

ВПЛИВ ЗОВНІШНІХ ШОКІВ НА ТРАНЗИТИВНІ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ МІЖНАРОДНОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Досліджуються зміст зовнішніх шоків та їх передача до національних фінансових систем, поширення фінансових криз. Аналізуються канали впливу зовнішніх фінансових шоків на українську економіку в умовах сучасної глобальної фінансової кризи.

Ключові слова: зовнішні шоки, фінансова криза, фінансові ринки, глобальна фінансова нестабільність, банківський сектор.

Исследуются содержание внешних шоков и их передача в национальные финансовые системы, распространение финансовых кризисов. Анализируются каналы влияния внешних финансовых шоков на украинскую экономику в условиях современного глобального финансового кризиса.

Ключевые слова: внешние шоки, финансовый кризис, финансовые рынки, глобальная финансовая нестабильность, банковский сектор.

The content of the external shocks and their spillover to the national financial systems, transmission of financial crisis are studying. The channels of the external financial shocks impact on the Ukrainian economy under conditions of the contemporary global financial crisis are analyzing.

Keywords: external shocks, financial crisis, financial markets, global financial instability, banking sector.

В останні десятиріччя глобальні фінансові та валютні ринки характеризувалися структурними змінами, значними коливаннями валютних курсів та вартості фінансових активів, зміною ринкових бумів на фінансові і валютні кризи. Такі процеси можна визначити як глобальну фінансову нестабільність. Вона є системною характеристикою внутрішньої суперечливості міжнародної фінансової системи, що обумовлює періодичні непрогнозовані стреси та кризи на фінансових ринках, які через механізми поширення та зовнішніх шоків передаються від окремих країн, глобальних ринків до національних фінансових систем.

Необхідність аналізу зовнішнього впливу на національні економіки визначається тим, що механізми сучасних глобальних фінансових ринків обумовлюють періодичне генерування зовнішніх шоків, що приводять до поширення фінансових та банківських криз в різних країнах. Тому теоретичне та прикладне вивчення фінансової нестабільності, зовнішніх шоків, фінансових і банківських криз набувають виключного значення для прогнозування і регулювання умов стабільності фінансових систем та економіки.

Це визначає основну мету даної статті – проаналізувати зміст та основні форми зовнішніх шоків на міжнародних фінансових ринках, передачі зовнішніх шоків до національних фінансових систем, вплив зовнішніх

фінансових шоків на трансформаційні економіки в умовах сучасної глобальної фінансової кризи.

Зовнішні шоки в умовах глобалізації є найбільш очевидним та суттєвим виявом впливу екзогенних факторів на національні фінансові системи. Аналіз зовнішніх шоків дозволяє дослідити умови стабільності фінансової системи, зокрема в контексті співвідношення екзогенних та ендогенних чинників, впливу неочікуваних зовнішніх змін на стійкість національних фінансових ринків та банківських систем.

Сучасні міжнародні фінансові ринки як певна структурована сукупність мають системні визначальні тенденції:

- випереджаюче зростання обсягу фінансової ліквідності на міжнародних ринках та її трансграничного руху у порівнянні з іншими параметрами глобальної економіки – обсяги ВВП, зовнішньої торгівлі, капітальних вкладень;
- диверсифікація фінансових ринків та інструментів;
- лібералізація фінансових ринків та як результат – розширення прямого доступу нефінансових корпорацій та домогосподарств до міжнародних джерел фінансування;
- міжнародна фінансова інтеграція на основі лібералізації, мобільності капіталу та інформаційних технологій;
- постійне розширення спектру фінансових інновацій та їх ролі на ринках;

• конвергенція національного регулювання фінансових послуг з міжнародними нормами та стандартами.

Взаємодія вказаних системних тенденцій накладається на економічні та кредитні цикли, що спонукає періодичне чередування бумів та падінь і криз на фінансових ринках.

Криза ринку субосновних іпотечних кредитів в США почалася в 2007 році, вона обумовила кредитну кризу, яка в тому ж році поширилася на інші країни та інші сегменти фінансових ринків, а восени 2008 року набула характеру глобальної. Транскордонне поширення кризи мало складний характер та відбувалося на макро- та мікрорівнях. Поширення кризи відбувалося різними шляхами, включаючи генерування зовнішніх фінансових шоків для національних фінансових та банківських систем.

