зачепила і їх. Китай та Індія – дві найбільші економіки, що розвиваються – змогли зберегти позитивне зростання завдяки внутрішнім ринкам і урядовим стимулам, але навіть вони відчували уповільнення: зростання ВВП Китаю сповільнилося з 14% у 2007 до ~9% у 2009, Індії – з 9% до 6%. Для експортно-орієнтованих азійських “тигрів” удар був сильнішим: Південна Корея мала невеликий спад (-0,7% у 2009), Сінгапур – близько -2%, Мексика (тісно пов’язана з економікою США) зазнала глибокого падіння ВВП на -4,7%. Особливо вразливими виявилися країни з великою зовнішньою заборгованістю або

залежністю від іноземного капіталу: низка держав Східної Європи опинилася на межі дефолту. Україна у 2008–2009 рр. пережила валютно-банківську кризу: гривня девальвувала більш ніж удвічі, ВВП 2009 р. впав на 15%, інфляція перевищила 20% у 2008 (перед різким спадом до 12% у 2009), а безробіття зросло з 6,4% до понад 9%.

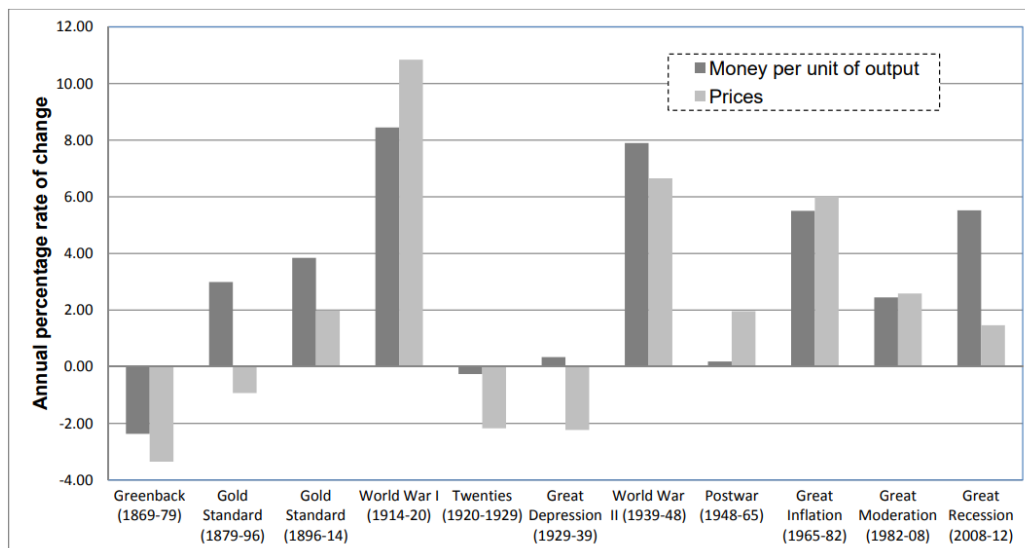


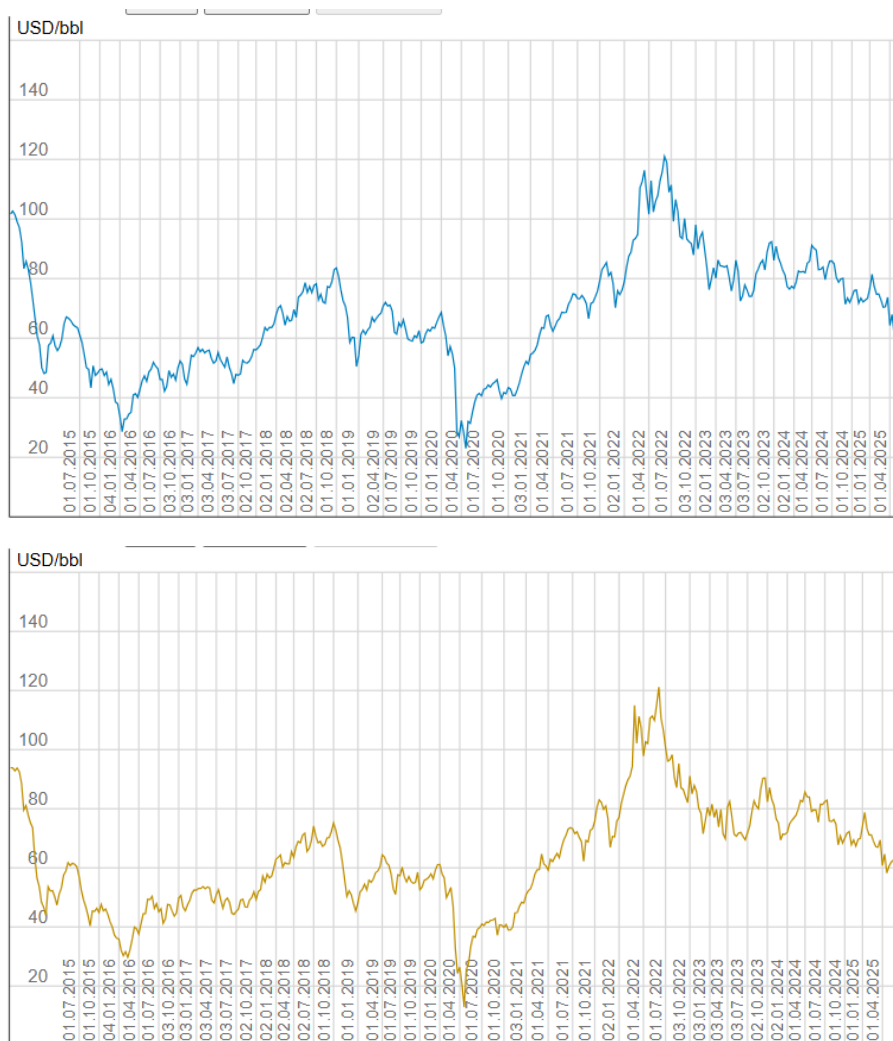
Рисунок 2.24- динаміка цін за одиницю продукції та фактичні ціни протягом 11 монетарних режимів.

2.5. Пандемічна криза 2020–2021 рр. в умовах асиметричного шоку та масштабного державного стимулювання

Пандемія COVID-19 стала унікальним екзогенним шоком для світової економіки. На відміну від фінансових криз, що визрівали через внутрішні дисбаланси, ця криза була спричинена зовнішнім фактором. З метою стримання епідемії уряди по всьому світу запровадили безпрецедентні карантинні обмеження та локдауни, фактично зупинивши значну частину економічної активності. Як образно зазначила головний економіст МВФ Г. Гопінат, світ опинився у стані «великого локдауну», а масштаби і швидкість спаду економічної активності не мали прецедентів за наше життя [44]. Лише за кілька тижнів початку 2020 року відбулося різке скорочення виробництва, перевезень і споживання, яке неможливо було б уявити за звичних умов. Важливо, що ця криза не була наслідком

економічних помилок чи надмірностей – як підкреслювала президент ЄЦБ К. Лагард, це «криза без чиєїсь провини», спричинена зовнішнім шоком і найбільш серйозна в мирний час.

