

М.І. Макаренко, д.э.н., професор,  
зав. кафедри міжнародної економіки  
Державного вищого навчального закладу  
«Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

### **Нестабільність фінансових ринків і волатильність реального сектора в умовах світової кризи**

У статті розглянуто сутнісні зв'язки національних і міжнародних фінансових ринків з функціонуванням реального сектора, виявлено чинники високої амплітуди циклічних коливань ВВП в країнах з новоствореними ринками.

Макаренко М.І. Instability of financial markets and volatility of the real sector under conditions of world crisis.

The article studies the relationships of the national and international financial markets with the functioning of the real sector, determines the factors for the high amplitude of cyclic fluctuations of GDP in countries with emerging markets.

**Вступ.** Кризові явища останніх двох років у світовій економіці ще раз підтвердили непорушність постулатів теорії середньострокової циклічності розвитку ринкової економічної системи. Перехід розвинутих країн до стадії постіндустріального суспільства на межі тисячоліть не позбавив їх економіки від дії ринкових законів розвитку, відповідно до яких на висхідний тренд довгострокового економічного росту нашаровуються середньо- та короткострокові коливання кон'юнктури. При цьому не надто важливо, чи є ці коливання систематичними, набуваючи форми ділових циклів, чи спорадичними у формі шоків попиту або пропозиції. Суть залишається незмінною: різної глибини спад виробництва супроводжується підвищенням рівня безробіття, скороченням потоку інвестицій, зниженням реальних доходів населення. Стагнації реального сектора часто передують дестабілізація національних і міжнародних фінансів, розбалансованість грошово-кредитної системи.

Країни з новоствореними ринками в міру утвердження нових основ господарювання та підвищення відкритості своїх економік мимоволі втягуються в орбіту коливальної динаміки зростання з періодичним загостренням проблеми макроекономічної нестабільності. Цілком закономірна під час кризи перебудова структури виробництва й споживання відповідно до нових вимог тут часто набуває форми глибоких економічних потрясінь із далекосяжними соціальними й політичними

наслідками. Причиною тому служить остаточно не сформована модель соціально-економічного розвитку, відсутність дієвих інституційних стабілізаторів системи, підвищена волатильність параметрів реального сектора в умовах глобалізаційних викликів. Зазначені обставини роблять економіку постсоціалістичних країн досить чутливою до коливань кон'юнктури світових ринків і підсилюють амплітуду циклічної динаміки. Проблема вразливості реального виробництва від динаміки розвитку фінансових ринків досліджується багатьма аналітиками в Україні та за кордоном. Фахівці Міжнародного валютного фонду здебільшого вивчають вплив факторів фінансової глобалізації на макроекономічну волатильність [6; 7]; окремі автори в Україні й за кордоном приділяють першочергову увагу взаємодії національних фінансових ринків і реального сектора [2, с.211; 1, с.28]. Однак в умовах сучасної глобальної кризи на першому плані постає питання визначення факторів та засобів нейтралізації надмірної волатильності виробничих галузей під дестабілізуючою дією фінансово-монетарного сектора.

**Постановка завдання.** Метою статті є виявлення провідних чинників негативного впливу нестабільності національного і міжнародних фінансових ринків за умов глобальної кризи на стійкість внутрішнього реального сектора.

**Результати дослідження.** Прикметною рисою світових криз останніх десятиліть виступає первинна нестійкість національних і міжнародних фінансових ринків, що служить пусковим механізмом розгортання спаду в реальному секторі. Падіння біржових індексів та курсів національних валют спричиняє негативні очікування суб'єктів економіки щодо майбутньої ринкової кон'юнктури, призводить до мимовільного скорочення попиту домашніх господарств і підприємств на товари й послуги, а зрештою, до зменшення обсягів виробництва. Так, передумовою рецесії в країнах Південно-Східної Азії в 1998 р. стали турбулентні процеси на регіональному фінансовому ринку. Роком раніше в міжнародних інвесторів сформувалися негативні ділові очікування щодо перспектив розвитку країн регіону, підігріті ейфоричною політикою короткострокових зовнішніх запозичень урядів і їх ризикованим бюджетним менеджментом. Внаслідок цього розпочався слабкоконтрольований вихід короткострокових капіталів з місцевого ринку, який з необхідністю спричинив обвал курсів національних валют і біржових котирувань. Зокрема, за період з кінця 1997 р. і перше півріччя 1998 р. з ринків Індонезії, Таїланду і Південної Кореї було виведено понад 35 млрд. дол. [1, с.52]. У результаті стабільною лишалась тільки валюта Гонконгу, тоді як валюти інших країн значно девальвували (табл. 1).

Таблиця 1.

Темпи приросту курсів національних валют країн Південно-Східної Азії  
в 1996-2000 рр., % [5]

Валюта країни	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.
Гонконг	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,4
Індонезія	-4,2	-19,3	-70,9	27,5	-6,4
Південна Корея	-4,1	-13,7	-33,0	16,9	5,1
Малайзія	-0,5	-10,6	-28,3	3,3	0,0
Філіппіни	-2,0	-11,2	-27,6	2,4	-11,5
Сінгапур	0,5	-5,0	-11,3	-1,3	-1,7
Тайвань	-3,6	-4,1	-14,4	3,6	3,4
Таїланд	-1,7	-19,2	-24,2	9,4	-5,7

Макрофінансова дестабілізація надала негативного імпульсу реальному сектору, що невідворотно позначилось на темпах економічного зростання. Протягом 1998 р. реальний ВВП знизився в Гонконгу на 6,0%, Індонезії – 13,1%, Південній Кореї – 6,9%, Малайзії – 7,4%, Філіппінах – 0,6%, Сінгапурі – 1,4%, Таїланді – 10,5% (табл. 2). І хоча первинний епіцентр кризи був зосереджений в країнах Південно-Східної Азії, у його орбіту згодом втяглася тісно пов'язана з ними економіка Японії, де скорочення реального ВВП становило 2,0%; хвилі кризи сягнули ослаблених трансформаційними процесами постсоціалістичних країн, а згодом - латиноамериканського регіону. Водночас на динаміці зростання інших розвинутих країн ці збурення майже не позначились.