Системна роль зовнішніх шоків полягає в тому, що вони є одним із складових механізму поширення глобальної фінансової нестабільності. Остання, на наш погляд, в узагальненому вигляді може бути інтерпретована як результат суперечливої взаємодії національних, регіональних та глобальних асиметрій та дисбалансів у фінансовій сфері. Такими є, зокрема, значне перенагромадження фінансової ліквідності в глобальній економіці, постійний дефіцит поточного рахунку в США та інших розвинутих країнах та його зростаючий профіцит у експортоорієнтованих економіках, волатильність валютних та фінансових ринків, суперечлива динаміка фіксованих та плаваючих валютних курсів, реверсивності глобального руху капіталу. Поглиблення дисбалансів породжує зовнішні шоки, які впливають на національні фінансові ринки. Фінансова нестабільність є трансграничним за природою явищем, характеризується періодами високої волатильності, реверсивних тенденцій, шоків, стресів, бумів та криз на міжнародних фінансових ринках, що породжені фінансовими та валютними дисбалансами.

Глобальна фінансова нестабільність виявляється у збільшення ризиків операцій на міжнародних валютних та фінансових ринках, зменшення кореляції факторів та параметрів основних сегментів ринків, волатильності валютних курсів та фінансових індикаторів, періодичній зміні ринкових тенденцій, непрогнозованій зміні ринкових бумів на фінансові, банківські та валютні кризи.

Фінансові шоки є різновидом зовнішніх шоків, які відображають вплив зовнішніх (екзогенних) винників на національну економіку. Зовнішні шоки можна визначити як зовнішні економічні збурення, непрогнозовані нерівноважності (зовнішній економічний негативний вплив) – неочікувані зворотні (негативні) зміни економічних показників, що виникають зовні певної національної економіки та впливають на неї, наприклад зростання ціни нафти на міжнародних ринках в результаті регіональної війни або політичного конфлікту чи ринкових спекуляцій. Прикладом є зростання цін на нафту в період війни Іраку з Іраном та Кувейтом в кінці 80-х – на початку 90-х років минулого століття, яке вплинуло на зниження курсу долару США та девальвацію фунту стерлінгів у 1991 р.

Природу зовнішніх шоків та їх вплив дослідники пояснюють як з макроекономічних позицій, так і використовуючі мікроекономічні підходи. Наприклад, до зовнішніх шоків Ф. Мишкін відносить шоки пропозиції та попиту (негативні та позитивні) [2, С.710]. Х. Гібсон розглядає екзогенні шоки в контексті взаємодії валютних курсів, мобільності капіталу та вартості фінансових активів.

А. Галеси та М. Ломбарді вважають типовим зовнішнім шоком стрибки цін на нафту, В. Глигоров та М. Ландесман виділяють шоки продуктивності, технологічні шоки, кон'юктурні, структурні, зайнятості та інші,

при цьому вважають шок продуктивності основним для транзитивних економік.

Зокрема, суттєва зміна вартості сировини та технологій викликає шоки пропозиції – негативні у випадку коли зростає, наприклад, ціна нафти, то зростають витрати на виробництво нафтопродуктів та відповідно знижується пропозиція еластична по ціні, або позитивний шок коли зменшення цін на нафту веде до зниження витрат на виробництво та відповідно збільшення пропозиції [2, С.710-711].

Подібним чином впливає значна зміна валютного курсу. Здешевлення імпортних факторів виробництва в результаті зростання валютного курсу веде до зниження витрат виробництва та зростання прибутку незалежно від внутрішніх цін. Навпаки, падіння курсу національної валюти веде до зростання витрат на імпортовані фактори виробництва та зниженню прибутку у виробництві, що їх використовує [2, С.710-711].

До зовнішніх фінансових шоків можна віднести неочікувані зміни основних параметрів міжнародних фінансових ринків, які суттєво впливають на стан національних фінансових стан:

- падіння вартості фінансових активів на міжнародних ринках, яке веде до де-капіталізації міжнародних банків та зниження їх кредитної спроможності;
- значне обмеження пропозиції та зростання вартості запозичень на міжнародних ринках;
- зростання вартості обслуговування зовнішніх зобов'язань;
- значна девальвація або ревальвація національної валюти;
- непрогнозоване різке скорочення притоку іноземного капіталу ("неочікувана зупинка");
- значне збільшення відтоку фінансових активів з країни за кордон – дивестицій та відтік капіталу.