Вірус не знав кордонів: вже в першому кварталі 2020 року ланцюги поставок порушилися через зупинку виробництва в Китаї, а невдовзі інфекція і економічний шок охопили Європу та США. МВФ у квітні 2020 р. прогнозував падіння світового ВВП на 3% – найгірший показник з часів Великої депресії 1930-х. Одночасно світові ціни на нафту обвалилися (у квітні 2020 р. – до мінімумів за кілька десятиліть), що завдало додаткового удару економікам-експортерам сировини.



Рисунки 2.25, 2.26- ціни на нафту марок Brent та WTI 2015-2025 рр.

Структура економік окремих країн зумовила різну вразливість до цього шоку. Країни, залежні від туризму, пасажирських перевезень, розважального

бізнесу, пережили особливо різке падіння активності. Натомість держави з розвинутим сектором цифрових послуг або ті, що змогли оперативнo стримати вірус, мали відносно менший удар. Приміром, Китай жорстко локалізував вірус у першому кварталі 2020 р., що дозволило згодом швидко відновити виробництво; на відміну від цього, у США та ряді європейських країн пандемія тривалий час виходила з-під контролю, примушуючи до повторних карантинів і підсилюючи економічні втрати. Як зауважив Стігліц, розраховувати на швидке V-подібне відновлення було ілюзією, особливо в країнах, які не впоралися з контролем над пандемією (наприклад, США) [45]. Вже на початку кризи оглядачі відзначали й інші уразливі місця: історично низькі процентні ставки обмежували можливості монетарної політики пом'якшити шок, а високий рівень боргів у багатьох країнах ще з попередньої кризи зменшував фінансовий простір. У таких умовах стало очевидним, що потрібна не стандартна макроекономічна корекція, а безпрецедентні заходи, аби запобігти колапсу системи.



Рисунок 2.27- рівень безробіття з січня по травень 2020 р.

Перебіг кризи. Перші економічні ефекти пандемії проявилися вже в січні–лютому 2020 року, коли Китай, займаючи ключове місце у світових виробничо-збутових ланцюгах, запровадив локдаун у провінції Хубей. У лютому 2020 промислове виробництво Китаю впало на понад 13% рік до року, що відчули підприємства по всьому світу через нестачу компонентів та матеріалів. Одночасно почало різко скорочуватися міжнародне авіасполучення та туристичний потік. Уже в березні 2020 року COVID-19 поширився в Європі та США, і 11 березня ВОЗ

оголосила пандемію. Протягом кількох тижнів більшість розвинених країн запровадила жорсткі карантинні заходи: закриття кордонів, зупинку роботи закладів громадського харчування, готелів, магазинів (окрім критичних), заборону масових заходів і т.д. Як результат, у першому кварталі 2020 р. ВВП США знизився на 1.3% (у річному вимірі це –4,8%), в ЄС – на 3,8%. Фінансові ринки відреагували панікою: фондові індекси США втратили близько третини своєї вартості впродовж кількох тижнів, а індекс волатильності VIX підскочив до рекордних рівнів з часів кризи 2008 р. Попит споживачів обвалився, оскільки домогосподарства через локдаун різко скоротили витрати, відкладаючи кошти «на чорний день». Бізнеси масово згортали діяльність: у США лише за останні два тижні березня число нових заяв на допомогу з безробіття перевищило 10 мільйонів – нечуваний до тих пір приріст за такий короткий час. Центробанки і уряди провідних країн намагалися загасити пожежу: у березні 2020 ФРС США екстрено знизила базову ставку до нуля і розгорнула програми кількісного пом'якшення та екстреного кредитування, а Конгрес ухвалив пакет підтримки економіки (CARES Act) на суму \$2,2 трлн. – близько 10% ВВП США [46]. Подібно, в країнах ЄС запровадили програми прямої підтримки бізнесу і працівників (зокрема, масові програми субсидування зарплат при вимушеному простої, як-от німецький Kurzarbeit). Європейський центробанк запровадив надзвичайну програму скуповування активів (PEPP) обсягом €750 млрд, щоб стабілізувати фінансові ринки та підтримати ліквідність банків. Такі безпрецедентні заходи вже в кінці першого – на початку другого кварталу 2020 р. зупинили панічне падіння фінансових ринків і заклали основу для часткового відновлення економічної активності.

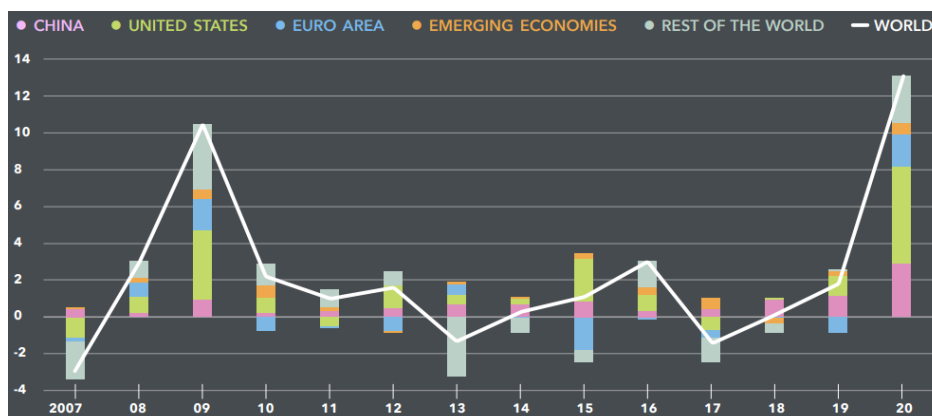


Рисунок 2.28- динаміка держ. боргу переліку країн у % від ВВП 2007-2020 рр.

Найбільш критичним періодом кризи став другий квартал 2020 року, коли ефект локдаунів проявився повною мірою. У квітні значна частина світової економіки фактично не працювала. ВВП США у квітні–червні обвалився на рекордні 32,9% у перерахунку на річні темпи (тобто приблизно на 9% за квартал), що стало найбільшим квартальним падінням з часів Другої світової війни. Єврозона за оцінками ЄЦБ втратила близько 13% ВВП у другому кварталі, причому окремі країни пережили справжній економічний шок: наприклад, Велика Британія за цей квартал знизилася більш ніж на 20% (найгірший показник серед країн G7). Глобальні обсяги торгівлі товарами впали приблизно на 15% у першій половині 2020 року; за рік загалом світовий товарообіг скоротився на 5,3%. Різко зріс рівень безробіття: у США він сягнув піку 14,7% у квітні 2020 – найвищого значення з часів Великої депресії. В країнах ЄС завдяки програмам збереження робочих місць офіційне безробіття зросло помірніше, проте реальна зайнятість різко впала. Наприклад, за оцінками OECD, у червні 2020 р. в країнах цієї організації було втрачено від 15% до 20% робочого часу (еквівалент десятків мільйонів робочих місць) порівняно з докризовим періодом [47]. На ринках праці та в малому бізнесі криза вдарила перш за все по найменш захищених: малокваліфікованих працівниках, секторі послуг, жінках і молоді. В країнах, що розвиваються, де більша частина населення зайнята в неформальному секторі, мільйони людей втратили джерела доходів. Світовий банк оцінив, що вперше за останні кілька десятиліть зростає бідність: близько 100 млн людей у світі у 2020 р. опинилися за межею крайньої бідності. На тлі цих потрясінь уряди й далі нарощували підтримку: у США в кінці червня 2020 р. було продовжено виплати підвищеної допомоги з безробіття, в Європі анонсовано створення спільного фонду відновлення Next Generation EU обсягом €750 млрд для підтримки країн-членів. Попри величезні видатки, провідні економісти наголошували, що передчасне згортання стимулів неприпустиме. Так, Г. Гопінат восени 2020 р. писала, що вихід із кризи буде

«тривалим, нерівномірним і вкрай непевним», а тому фінансову та монетарну підтримку необхідно продовжувати настільки, наскільки це можливо.

