

Ключовою фігурою, що направляє кошти на ринок є інвестор. Первинним джерелом цих коштів виступають заощадження фізичних осіб, частина яких за відповідних умов може трансформуватись в інвестиції. Зокрема, фізичні особи можуть індивідуально виступати у якості приватного інвестора, але у більшості випадків ефективною виявляється участь у інститутах спільного інвестування [2].

В цілому, здійснюючи інвестиційну діяльність інвестори виконують макроекономічну функцію перерозподілу капіталу від одних суб'єктів господарювання на користь інших. Таким чином відбувається ринкове саморегулювання. Керуючись прагматичними інтересами, інвестор забезпечує своїми коштами розвиток перспективних підприємств, галузей і всієї економіки країни.

### Література

1. Рамський А. Ю. Інвестиційний потенціал заощаджень фізичних осіб та механізми його реалізації // Актуальні проблеми економіки. — 2007. — № 5. — С. 173–178.
2. Маслова С. О., Опалов О. А. Ринок фінансових послуг: Навчальний посібник. — К.: Кондор, 2006.

*Стаття надійшла до редакції 03.06.09.*

УДК 330.322.5

**А. М. Левенко**  
здобувач кафедри  
банківських інвестицій,  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

## ФІНАНСОВА КРИЗА: РОЗВИТОК В УКРАЇНІ ТА США

Развитие событий, которые привели к финансовому кризису в США и Украине, до сих пор вызывает споры и сомнения. Эти два явления, несмотря на схожие внешние проявления, имеют как сходства, так и различия.

Specific steps that led to financial crisis in the USA and in Ukraine keep causing doubts. Despite the common symptoms, the two have both similarities and differences.

**Ключові слова:** фінансова криза, іпотечне кредитування, базова процентна ставка ФРС, субстандартне кредитування, зовнішній борг, валютний курс, експорт, імпорт, валютні інтереєнції, дефолт, рефлексивність.

Фінансова криза — зовсім не нова тема для статей. Утім, читаючи різноманітні періодичні видання, ми постійно натикаємося на перелік фактів, з яких досить складно побудувати цілісну картину того, як і чому почалася фінансова криза, а також — чому криза, що почалася у США, мала такий сильний вплив на нашу країну. В цій статті ми хочемо дати більш структурований виклад розвитку подій — як саме почалася світова фінансова криза, і яким чином вона зачепила Україну. Стаття не претендує на істинну у останній інстанції і являє собою простий аналіз кількох цифр з відкритих джерел.

Ні для кого не таємниця, що фінансова криза почалася з краху іпотечного ринку США. Втім, тут слід зауважити кілька речей, і особливо дат. Помилкою було б думати, що криза іпотечного ринку почалася незадовго до листопаду 2008 (час, коли криза проявила себе у всій красі в Україні). Насправді, вже у травні 2007 р. іпотечний ринок США почало лихоманити — обсяг неплатежів по іпотечних кредитах досяг рекордного за попередні 4 роки рівня і продовжував збільшуватись. Що спровокувало такі масові неплатежі? На рис. 1 зображена динаміка банківського кредитування в США в останні роки.

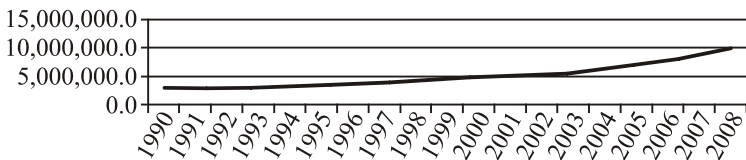


Рис. 1. Банківські кредити США, \$ млн [1]

Неозброєним оком помітно досить значне підвищення темпів зростання обсягу банківських кредитів починаючи з 2003 року. Цікаво, що відрахування при цьому показують дещо іншу динаміку [1]. У 2000 та 2001 році обсяги відрахувань банків зростали зі швидкістю відповідно 35 % та 44 %. Після цього ж навпаки почали спадати і у 2004 році їх обсяг опустився майже до рівня 1999 року. Чи покращилася якість кредитів? Ні. Просто в останні роки сотні мільярдів доларів іпотечних кредитів у субстандартному високоризикованому сегменті банки фінансували за рахунок спеціальних інструментів — побічних боргових зобов'язань (CDO). Такий шлях фінансування дозволяв банківській системі видавати більше кредитів із меншим обсягом резервування. Тобто — більше ризикувати.