Вплив зовнішніх шоків актуалізується в умовах фінансової лібералізації та фінансової інтеграції. Шоки відіграють суттєву роль у міжнародній передачі коливань ринків, економічних та фінансових циклів, що приводить до формування бумів на національних та міжнародних фінансових ринках або навпаки – трансграничного поширення криз від міжнародних чи національних фінансових ринків певних країн до інших.

Особливо вразливими для зовнішніх шоків є економіки з фіксованим або регульованим валютними курсами, малі та середні відкриті економіки, експортоорієнтовані та імпортозалежні, країни з недостатньо розвинутими та інституційно недосконалими фінансовими системами, економіки з високою питомою вагою сектору фінансових послуг. В таких економіках в результаті дії шоку виникає стрес та фінансова нестабільність як вияв розбалансування та недостатньої адаптації, стрімко розвиваються кризові явища. До потенційно найбільш вразливих до шоків країн можна віднести як окремі розвинуті економіки, так і велику групу зростаючих і транзитивних економік.

Україна має відкриту економіку з високою концентрацією товарних груп експорту та імпорту, банковоцентровану фінансову систему, до 2008 року фактично регульовано фіксований валютний курс. За таких умов можливості ринкової адаптації до зовнішніх шоків є обмеженими.

Основними зовнішніми шоками для української економіки в 2008-2009 роках була взаємопосилюча комбінація шоків попиту, пропозиції, валютних та фінансових.

1. Зовнішні шоки попиту – значне падіння попиту та цін на міжнародних ринках на основні товари українського експорту. Внаслідок цього скоротилося надходження іноземної валюти на ринок та виникли проблеми із задоволенням попиту на іноземну валюту для ім-

порту, обслуговуванням зовнішніх зобов'язань корпоративного та державного секторів, а також обслуговування валютних кредитів, наданих на внутрішньому ринку.

2. Зовнішні шоки пропозиції – в основному обумовлені двома зв'язями зростання цін на енергоносії: а) в першій половині 2008 року це було значне зростання цін на нафту та нафтопродукти, що стрімко збільшило попит на валюту, а пізніше гривневу ціну придбання валюти; б) з початку 2009 року це було зростання цін на імпортований природний газ та відповідно попиту на валюту для його оплати. В умовах штучного стримування внутрішніх цін на природний газ значно нижче витрат на його імпорт (а також нерентабельність власного видобутку), розрахунки за імпорт здійснювалися шляхом фактичного субсидування із внутрішніх та зовнішніх джерел. Таке субсидування неминуче трансформувало шоки цін на імпортований газ у збільшення внутрішнього і зовнішнього боргу та відкладений (прихований) потенціал інфляції.

3. Валютні шоки – у 2007 та першій половині 2008 років в результаті стрімкого зростання імпорту в умовах фактично фіксованого валютного курсу сформувався значний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу. Це означало дефіцит пропозиції на валютному ринку та девальваційний тиск на гривню. В той же час з квітня по серпень 2008 року Національний банк України проводив невиправдану політику певної ревальвації гривні, яка була підсилена в кінці 2008 року виведенням на ринок значних грошових ресурсів банків та населення. Все це сформувало потенціал стрімкої де-

вальвації гривні починаючи з осені 2008 року, яка взаємопосилилась в періоди валютної паніки та масового відкликання депозитів з банків. Девальвація гривні дозволила збалансувати зовнішньоторгівельний баланс, але значно зросла чутливість внутрішнього ринку до коливань курсу та інфляційний вплив імпорту. Зростання вартості обслуговування нагромаджених зовнішніх запозичень та валютних кредитів банків стала суттєвим фактором фінансової нестабільності.

4. Фінансові шоки – кредитна криза в розвинутих країнах обумовила різке скорочення зовнішнього кредитування та збільшення його вартості. Економічна криза та внутрішня фінансова нестабільність призвели до падіння рейтингів країни. Проявився феномен "раптової зупинки" ("sudden stop") – неспрогнозоване різке скорочення прямих іноземних інвестицій та притоку зовнішнього фінансового капіталу, зміна притоку капіталу на його фактичний відток.