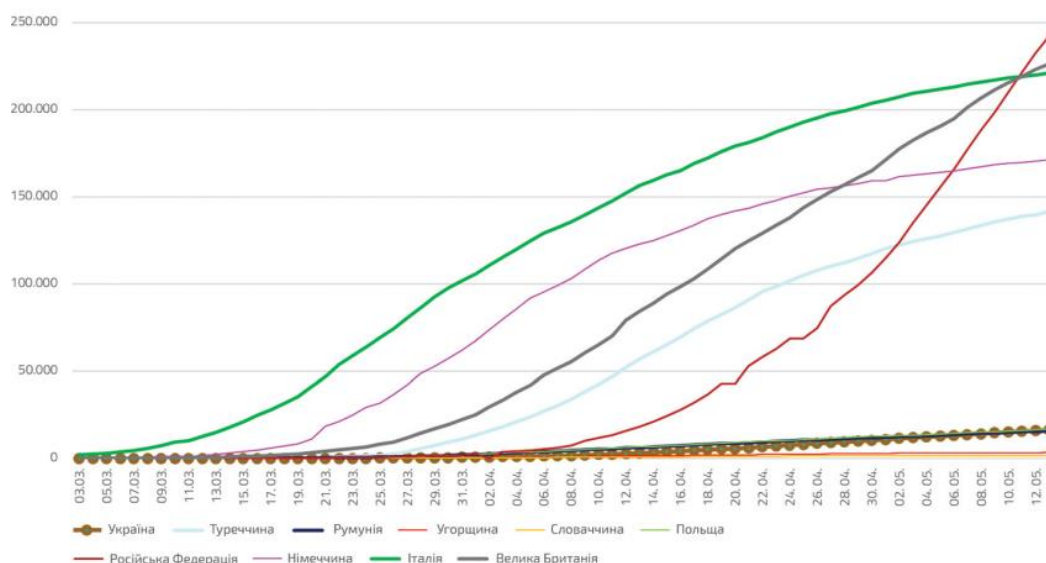


Рисунок 2.29- Поширення COVID-19 в Україні та у вибраних країнах (2020 р.)

Після катастрофічного квітня–травня 2020 економіка почала поступово пристосовуватися до життя в умовах пандемії. Влітку, зі зменшенням захворюваності, багато країн частково пом'якшили карантинні обмеження. Це одразу позначилося на макропоказниках: вже в третьому кварталі 2020 р. відбулося безпрецедентне квартальне зростання ВВП. Наприклад, економіка США у липні–вересні зросла на 33,4% у перерахунку на річні темпи (що відповідає +7,5% за квартал після зняття локдауну). Єврозона також додала понад 12% за III квартал, частково надолужуючи попередні втрати. Однак це відновлення було лише частковим: як зауважив Стігліц, навіть за оптимістичними прогнозами МВФ, до кінця 2021 року економіка США та Європи все ще мала бути приблизно на 4% меншою, ніж до пандемії. Восени 2020 р. стало зрозуміло, що швидкого повернення до докризової траєкторії не буде – економіка увійшла в фазу повільного «підйому з прірви». Зменшення ВВП у 2020 р. за підсумками року було переглянуте в бік погіршення (МВФ у жовтні 2020 очікував –4,4% глобально замість –3% навесні), а відновлення 2021 р. прогнозувалося лише частковим (близько +5%). Водночас ситуація стабілізувалася: після історичного обвалу весни повторний колапс був відвернений. Єдиною великою економікою, що змогла уникнути рецесії була

економіка Китаю, яка за підсумками 2020 року навіть показала зростання (+2,3% ВВП), ставши своєрідним винятком із правила [48] .

Таблиця 2.14 - економічний прогноз МВФ, квітень 2020 року

	ВВП (% змін р/р)			Інфляція (% змін р/р)			Безробіття (% робочої сили)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Світ	2,9 %	-3,0 %	5,8 %	3,6 %	3,0 %	3,3 %		n/a	
Європейський Союз	1,7 %	-7,1 %	4,8 %	1,4 %	0,6 %	1,2 %		n/a	
Країни Європи, що розвиваються*	2,1 %	-5,2 %	4,2 %	6,5 %	5,1 %	5,0 %		n/a	
Росія	1,3 %	-5,5 %	3,5 %	4,5 %	3,1 %	2,9 %	4,6 %	4,9 %	4,8 %
Польща	4,1 %	-4,6 %	4,2 %	2,3 %	3,2 %	2,6 %	3,3 %	9,9 %	8,0 %
Білорусь	1,2 %	-6,0 %	3,5 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	0,3 %	2,3 %	1,8 %
Україна	3,2 %	-7,7 %	3,6 %	7,9 %	4,5 %	7,2 %	8,5 %	10,0 %	9,3 %

З початку 2021 року ситуація почала поступово змінюватися завдяки появі медичних рішень. У січні 2021 р. стартували програми масової вакцинації населення в США, Великій Британії, ЄС та інших розвинених країнах. Це дало надію на поступове повернення до нормального життя. Хоча перші місяці 2021 були позначені новими хвилями захворюваності (наприклад, «альфа»-штам у Європі на початку року, а згодом індійський «дельта»-варіант влітку), уряди дедалі неохочіше вдавалися до повних локдаунів, зважаючи на економічні наслідки. Натомість широко застосовувалися адаптивні карантини, масковий режим, вимоги вакцинації тощо, що дозволяло бізнесу працювати хоч і з обмеженнями. На додаток, починаючи з березня 2021 р. до економіки США надійшла нова хвиля стимулів – адміністрація Д. Байдена запровадила пакет підтримки American Rescue Plan (\$1,9 трлн), продовжуючи політику бюджетного стимулювання. Сукупно США протягом 2020–2021 рр. спрямували на боротьбу з наслідками COVID-19 астрономічну суму – близько 25% свого ВВП, чого ще ніколи не було в мирний час [49].

Подібно, уряди країн ЄС продовжили програми підтримки бізнесу і домогосподарств, а влітку 2021 р. затвердили план інвестицій та реформ за рахунок фонду Next Generation EU. Такі заходи дали результат: у другому–третьому кварталі 2021 р. багато економік повернулися до впевненого зростання. Наприклад,

ВВП США у 2021 р. зріс на 5,7% – найвищий темп з середини 1980-х, Єврозона додала близько 5%, відновивши значну частину втраченого. Світова економіка загалом, за оцінками МВФ, зросла у 2021 р. на 5,9% – рекордний показник за останні десятиліття, що відображає ефект низької бази та дію стимулів. Проте відновлення відбувалося нерівномірно. Розвинені економіки з високим рівнем вакцинації та потужною бюджетною підтримкою (США, Західна Європа) відновилися найшвидше, тоді як багато країн, що розвиваються, стикнулися з продовженням пандемії та фінансовими обмеженнями. Так, у Індії навесні 2021 вирувала надзвичайно тяжка «друга хвиля» COVID-19, яка знову пригальмувала економіку (в 2020/21 фінансовому році Індія фіксувала падіння ВВП близько –7%). Латиноамериканські країни (Бразилія, Аргентина та ін.) також відставали: попри певне пожвавлення у 2021 р., їхні економіки залишалися помітно меншими за допандемічні, а рівень бідності – вищим.