При цьому період 2001–2002 рр. характеризувався дуже швидким зниженням базової процентної ставки ФРС США. Починаючи з січня 2001 року базова процентна ставка в чотирнадцять прийомів знизилася з 6,5 % до 1 % річних у 2003 р. Це був мінімум за останні 50 років. Звичайно, це підштовхувало банки видавати ще більше кредитів, а компанії та фізичних осіб — брати їх. Значно збільшився відсоток так званих «субстандартних» кредитів (subprime), тобто кредитів позичальникам із підвищеним ризиком дефолту — у 2002 р. таких кредитів було 6 %, тоді як у 2006 р. — вже 20 %, від всього обсягу виданих кредитів. Лівава доля цих кредитів була іпотечними.

Варто відмітити один цікавий факт: поведінка ринку житла США більше нагадувала поведінку ринку цінних паперів, ніж поведінку ринку споживчих товарів. Із зростанням ціни на товар попит на нього зростає. І навпаки — одразу після зниження ціни попит почав знижуватись. На ринках товарів діють зовсім інші закони, які можна назвати «класичними»: якщо ціна на певний товар зростає, попит на нього одразу знижується, оскільки покупці знаходять товари-замінники, обмежують використання товару, або взагалі від нього відмовляються — так працює «невидима рука ринку». Що було не так з ринком нерухомості?

По-перше, поняття «нестача коштів» не існувало через надзвичайно дешевий кредит та сприятливі умови кредитування. По-друге, житло перетворилося на об'єкт інвестування. Але це досить специфічний об'єкт, оскільки водночас воно є споживчим товаром. Що з того, що твій дім буде колись коштувати вдесятеро більше — адже інші доми здорожчають так само, а жити десь треба. Тому якщо людина хоче не тільки покращити свої житлові умови, а й заробити, вона повинна купувати велике житло, щоб у подальшому обміняти його на менше із доплатою, або взагалі купити кілька домівок. Нарешті, по-третє, попередні фактори настільки «привчили» людей до постійного зростання цін, що вони без вагань брали на себе будь-які зобов'язання. Типовим прикладом цього є все більш популярні у передкризовий час «виключно відсоткові» кредити — коли позичальник погашає лише відсотки по кредиту, а основну боргу сплачує в кінці строку позики одним траншем. Такі позики були максимально зручними для тих, хто сподівався в кінці строку позики продати житло і, сплативши основну суму боргу, заробити на зростанні цін.

Тут наявна рефлексивна спіраль [2] — житло дорожчало, тому що попит на нього зростає. Попит на житло зростає, оскільки кредит був доступним. Доступні кредити продовжували видаватися, тому що ціни на житло зростали, і воно залишалось гарним забезпеченням кредиту та об'єктом інвестування. І все це зростання було спровоковано низькою базовою процентною ставкою.

Втім, така грошова політика не могла не призвести до інфляції — ціни зростали не лише на житло, але й на інші споживчі товари. З інфляцією потрібно було боротися, і ФРС збільшила базову процентну ставку — в шістнадцять заходів, до рівня 1990 року у 5,25 % [3]. Інфляція була переможена у стислі строки. Але й маховик іпотечного ринку почав розкручуватись у зворотній бік. Імовірно, передбачалося, що це розкручування буде повільним і контрольованим, але після того, як кредити подорожчали, не кожен вже міг дозволити собі виплачувати навіть відсотки. Крім того, кредитні лінії для «нестандартних» кредиторів стали вже не такими доступними. Відповідно, попит на житло почав спадати. Це, в свою чергу, призвело до його здешевшення. Але здешевшення житла не призвело до відновлення попиту — адже кредит доступнішим не став, і житло вже стало менш привабливим об'єктом інвестування. І нарешті, користувачі кредиту, розуміючи, що вони виплачують завеликі гроші за те, що можна купити значно дешевше, масово відмовились сплачувати.

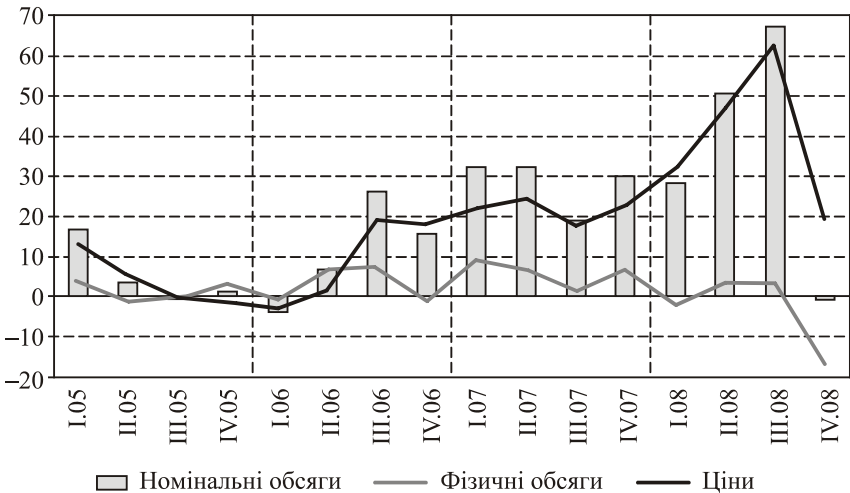
Масові неплатежі призвели до рецесії у всій галузі — недоотримавши платежів від клієнтів, «субстандартні» кредитори перестали погашати кредити банкам. Банки зазнали проблем із ліквідністю. І ті, і інші призупинили видачу кредитів — як покупцям житла, так і будівельним компаніям. Ці фактори призвели до банкрутства останніх. Для того, щоб зрозуміти масштаб того, що при цьому відбулося, достатньо згадати, що приблизно половина зростання зайнятості населення в США за останні п'ять років перед кризою були пов'язані саме із зростанням цієї галузі.