Відбулося додаткове скорочення експорту в результаті протекціоністських заходів основних імпортерів та лібералізації зовнішньої торгівлі в результаті приєднання до СОТ у 2008 році, що також можна віднести до зовнішніх шоків. Відчутно скоротилися зовнішні трансфери трудових мігрантів в результаті кризового зниження їх доходів та зайнятості.

Агреговано вплив зовнішніх шоків відображається у суттєвих змінах показників та стану основних розділів платіжного балансу – поточного рахунку та рахунку операцій з капіталом.

Таблиця 1. Сальдо основних показників поточного рахунку та рахунку операцій з капіталом платіжного балансу України в 2008-2009 роках, щоквартально, млн долл США*

| | 2008 | | | | 2009 | |
|-----------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | I | II | III | IV | I | II |
| Рахунок поточних операцій, всього | -3362 | -3313 | -2078 | -3710 | -696 | -46 |
| В т.ч. баланс товарів та послуг | -4413 | -3863 | -2527 | -3547 | -751 | -418 |
| Експорт товарів та послуг | 17528 | 23516 | 27253 | 17315 | 11282 | 12457 |
| Імпорт товарів та послуг | -21911 | -27379 | -29780 | -20862 | -12033 | -12875 |
| Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій | 3527 | 5723 | 6058 | -5754 | -4529 | -2009 |
| Прямі інвестиції (сальдо) | 2430 | 3091 | 3324 | 1058 | 843 | 1247 |
| Кредити і облігації | 3247 | 4595 | 5516 | -1045 | -1767 | -2869 |
| Готівкова валюта поза банками | -2145 | -1664 | -3997 | -5091 | -4206 | -197 |

* Джерело: Платіжний баланс і зовнішній борг України. 2009 рік. [Електронний ресурс] // Національний банк України: [сайт]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66374> – Назва з екрана.

Аналіз динаміки платіжного балансу дозволяє зробити висновки щодо основних наслідків впливу зовнішніх шоків:

1) Зовнішні шоки попиту та пропозиції відобразилися у значному скороченні експорту та імпорту товарів і послуг протягом року після початку фінансової кризи – у II кварталі 2009 року скорочення у порівнянні з II кварталом 2008 року становило відповідно становило 52 % та 56 %.

Скорочення експорту та імпорту мало різнонаправлені наслідки: знизився дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, що стало основним макроекономічним чинником стабілізації валютного курсу. Одночасно відбулося зниження податкових надходжень від зовнішньої торгівлі, що посилює бюджетний дефіцит.

2) На стан поточного рахунку вплинули також наслідки зовнішнього шоку ринків праці. Суттєво скоротилося надходження трансферів з-за кордону в результаті скорочення доходів та зниження зайнятості трудових мігрантів. Це вплинуло на скорочення пропозиції валюти на ринку, зниження споживання та заощаджень родичів трудових мігрантів в Україні.

3) Зовнішні фінансові шоки обумовили реверсивні тенденції балансу руху капіталу. Позитивне сальдо

рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій у II кварталі 2008 року у сумі 5,7 млрд.дол США перетворилося у негативне обсягом 2 млрд.дол США у II кварталі 2009 року.

Це відобразило скорочення та піршення умов зовнішнього фінансування та посилює нестабільність фінансового та валютного ринків.

4) Позитивне сальдо прямих іноземних інвестицій як відносно стабільного джерела зовнішніх надходжень значно скоротилось у II кварталі 2009 року в порівнянні з II кварталом 2008 року. Це відбулося в основному в результаті практичного припинення прямих іноземних інвестицій у фінансовий сектор.

5) Відбувся шок зовнішнього кредитування – позитивне сальдо рахунку кредитів та облігацій у II кварталі 2008 року у сумі 4,6 млрд дол США у результаті кризи міжнародного кредитування стало негативним у II кварталі 2009 року обсягом 2,9 млрд дол США.