Макроекономічні наслідки. Криза, спричинена пандемією COVID-19, мала приголомшлєві макроекономічні наслідки по всьому світу. По-перше, відбулося різке падіння валового внутрішнього продукту (ВВП) у 2020 році з наступним частковим відновленням у 2021-му. За даними Бюро економічного аналізу США, ВВП США у 2020 р. скоротився на 3,5% – це найгірший показник за повоєнний період (від 1946 року). Для порівняння, під час фінансової кризи 2009 р. економіка США падала на 2,5%, тобто пандемічний шок виявився більш руйнівним. ВВП Єврозони у 2020 р. знизився приблизно на 6,5–6,8% (за оцінками ЄЦБ та Єврокомісії), що також стало рекордним спадом за всю історію існування євро та найбільшим з часів Другої світової війни для Європи загалом. Деякі країни Європи зазнали двозначного падіння: наприклад, економіка Іспанії скоротилася майже на 10,8%, Великої Британії – на 9,8%, Італії – на 8,9% за підсумками 2020 року. Натомість Китай, єдиний із великих економік, зміг уникнути спаду, досягнувши +2,3% зростання ВВП у 2020 р., хоч це і був найнижчий темп для Китаю за останні 40 років.



Рисунок 2.30- Вплив пандемії COVID-19 на світовий туризм у першому кварталі 2020 р. (порівняно з 1 кварталом 2019 р.)

Загалом світовий ВВП, за оцінками МВФ, скоротився на ~3,5% у 2020 році — таким чином, “велика локдаун-реcesія” 2020 року стала найглибшою глобальною реcesією з часів Великої депресії. 2021 рік приніс поживлення: глобальне зростання склало близько +5,9%, причому США додали +5,7%, Єврозона +5,2%, Китай +8,0%. Це дозволило більшості розвинених країн повернутися на рівень ВВП кінця 2019 року або навіть перевищити його. Однак багато економік, що розвиваються, відновлювалися повільніше — розрив у темпах відновлення між багатими й бідними країнами став однією з рис посткризового періоду. Наприклад, а даними МВФ, у 2020 році реальний ВВП на душу населення в країнах, що розвиваються (без Китаю), скоротився на 5,9%, тоді як у розвинених економіках — на 4,5%. У 2021 році відновлення в розвинених країнах було швидшим: зростання на 5,2% проти 3,6% у країнах, що розвиваються.

По-друге, кризу 2020 р. супроводжував вибуховий стрибок безробіття та різке скорочення зайнятості, хоча згодом ринок праці частково відновився. У США рівень безробіття, який до пандемії перебував на 50-річному мінімумі (3,5%), у квітні 2020 р. підскочив до 14,7%.

Лише надзвичайні заходи підтримки – розширені виплати з безробіття, програми збереження робочих місць – дозволили стримати подальше зростання цього показника. Уже наприкінці 2020 р. безробіття в США знизилося до ~6,7%, а у 2021 р. продовжило спад, досягнувши ~3,9% у кінці року, що свідчило про досить швидке відновлення ринку праці. В Європі офіційне безробіття зросло відносно помірковано (з ~6,5% до ~8% в середньому по ЄС), однак це стало результатом масового використання програм підтримки, коли держава субсидувала зарплати працівникам у простой.

Таблиця 2.15 - урядові заходи, застосовані Україною та деякими сусідніми країнами.

Ряд заходів	Бюджетне стимулювання як % ВВП*	Нові позики та підтримка ліквідності	Відстрочка платежів за існуючими позиками та заставами	Відтермінування податкових зобов'язань, їх послаблення або скасування	Підтримка щодо заробітної платні
Німеччина 	23 %	100 млрд € на пряму рекапіталізацію з метою забезпечення платоспроможності компаній; 400 млрд € на гарантії, що допоможуть бізнесу протистояти проблемам ліквідності 100 млрд € на рефінансування	Здебільшого через European Central Bank та орієнтовано на стабілізацію довгострокових ставок за процентами, що є нижчими або дещо нижчими від ринкової ставки, залежно від ставки та бізнесу	Відтермінування податкових платежів та скорочення авансових податкових платежів, корпоративних податків і податків на торгівлю Скасування правозастосовних заходів/штрафів у випадках прострочки по оплаті Авансові платежі податку на прибуток, корпоративний податок на прибуток і податок на торгівлю було скасовано	Розширений доступ до короткострокової допомоги в разі втрати роботи Розширена програма виплат на утримання дитини для батьків із низьким рівнем доходів Спрощення доступу до основних видів підтримки доходів для осіб, що працюють не за наймом Розширення та спрощення програм компенсації соціальної допомоги
Польща 	12 %	25 млрд польських злотих (5,65 млрд €) на підтримку мікро-підприємств у формі безвідсоткових позик 50 млрд польських злотих (11,3 млрд €) на підтримку МСБ у формі безвідсоткових позик 25 млрд польських злотих (5,65 млрд €) на підтримку великих підприємств у формі позик або облігацій, придбання акцій або цінних паперів	Виплата основної суми та процентів позики Подовження пільгового періоду на додатковий термін до 6 або до 12 місяців Зменшення ставки процентів за позиками до 0 % на термін не більше 12 місяців Можливість обговорення умов надання позики для всіх підприємців, незалежно від розміру бізнесу	Відтермінування більшості податків; Спрощені форми та процедури подачі податкової звітності; Прискорено процедуру податкових відрахувань	Виплата субсидій на заробітну плату для працівників установ, що постраждали внаслідок пандемії та осіб, що працюють не за наймом: 50 % мінімальної з/п — падіння обсягів на 30 % 70 % мінімальної з/п — падіння обсягів на 50 % 90 % мінімальної з/п — падіння обсягів на 80 %