Фінансові проблеми банківської сфери, звичайно, перекинулися і на інші галузі. Банки значно зменшили обсяги кредитування фізичних осіб і на інші потреби — автомобілі, навчання, побутова техніка і т.ін. Не слід забувати, що, хоча у цих галузях не було такого «мильного пузиря», як на ринку житла, кредит тут також був значним рушієм попиту. Відповідно, виробники цих товарів одразу опинилися у скрутному становищі. Вирішальну роль тут також зіграв ринок цінних паперів — різке знецінення

CDO, падіння акцій іпотечних банків та компаній будівельної промисловості, різке падіння рейтингів цінних паперів (і, відповідно, кредитних рейтингів підприємств) і особливо паніка — все це сприяло швидкому розвитку рецесії.

Тепер спробуємо розібрати хід подій на Україні. Було б великою помилкою робити паралелі з США і казати, що падіння тут пов'язано з ринком житла. Звичайно, між ринком житла США та ринком житла України було багато спільного — українські банки все більш і більш охоче видавали кредити під будівництво житла та купівлю його на вторинному ринку. Але на цьому аналогія закінчується — в Україні банки порівняно з американськими були дуже обережними, практично не видавалися кредити без початкового внеску, кредитори були здебільшого платоспроможними, «стандартні» кредити поширеними не були, махінацій з використанням інструментів фондового ринку не було через відсутність таких.

Знов-таки, для того, щоб зрозуміти, що відбулося, доведеться трохи повернутися назад і розглянути загальну економічну ситуацію в Україні напередодні кризи, приділивши особливу увагу зовнішньофінансовим відносинам — адже криза на Україну прийшла ззовні.



Джерело: Індекси цін і фізичних обсягів — оцінки Департаменту платіжного балансу.

Рис. 2. Експорт товарів (зміна до відповідного періоду попереднього року, %)

Одразу бачимо [4], що при постійному, але відносно невеликому зростанні фізичних обсягів експорту, його номінальні обсяги показували радикальне зростання. Це відбувалося через надзвичайне зростання цін на світових ринках.

Такі «експортні» галузі, як чорна металургія, агропромисловий комплекс та хімічна промисловість, забезпечили разом приблизно 72 % зростання номінального експорту, і значна доля цього зростання відбулася за рахунок росту цін.

В цей же час імпорт роварів [4] також показував зростання, але на відміну від експорту — не тільки за рахунок зростання цін, але й за рахунок стрімкого зростання фізичного обсягу. Цьому сприяли соціальні витрати уряду, обсяг яких значно зріс у останні роки, а також великою мірою стрімкий розвиток споживчого кредитування — темпи зростання імпорту споживчих товарів у 2008 році становили 57,7 %, що значно перевищувало темпи росту імпорту засобів виробництва.

Загалом зростання імпорту дещо випереджало зростання експорту, і НБУ періодично проводив валютні інтервенції для укріплення національної валюти. Втім, значний обсяг іноземних інвестицій та довгострокових кредитів дозволяв не лише проводити ці інтервенції, а й водночас збільшувати валютні резерви.

При цьому, звичайно, зовнішня заборгованість країни продовжувала зростати — особливо у банківському секторі. Зовнішній борг банківського сектору в кінці першого півріччя 2008 р. складав близько 40 % усіх кредитів, виданих банками України в економіку на ту саму дату [5]. НБУ протягом кількох років цілеспрямовано проводив політику підтримки імпортерів, фактично кредитуючи їх за рахунок іноземних інвесторів та кредиторів.

Із початком фінансових негараздів на світових ринках в Україні відбулося одразу кілька важливих зрушень.

По-перше, постраждали «експортні» галузі, особливо ті, зростання яких базувалося на «мильних пузірях» стрімко зростаючих цін. Це призвело до скорочення виробництва, затримок із виплатами заробітної платні, врешті решт — скорочення персоналу.