Наслідки шоку зовнішнього кредитування були взаємопосилючими – одночасно відбулося: а) значне скорочення зовнішніх запозичень; 2) зростання валютних витрат на обслуговування нагромаджених зовнішніх запозичень корпоративного сектору; 3) зростання грив-

ЕКОНОМІКА. 139/2012

невих витрат на обслуговування зовнішніх запозичень в результаті падіння курсу гривні до долару США

б) Основними результатами валютного шоку стали стрімка девальвація гривні. Одночасно фінансова нестабільність та економічна криза посилювали негативні очікування учасників ринку та населення. В період піку фінансової кризи восени 2008 року в результаті падіння курсу гривні та відкликання банківських депозитів на ринку виникла валютна паніка, яка давалася взнаки і в першому півріччі 2009 року. В результаті відбулося стрімке зростання обсягів іноземної валюти поза банками у III та IV кварталах 2008 року та I кварталу 2009 року – вього за цей період обсяг валюти поза банками збільшився більш ніж на 13 млрд. дол США. Такі "відкладені" заощадження значно звузили кредитну спроможність українських банків та підштовхнули зростання відсоткових ставок, що в свою чергу негативно вплинуло на економіку.

Значне скорочення прямих іноземних інвестицій та залучення іноземних кредитів і облігацій відображає ефект "неочікуваної зупинки" зовнішнього фінансування, який має довготривалий вплив на економічне зростання та фінансову систему.

Таким чином, у період глобальної фінансової кризи вплив зовнішніх шоків на фінансову систему та економіку України проявився як : порушення зовнішньої та внутрішньої рівноваги на ринках – товарному, валютному та фінансовому; створення дефіциту валюти та кредитних ресурсів; суттєву зміну умови торгівлі та конкурентоздатності; зміну структури платіжного балансу

– дефіцит поточного рахунку доповнився дефіцитом капітального рахунку; відбулося скорочення офіційних валютних резервів.

Це потребує додаткових регуляторних та структурних заходів для посилення макро- та мікроекономічних можливостей адаптації до зовнішніх шоків та підтримання фінансової стабільності. В числі таких першочергових заходів повинно бути розширення інструментів та стимулів капіталізації банківської системи, удосконалення управління банківськими ризиками, диверсифікація фінансової системи та розвиток небанківських фінансових інститутів. З урахування фінансових наслідків кризи для банківської системи, для її ефективного функціонування потрібно збільшити капіталізацію приблизно у 2,5 – 3 рази у середньостроковій перспективі.

1. Макроекономіка [Текст]: [підручник] / [В. Д. Базилевич, К. С. Базилевич, Л. О. Баластрик]; за ред. В. Д. Базилевича. – 4-те вид., перероб. і доп. – К.: Знання, 2008. – 743 с. 2. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7 издание: Пер. с англ. [Текст]: [підручник] / Мишкин Ф. – М.: ООО "И.Д.Вильямс", 2006. – 880 с. 3. Пікус Р.В. Управление финансовыми рисками [Текст]: [навч. посібник] / Пікус Р.В. – К.: Знання, 2010.- 598 с. 4. Платіжний баланс і зовнішній борг України. 2009 рік. [Електронний ресурс] // Національний банк України: [сайт]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66374> – Назва з екрана. 5. Borio C. The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations [текст] / C.Borio – BIS Working Papers, No 251 – Basel, Bank for International Settlements, 2008. – 54 p. 6. Galesi A. External shocks and international inflation linkages. A global VAR analysis. European Central Bank [текст] / A.Galesi, M.Lombardi. – ECB Working paper series. No. 1062. – Frankfurt, European Central Bank, 2009. – 61 p. 7. Gligorov V. Western Balkan Countries: Adjustment Capacities to External Shocks, with a Focus on Labour Market / [V.Gligorov V, M.Landesman, A.Iara A, R.Stehrer, H.Vidovic]; The Vienna Institute for International Economic Studies. Research Reports. – Vienna, The Vienna Institute for International Economic Studies, 2008. – 352 p. 8. Gibson H. International Finance [текст] / H.Gibson. – London, Longman, 1996. – 355 p. 9. Laeven L. Systemic banking Crisis: A New Database [текст] / L.Laeven, E.Valencia. – IMF Working Papers WP/08/224 – Washington, International Monetary Fund, 2008. – 61 p. 10. Kindlberger C. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises [текст] / C.Kindlberger, R.Aliber. – Hoboken-London, John Wiley&Sons, 2005 – 680 p.

Надійшла до редколегії 12 . 0 1 . 12