Ряд заходів	Бюджетне стимулювання як % ВВП*	Нові позики та підтримка ліквідності	Відстрочка платежів за існуючими позиками та заставами	Відтермінування податкових зобов'язань, їх послаблення або скасування	Підтримка щодо заробітної платні
Словаччина 	12 %	Гарантії на суму до 500 млн € на місяць, щоб допомогти підприємствам отримати кредит; фінансова допомога з метою зберегти робочі місця та робочі показники МСБ	Тимчасове скасування виплат працівникам на користь компаній, що залишаються закритими на час карантину; відстрочка виплати з/п та корп. податків для підприємств, чий прибуток знизився більше, ніж на 40 %; надання дозволу компаніям на зарахування збитків поточного року проти прибутків попередніх років, починаючи з 2014 р.	Подовжено термін сплати податку на прибуток; платники податків отримали право на використання недоотриманих податків за податковий період протягом 2015–2018 рр., які до цього не використовувалися, на суму максимум 1 млн € для оплати податків у 2020 р.	80 % з/п працівникам на підприємствах екстреного реагування; мін. виплата становить 1100 € на місяць, макс. — 200 000 € на місяць на компанію; компенсація для осіб, що працюють не за наймом і спеціалізуються в галузі, що найбільше постраждала від пандемії, залежно від обсягів падіння прибутків
Угорщина 	9 %	Надання позик на пільгових умовах і гарантованих позик; нова експортна підтримка через державний банк Eximbank; грант у сумі 800 000 € для інвестицій в експортні компанії; позики на оборотний капітал на пільгових умовах; новий механізм надання гарантій і страхування.	Призупинення виплат за кредитами до кінця 2020 р. для всіх, хто отримав кредит до 18 березня; подовження терміну отримання короткострокових позик ділових підприємств до 30 липня; щорічна процентна ставка (APR) для нових позик збільшено до рівня тарифної ставки СВ плюс 5 %	Послаблення соціального захисту для секторів економіки, що перебувають під найбільшою загрозою (подорожі, туризм, розваги тощо); новий додатковий податок для кредитних установ протягом 2020 р.; новий додатковий податок для об'єктів роздрібної торгівлі (кризисний податок) на користь інших важливих секторів; спрощена процедура оподаткування та процедури подачі податкових декларацій	Компенсація 70 % з/п протягом трьох місяців для компаній, що переживають занепад; суттєве скорочення різних відрахувань із з/п; прибавка до заробітної плати в розмірі 40 % для осіб, що працюють в інженерному секторі або в галузі досліджень і розробок
Україна 	Дані відсутні	4 млрд грн. виділено на компенсацію відсотків за існуючими позиками для мікро- та малих підприємств, а також розширена програма доступних позик (5–7–9 %); 24 млрд грн. для забезпечення позик із державними гарантіями інвестицій; 1,6 млрд грн. на підтримку креативних галузей	Введення нульової декларації та податку на виведений капітал; Скасування тотальної фіскалізації з повним впровадженням програмного забезпечення РРО	Термін сплати податків на землю, на оренду землі та податку на нерухомість, оплата якого мала відбутися в квітні 2020 року, подовжено до 30 червня 2020 р., а аналогічні податки за березень 2020 р. скасовано	Тимчасова матеріальна допомога з безробіття для тих, хто втратив роботу внаслідок пандемії COVID-19, виплачується в сумі двох третіх від суми з/п за кожну скорочену робочу годину, але не більше зафіксованої суми, а саме встановленої мінімальної щомісячної з/п (наразі становить 4723 грн. або 150 €); підвищення пенсій і виплат по безробіттю

Без цих програм реальне безробіття могло б перевищити рівень кризи 2009 року. У багатьох країнах, що розвиваються, особливо з великим неформальним сектором, мільйони людей просто втратили заробіток і були змушені повернутися до сільських господарств або виживати за рахунок допомоги, що не завжди відображалось у формальній статистиці безробіття.

Повною мірою відновити робочі місця в світі не вдалося навіть у 2021 р.: за даними Міжнародної організації праці, глобальні втрати робочих годин у 2021 р. еквівалентні 125 мільйонам повних робочих місць — наслідок того, що деякі сектори (наприклад, туризм) ще довго працювали не на повну потужність. Криза також посилила нерівність: висококваліфіковані працівники краще зберегли роботу тоді як низькокваліфіковані та молодь постраждали більше; капітали багатих власників активів досить швидко відновилися завдяки зростанню

фондових ринків, тоді як бідні домогосподарства витрачали останні заощадження. Це викликало занепокоєння економістів щодо “к-подібного” відновлення (коли заможні верстви відновлюються швидко, а бідні – надзвичайно повільно), яке може мати довгострокові соціальні наслідки (Stiglitz, 2020).

По-третє, наслідком кризи стало стрімке погіршення стану державних фінансів і різке зростання державного боргу. Щоб пом’якшити економічний удар, уряди вдалися до масштабних фіскальних впливань – як через прямі бюджетні витрати (допомога людям і бізнесу), так і через податкові пільги та гарантії. За оцінками МВФ, сумарні фіскальні заходи у світі, пов’язані з пандемією, до кінця 2020 р. досягли близько \$12 трильйонів – це колосальна сума, еквівалентна приблизно 12% світового ВВП. Наприклад, як вже згадувалося, у США пакети стимулювання в 2020–2021 рр. склали приблизно \$5 трлн (близько 25% ВВП), у Японії – понад 40% ВВП (враховуючи позики під держгарантії), у країнах ЄС – в середньому 10–15% ВВП прямих заходів і ще більше у формі гарантії та кредитів з держпідтримкою.

Така політика була необхідною для запобігання ще гіршим наслідкам, проте її побічним ефектом стало різке зростання бюджетних дефіцитів і державних боргів. У 2020 році майже всі країни світу фіксували значне від’ємне сальдо бюджету: у США федеральний дефіцит перевищив 15% ВВП (найвищий з 1945 р.), у Великій Британії – близько 13% ВВП, в країнах Єврозони – в середньому близько 7–8% ВВП (проти приблизно 0% у 2019 р.). Як наслідок, співвідношення державного боргу до ВВП підскочило до рівнів, небачених за останні десятиліття.

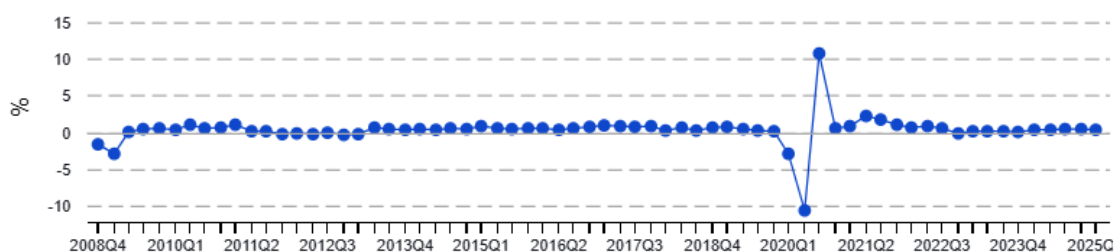


Рисунок 2.31- зміна ВВП ЄС поквартально 2008-2025 рр.

Економісти К. Райнхарт і К. Рогофф відзначають, що глобальний державний борг у 2020 р. сягнув близько 97% світового ВВП, продемонструвавши найбільше

однорічне зростання за всю історію спостережень. В розвинених країнах державний борг перевищив пік після Другої світової війни: наприклад, у США федеральний борг зріс до ~127% ВВП (з ~106% у 2019 р.), в Японії перевищив 250% ВВП, в Єврозоні в середньому піднявся до ~97% ВВП (з ~84% у 2019). Схожа динаміка була і в багатьох країнах, що розвиваються: середній рівень їх держборгу зріс до 63% і більше ВВП – максимуму за останні 30 років. Прикладами є Албанія- 69,3%, Грузія- 63,77%, Армения, 63,5% тощо. Хоча обслуговування цього боргу залишалося відносно посильним через низькі процентні ставки, ризики для фінансової стійкості зросли. Вже в 2020 р. низка бідних держав опинилися на межі дефолту. Світовий банк, головним економістом якого у розпал пандемії стала К. Райнхарт, застеріг, що «пандемія значно збільшила кількість країн, близьких до боргової кризи», і без полегшення боргового тягара світу може загрожувати хвиля суверенних дефолтів. Стігліц також закликав міжнародну спільноту розробити координаційні механізми, аби не допустити боргового колапсу у країнах, що розвиваються. Під тиском ситуації у 2020 р. було запущено ініціативи G20 з замороження боргових виплат для найбідніших країн (DSSI), а МВФ надав десятки екстрених кредитів та позик на пільгових умовах.