По-друге, іноземні інвестори та кредитори почали швидко виводити капітали. Тому є дві причини — з одного боку, становище цих організацій опинилося під загрозою, почалися збитки та проблеми з ліквідністю. У такій ситуації будь-яка фінансова струк-

тура змушена переглядати свій інвестиційний портфель та переводити активи в бік підвищення ліквідності та надійності. З іншого боку, Україна як об'єкт інвестування була далеко не на першому місці ані за надійністю, ані (враховуючи проблеми банків) з ліквідністю. До іноземних інвесторів, звичайно, приєдналися і вітчизняні.

Масовий вивід капіталу мав цілу низку наслідків. Перед за все, звичайно, подальше скорочення виробництва — тепер вже не тільки у галузях, що працюють на експорт. Крім того, одразу почалися проблеми у банківській системі (цілком закономірно для галузі, що фактично є найбільшим «зовнішнім боржником»). Ці проблеми одразу ж позначилися як на підприємствах, що через недостатню ліквідність банків одразу залишилися без кредитної підтримки, так і на фізичних особах, що вже звикли до дешевого та доступного кредиту. Нарешті, у ситуації, коли обсяг експорту різко знизився, обсяг імпорту (який і раніше переважав над експортом) знизився не так стрімко, а інвестиційні та кредитні надходження з-за кордону перетворилися на відтік капіталу, звичайно, валютний курс не міг лишатися на старому рівні. В результаті гривня девальвувала більш ніж на 50 %. Це зрушення зіграло роль катализатора для попередніх факторів. Ціни імпортованих товарів одразу зросли, обсяг реальної заробітної платні — знизився. Відповідно, різко знизився споживчий попит. До кризи більшість банків для того, щоб застрахуватися від валютних ризиків, видавало велику частку кредитів у доларах, тож одразу після такого різкого падіння курсу національної валюти банківський сектор стикнувся із надзвичайною кризою неплатежів. Споживчий кредит (іпотека, кредит на купівлю автомобіля, побутової техніки і т.п.) став майже недоступний. Знижений споживчий попит, не підтриманий кредитами банків, призвів до масового скорочення виробництва та продажу, що у свою чергу призвело до стрибка рівня безробіття, який ще більше прискорив падіння споживчого попиту та виступив ще одним катализатором вищенаведених тенденцій. Одним з важливих негативних моментів була паніка інфляційних очікувань, що прискорила падіння курсу національної валюти, відтік капіталу та кризу банківської системи (через недовіру до неї з боку вкладників).

Як результат, зараз ми можемо спостерігати явище, що у макроекономіці називається стагфляцією — коли одночасно наявні і

безробіття, і інфляція. Головна причина — довгий термін «життя у кредит», коли замість підтримки експортних галузей та розвитку виробництва споживчих товарів всередині країни основна підтримка надавалася споживачам, причому за рахунок іноземних кредиторів.

Наостаннє — кілька висновків. Криза іпотечного ринку США почалася через його надзвичайну рефлексивність, яка у свою чергу була обумовлена методичним стимулюванням споживчого попиту населення через зниження базової процентної ставки, а також недостатнім контролем за банківською системою (що дозволило банкам так чи інакше продати свої ризики на ринку цінних паперів). Оскільки «Мильний пузир» ринку житла був лише одним з багатьох пузирів, створених грою з процентною ставкою, а також через ураження фінансово-банківського сектору, криза іпотечного ринку легко перекинулася на інші ринки, в тому числі і закордонні.

Україна виявилася вразливою щодо світових фінансових негараздів через надмірну залежність від імпорту — завдяки (1) недостатньо розвиненому внутрішньому виробництву споживчих товарів і «експортних» галузей та (2) методичній та постійній підтримці імпортерів за рахунок іноземних кредиторів, що у свою чергу призвело до надзвичайно високого рівня зовнішньої заборгованості.

Головна причина кризи, як в Україні, так і за кордоном — тривале «життя в борг».

### *Література*

1. The Economist Intelligence Unit. Сайт в мережі Інтернет. — [www.eiu.com](http://www.eiu.com)
2. *Сорос Дж.* Алхимия финансов. — М.: Инфра-М, 1996–1998. — 416 с.
3. *Спротт Э., Солунак С.* Реквием по пузырю на рынке недвижимости США // Мировой Кризис. — <http://worldcrisis.ru/crisis/226652>
4. Довідка про стан платіжного балансу України в 2008 році // НБУ. — [http://www.bank.gov.ua/Balance/2008\\_PB/State\\_2008.pdf](http://www.bank.gov.ua/Balance/2008_PB/State_2008.pdf)
5. Вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України // НБУ. — [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

*Стаття надійшла до редакції 15.05.09.*