По-четверте, криза 2020–2021 рр. суттєво вплинула на міжнародну торгівлю та платіжний баланс країн. Як уже зазначалося, світова торгівля товарами у 2020 р. впала на 5,3% за обсягом – це дуже значне скорочення, хоч і менше, ніж побоювалися на початку (навесні 2020 WTO моделювала падіння аж на 13–32% у гіршому випадку. Торгівля послугами скоротилася ще більше – приблизно на 12% за рік, передусім через колапс міжнародного туризму та пасажирських перевезень. Країни, залежні від надходжень від туризму (наприклад, острівні економіки Карибського басейну, Південна Європа) у 2020 р. відчули різке падіння експорту послуг і, відповідно, платіжних надходжень, що спричинило кризу платіжного балансу.

Експортери сировини зіштовхнулися зі зниженням цін: хоч обвал був нетривалим, середня ціна на нафту в 2020 р. була майже на третину нижчою, ніж у 2019-му, що обмежило доходи країн-експортерів (Росія, Саудівська Аравія, країни

Перської затоки, частково Латинської Америки та Африки). Водночас динаміка торгівлі виявилася неоднорідною: якщо експорт автомобілів, одягу, машинного обладнання впав істотно (У другому кварталі 2020 року світова торгівля автомобілями скоротилася на 53% у порівнянні з аналогічним періодом 2019 р.;

У вересні 2020 р. експорт одягу знизився на 4% за даними СОТ), то торгівля медичними товарами, фармацевтикою, а також електронікою (комп'ютери, обладнання для дистанційної роботи) у другому півріччі 2020 р. навпаки різко зросла (Світова торгівля медичними товарами зросла на 16,3% у 2020 р. порівняно з 2019 р. Особливо значне зростання спостерігалось в категорії засобів індивідуального захисту (РРЕ), експорт яких збільшився на 47,2%; Експорт фармацевтичних товарів зріс на 5,5% у 2020 р.). Вже наприкінці 2020 р. глобальний експорт почав відновлюватися і до кінця 2021 р. повернувся до допандемічних рівнів.

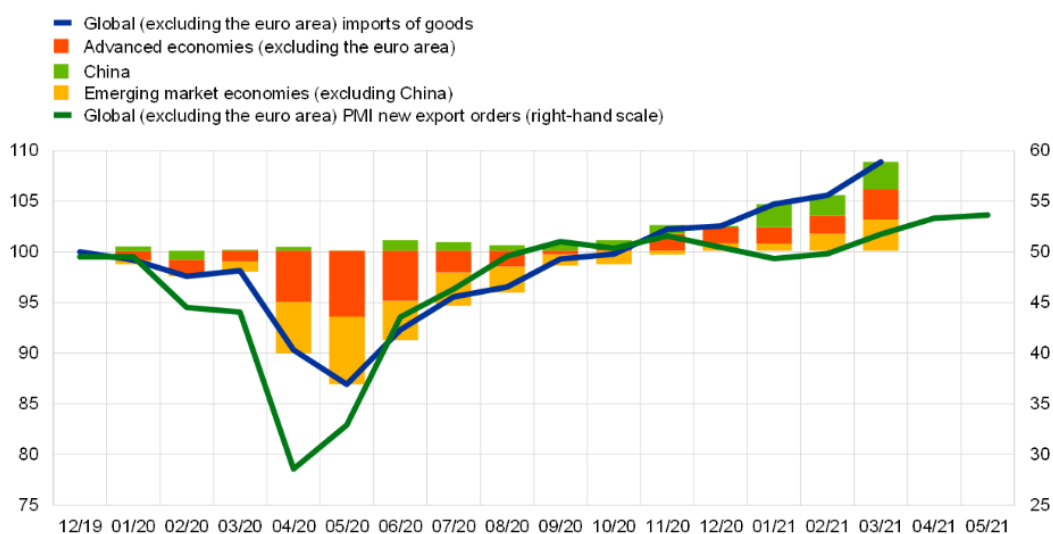


Рисунок 2.32- індекс світового імпорту та експорту (окрім Єврозони) 2019-2021 рр.

По-п'яте, монетарні наслідки кризи проявилися у двох фазах: спершу – дефляційний шок 2020 року, згодом – інфляційний тиск 2021 року. Під час різкого спаду попиту у 2020 р. інфляція суттєво знизилася в більшості країн. Ціни на енергоносії та сировину падали, підприємства знижували ціни, аби стимулювати збут. В Євразоні влітку–восени 2020 навіть фіксувалася від'ємна річна інфляція

(близько $-0,3\%$ у середньому), тобто мала місце короткочасна дефляція – вперше за десятиліття.

У США інфляція в 2020 р. в середньому становила лише $\sim 1,2\%$, значно нижче цільових 2% . Центральні банки, остерігаючись дефляційної спіралі, залили фінансову систему ліквідністю і пообіцяли наднизькі ставки на тривалий час. Такі умови, разом із відновленням попиту в 2021 р., призвели до протилежного ефекту: у другій половині 2021 року інфляція різко прискорилося. Вузькі місця на стороні пропозиції (збій глобальних ланцюгів, нестача контейнерів, брак мікрочипів) призвели до стрибка цін на окремі групи товарів, а надлишок ліквідності й відкладений попит підштовхнули загальне зростання цін. У США індекс споживчих цін у грудні 2021 р. зріс на $7,0\%$ рік до року – такого рівня інфляції не спостерігали з 1982 року. В Єврозоні річна інфляція у кінці 2021 р. перевищила 5% , хоча середньорічна була меншою ($\sim 2,6\%$). В багатьох країнах, що розвиваються, показник подекуди суттєво збільшився (в Бразилії, Росії – до двозначних чисел, у Туреччині – навіть до 36% наприкінці 2021 р. через додаткові внутрішні чинники).

Нарешті, слід згадати і про довгострокові наслідки кризи 2020–2021 років, які поки що проявляються не повністю, але вже позначилися на макроекономічних тенденціях. По-перше, пандемія прискорила цифровізацію економіки – перехід на віддалену роботу, розвиток онлайн-торгівлі, дистанційних послуг. Це могло підвищити продуктивність у деяких секторах, але водночас залишило неконкурентоспроможними ті бізнеси, які не змогли адаптуватися. По-друге, значне підвищення боргового навантаження створило ризики уповільнення економічного зростання в майбутньому – як зазначали Рогофф і Райнхарт, перевищення боргом рівня 90% ВВП асоціюється з пригніченням довгострокового зростання [50]. По-третє, криза оголила структурні проблеми: нерівність, недофінансування систем охорони здоров'я, вразливість глобалізованих ланцюгів. Відповідь на них формуватиме економічну політику в наступні роки.

Зрештою, світова економіка вийшла з піку пандемічної кризи наприкінці 2021 року зі значними втратами – але завдяки рішучим діям вдалося уникнути ще гіршого сценарію повномасштабної депресії, однак сучасний перебіг у світовій

економіці та політиці нібито натякає, що наступні десятиліття принесуть нам багато цікавого.

ВИСНОВКИ

У ході виконання кваліфікаційної бакалаврської роботи на тему «Світові фінансові кризи та їх макроекономічні наслідки» було досягнуто поставлену мету та вирішено всі дослідницькі завдання, визначені у вступі. На основі проведеного теоретичного аналізу, історичних прикладів і макроекономічної оцінки можна зробити низку узагальнюючих висновків.

По-перше, фінансові кризи є складним, багатогранним і повторюваним явищем у глобальній економіці, що виникає внаслідок поєднання внутрішніх і зовнішніх дисбалансів, помилок економічної політики, недосконалості фінансової системи та впливу глобалізаційних процесів. Фінансова криза охоплює різні сегменти фінансової системи — банківський сектор, валютні ринки, ринки цінних паперів — і має властивість швидко передаватися до реального сектору економіки. Найхарактернішими ознаками кризи є різке падіння цін на активи, знецінення валют, скорочення кредитування, банкрутства установ, зростання безробіття та падіння ВВП. Варто також зазначити, що в умовах відкритої економіки та глобального фінансового ринку криза однієї країни часто має ефект доміно та передається іншим економікам, особливо тим, що мають тісні торговельні чи інвестиційні зв'язки.

По-друге, у роботі здійснено класифікацію фінансових криз за типами: банківські, боргові, валютні, фондові, бюджетні тощо, що, в свою чергу, надає змогу зрозуміти аспекти кожної з представлених криз, їх визначення, складові та характеристики. Така візуалізація даних дозволяє провести чіткі грані між ними та з'ясувати деталі кожної з криз, що в ході роботи є ключовим елементом для встановлення кореляцій між фінансовими кризами. Також окремо розглянуто системні кризи, що охоплюють одразу декілька сегментів. Особлива увага приділялася причинно-наслідковим зв'язкам між макроекономічними дисбалансами та виникненням криз. Встановлено, що тригерами криз часто виступають надмірне кредитне зростання, утворення фінансових "бульбашок", прорахунки у монетарній та фіскальній політиці, неефективне регулювання ринків і вплив психологічних факторів (ірраціональні очікування, паніка). Найбільш

відомим прикладом цього в 21 сторіччі є іпотечна криза в США, що виникла через перегрів ринку нерухомості та поширення ризикових кредитів без належного забезпечення.

По-третє, макроекономічні наслідки фінансових криз є глибокими і довготривалими. У більшості випадків кризи супроводжуються суттєвим спадом ВВП, підвищенням рівня безробіття, зростанням бюджетного дефіциту, збільшенням державного боргу, соціальною нестабільністю та політичними змінами. Такі кризи, як Велика депресія 1929–1933 рр., азійська фінансова криза 1997–1998 рр., глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. та пандемічна криза 2020–2021 рр. підтвердили, що своєчасна реакція з боку урядів і міжнародних фінансових інституцій має вирішальне значення для мінімізації втрат. Зокрема, після кризи 2008 року центральні банки почали активно використовувати інструменти кількісного пом'якшення, щоб підтримати ліквідність. Проте ці заходи породили нові ризики — збільшення боргового навантаження, зростання нерівності, посилення залежності фінансових ринків від регуляторів. Таким чином, методи, які використовувалися для подолання одних фінансових криз, з деякого боку, стали причинами виникнення наступних, адже фінансова система є багатофакторним, комплексним та динамічним елементом світоустрою, який не може існувати без недоліків в силу своєї постійної динаміки.

По-четверте, під час аналізу кейсів ключових фінансових криз було виявлено спільні закономірності, зокрема: накопичення боргових ризиків, відсутність належного фінансового нагляду, ефект доміно через глобальні зв'язки, панічна реакція ринків на нестабільність. Водночас кожна криза має унікальні риси, зумовлені конкретним історичним контекстом, структурою економіки і політичними чинниками. Наприклад, європейська боргова криза після 2010 року була безпосередньо пов'язана з надмірним державним боргом окремих країн-членів ЄС, таких як Греція, Італія та Іспанія, що спричинило системну недовіру до стабільності Єврозони. У той час як криза в Аргентині на початку 2000-х років мала іншу природу — проблеми фіксованого валютного курсу, низького рівня валютних резервів та втрати довіри інвесторів.

По-п'яте, важливим підсумком дослідження стало формулювання практичних рекомендацій щодо зміцнення стійкості економік до кризових шоків. До таких заходів належать: підвищення прозорості та підзвітності фінансових установ, вдосконалення системи макропруденційного нагляду, диверсифікація джерел фінансування, створення стабілізаційних фондів, проведення контрциклічної бюджетної політики, координація між країнами та інституційне укріплення центральних банків. У роботі також наголошено на необхідності посилення міжнародного фінансового співробітництва через такі платформи, як МВФ, Світовий банк, G20, що дозволяє швидше реагувати на кризові явища глобального масштабу.

Отже, результати дослідження не лише поглиблюють наукове розуміння природи фінансових криз, а й можуть бути використані як певний елемент фундаменту для формування ефективної антикризової політики, адже робота об'єднує в собі десятки досліджень, наукових робіт, статей, економічних показників й інших невід'ємно важливих складових, які дозволили об'єднати світові фінансові кризи та подати їх у поточному вигляді. Вивчення досвіду минулих криз дає змогу уникати повторення помилок і підвищувати адаптивність фінансових систем до викликів майбутнього. Такий підхід особливо важливий в умовах зростаючої складності фінансової архітектури, впливу цифрових валют, розвитку нових форм фінансування (наприклад, краудфандинг, криптоактиви) та зростаючої ролі нефінансових ризиків, зокрема кіберзагроз, що набрали дуже великого значення у 21 сторіччі з розвиненням технологій та інтеграції світової економіки і фінансового середовища в інтернет мережу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз. Фінанси України. 2009. № 6. С. 3–13. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2009_6_2 (дата звернення: 08.04.2025).
2. Гальчинський А. С. Криза і цикли світового розвитку. Київ, 2009. С 34.
3. Claessens S., Kose M. A., Laeven L., Valencia F. Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014. P. 15–25. URL: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/fincrisis/pdf/ck2.pdf> (дата звернення: 08.04.2025).
4. Kindleberger C. P. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. 5th ed. Hoboken: Wiley, 2005. P. 214–236. URL: <https://delong.typepad.com/manias.pdf> (дата звернення: 08.04.2025).
5. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis. 1992. URL: <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf> (дата звернення: 08.04.2025).
6. Туган-Барановський М.І. Періодичні промислові кризи. Історія англійських криз. Загальна теорія криз / М. Туган-Барановський // Українська економічна думка: хрестоматія / упоряд. С. М. Злупко. Київ, 2007. 15-19 с.
7. Furceri D., Mourougane A. Financial Crises: Past Lessons and Policy Implications. OECD Economics Department Working Papers, No. 668. 2009. P/ 2-15. URL: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2009/02/financial-crises_g17a1c8c/226777318564.pdf (дата звернення: 08.04.2025).
8. Andritzky J., Kiff J., Kodres L., Madrid P., Maechler A., Narain A., Sacasa N., Scarlata J. Policies to Mitigate Procyclicality. 2009. P. 7–8. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0909.pdf> (дата звернення: 11.05.2025).
9. Чухно А. А. Сучасні фінансово-економічні кризи: природа, шляхи і методи подолання. Економіка України. 2010. № 1.
10. Obstfeld M., Rogoff K. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. 2009. P. 30. URL: <https://eml.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf> (дата звернення: 11.05.2025).
11. Terrones M. E., Scott A., Kannan P. Global Recession to Be Long, Deep with Slow Recovery. 2009. URL:

- <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/> (дата звернення: 11.05.2025).
12. World Bank. Global Economic Prospects 2010: Crisis, Finance, and Growth in Developing Countries. Washington, DC: World Bank, 2010. P.10-11. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/464071468147849931/pdf/518620BR0Globa101Official0Use0only1.pdf> (дата звернення: 11.05.2025).
13. Valli V. Economic Policies during the ‘Great Recession’ in the United States and the European Union: A Comparative and Critical View. 2017. ISSN: 2532-4969. DOI: 10.26331/1020. URL: https://www.annalsfondazioneLuigieinaudi.it/wp-content/uploads/2020/11/R28201702_E-3818-Valli.pdf (дата звернення: 11.05.2025).
14. European Commission. Employment in Europe 2010. URL: https://ec.europa.eu/employment_social/eie/table_of_contents_en.html (дата звернення: 11.05.2025).
15. Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи / [Жаліло Я. А., Бабанін О. С., Белінська Я. В. та ін.] ; за заг. ред. Я. А. Жаліла. Київ: НІСД, 2009. 142 с.
16. IMF Staff Position Note. Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. 2009. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0913.pdf> (дата звернення: 12.05.2025).
17. IMF. The IMF and the European Debt Crisis. 2024. URL: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9798400231902/9798400231902.xml?cid=lk-com-imf-tiatedcea> (дата звернення: 12.05.2025).
18. WTO. Trade to Expand by 9.5% in 2010 after a Dismal 2009. URL: https://www.wto.org/english/news_e/pres10_e/pr598_e.htm (дата звернення: 13.05.2025).
19. Temin P. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? 1975. P
20. Friedman M., Schwartz A. J. A Monetary History of the United States, 1867-1960. 1971. P 7-16. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w18828/w18828.pdf (дата звернення: 13.05.2025).
21. Eichengreen B. Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939. 1996. URL: https://cooperative-individualism.org/eichengreen-barry_the-gold-standard-and-the-great-depression-2000-jul.pdf (дата звернення: 14.05.2025).

22. Gregory P. R., Saylor J. The Soviet Union during the Great Depression: The Autarky Model. 2003.
23. Kindleberger C. P. The World in Depression, 1929-1939. 1973. P.153.
24. Romer C. D. What Ended the Great Depression? 1992. URL: <https://eml.berkeley.edu/~cromer/Reprints/What%20Ended%20the%20Great%20Depression.pdf> (дата звернення: 14.05.2025).
25. Radelet S., Sachs J. D. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. 1996.
26. Corsetti G., Roubini N. What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? 1999. P. 305-373.
27. Krugman P. What Happened to Asia? 1998. URL: <https://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html> (дата звернення: 14.05.2025).
28. Stiglitz J. E. The Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade. 2004. P.1-4 URL: <https://eml.berkeley.edu/~eichengr/reviews/internationalhistoryreviewmar29-04.pdf> (дата звернення: 14.05.2025)
29. IMF. World Economic Outlook October 2001. 2001.
30. Kleinbard D. The \$1.7 Trillion Dot-com Lesson. 2000. URL: <https://edition.cnn.com/2000/fyi/news/11/13/dot.com.economics/> (дата звернення: 15.05.2025).
31. Reuters T. National Venture Capital Association Yearbook on VCPE Industry Stats. 2014. P.87. URL: <https://www.slideshare.net/slideshow/national-venture-capital-association-55332555/55332555>
32. Hall R., Feldstein M. Business Cycle Dating Committee Announcement. 2001. URL: <https://www.nber.org/news/business-cycle-dating-committee-announcement-november-26-2001> (дата звернення: 15.05.2025).
33. Administration of George W. Bush. Economic Report of the President. 2002. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/ERP-2002/html/ERP-2002-chapter1.htm> (дата звернення: 16.05.2025).
34. The Federal Reserve. Economic and Financial Developments in 2001 and Early 2002. 2002. P.52. URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual01/mpo.pdf> (дата звернення: 16.05.2025)
35. Hall L., Potter K. IT Metrics: IT Spending and Staffing Report. 2010.

36. Stiglitz J. E. Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy. 2010.
37. Roubini N., Mihm S. Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance. 2011. P.53. URL: https://kuangaliablog.wordpress.com/wp-content/uploads/2017/04/mihm-stephen_-roubini-nouriel-crisis-economics_-a-crash-course-in-the-future-of-finance-penguin-press-2010.pdf (дата звернення: 16.05.2025).
38. Krugman P. The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. 2008.
39. Reinhart C. M., Rogoff K. S. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. 2011. P.113. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13882/w13882.pdf (дата звернення: 16.05.2025)
40. Eichengreen B. Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses—and Misuses—of History. 2015.
41. American Recovery and Reinvestment Act of 2009. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ5/pdf/PLAW-111publ5.pdf> (дата звернення: 16.05.2025).
42. Burns A., Timmer H. Global Economic Prospects: Crisis, Finance, and Growth. 2013. P.206. URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/569151610470683516-0050022021/original/GlobalEconomicProspectsJune2013.pdf> (дата звернення: 16.05.2025).
43. Reinhart C. M., Rogoff K. S. The Aftermath of Financial Crises. 2009.
44. Gopinath G. The Great Lockdown: Worst Economic Downturn Since the Great Depression. 2020.
45. Stiglitz J. E. Priorities for the COVID-19 Economy. 2020. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid-2020-recession-how-to-respond-by-joseph-e-stiglitz-2020-06> (дата звернення: 17.05.2025).
46. CARES Act. 2020. P.114-116. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-116publ136/pdf/PLAW-116publ136.pdf> (дата звернення: 17.05.2025).
47. OECD. Employment Outlook 2020: Worker Security and the COVID-19 Crisis. 2020. P.22. URL: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2020/07/oecd-employment-outlook-2020_19b4fc0d/1686c758-en.pdf (дата звернення: 17.05.2025).

48. IMF. World Economic Outlook, October 2020: A Long and Difficult Ascent. 2020. P.113. URL:
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020> (дата звернення: 18.05.2025)
49. American Rescue Plan Act of 2021. 2021. URL:
<https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-117publ2/pdf/PLAW-117publ2.pdf>
(дата звернення: 18.05.2025).
50. Reinhart C. M., Rogoff K. S. Growth in a Time of Debt. 2010. P.2-7. URL:
<https://dash.harvard.edu/server/api/core/bitstreams/7312037c-ebd5-6bd4-e053-0100007fdf3b/content> (дата звернення: 18.05.2025).

ДОДАТКИ