Таблиця 2.

Темпи приросту реального ВВП в країнах Південно-Східної Азії  
у 1996-2000 рр., % [5]

Країна	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.
Гонконг	4,2	5,1	-6,0	2,6	8,0
Індонезія	7,8	4,7	-13,1	0,8	5,4
Південна Корея	7,0	4,7	-6,9	9,5	8,5
Малайзія	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,7
Філіппіни	5,8	5,2	-0,6	3,4	6,0
Сінгапур	7,8	8,3	-1,4	7,2	10,1
Тайвань	6,3	6,6	4,5	5,7	5,8

Таїланд 5,9 -1,4 -10,5 4,4 4,8

Джерела сучасної кризи, що охопила економіки як більшості розвинутих держав, так і країн, що розвиваються, також кореняться в розбалансованості фінансового сектора. Як відомо, осередок зародження нинішньої глобальної турбулентності знаходився в сфері іпотечного кредитування США, де з 2006 р. лавиноподібно стало наростати неповернення житлових кредитів. Криза набула міжнародного розмаху навесні 2007 р., коли найбільша іпотечна компанія «New Century Financial Corporation» змушена була піти з Нью-Йоркської фондової біржі в результаті накладеної заборони на торги її акціями. Але переставши надавати клієнтам житлові кредити, компанія не змогла повною мірою впоратися з обслуговуванням своїх зобов'язань. Хоча в її портфелі частка проблемних іпотечних активів була порівняно невеликою, це породило паніку на американському ринку житлових кредитів. Масова недовіра до іпотечних цінних паперів значно їх знецінила, викликавши втрату вартості активів інституційних інвесторів у США й за кордоном, які будували свій фінансовий добробут на володінні американськими іпотечними облігаціями.

Розмежовуючи загальне й особливе в характері зародження й протікання сучасної кризи, слід зазначити, що з погляду циклічності розвитку ринкового господарства нинішня нестабільність, наприклад, для США цілком вписується в конфігурацію середньострокових циклів. Попередня рецесія відзначалася наприкінці 2001 – початку 2002 р. після терористичних актів 11 вересня, а її детонатором послужив соціально-психологічний фактор – песимістичні очікування, що сформувались у суб'єктів ринку. У результаті темпи приросту реального ВВП у річному вимірі скоротилися з 3,7% в 2000 до 0,8% у 2001 р. (при стагнації виробництва в IV кварталі) [5]. Однак рецесія не набула глобального поширення, а фінансові ринки досить швидко відновили зростаючу динаміку, хоча в підсумку світовий фінансовий центр перемістився з Нью-Йорка до Лондонського Сіті.

У визріванні передумов сучасної глобальної нестабільності неабияку роль відіграли нові фінансові технології, які дозволили сек'юритизувати через ланцюжок перетворень первинні, досить ризиковані активи. Результатом фінансового інжинірингу стали нові фінансові інструменти або інноваційні схеми використання колишніх, а також утворення фінансових інститутів зі специфічними функціями. Насамперед, небачених раніше розмірів набуло sub-prime-кредитування банками позичальників на придбання житла. Невисока ставка, отже, і прибутковість таких кредитів вимагали більших обсягів кредитування, для чого в процес запозичення втягувалися

малозабезпечені верстви населення з низьким кредитним рейтингом. Сек'юритизація sub-prime-кредитів здійснювалася через нові інструменти - ABS (asset backed securities) і CDO (collateralised debt obligation). Їх прикметною рисою було те, що з метою мінімізації ризиків строк таких облігацій встановлювався вкрай нетривалим, а попит на них на початку кризи різко впав, що спричинило стрімке падіння ринків.

Новою інституційною ланкою в системі фінансового забезпечення іпотечних кредитів стали SIV-Фонди- Structured Investment Vehicles, які спеціалізувалися на одержанні позикових коштів шляхом випуску короткострокових цінних паперів з низькою процентною ставкою й інвестування цих коштів у довгострокові цінні папери з вищою прибутковістю. До складної схеми невиправданого розширення фінансових ринків впліталася діяльність страхових компаній, інвестиційних і хедж-фондів.

Разом з тим варто зазначити, що розглянуті фінансові інструменти успішно виконують свої функції на зростаючих ринках, в іншому разі приречені на знецінення, а фінансові інститути - на банкрутство.

В умовах сучасної кризи волатильність реального сектора виявилась неоднаковою у розвинутих країн та держав з новоствореними ринками. За даними Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР) рецесія в розвинутих країнах вимірюється невеликими від'ємними значеннями приростів реального ВВП (табл. 3), хоча фінансові ринки та банківські системи тут відчутно постраждали від недавніх потрясінь. Загалом макроекономічна волатильність в країнах «Великої сімки» виявилась порівняно невисокою.

Таблиця 3.

Темпи приросту реального ВВП в країнах "великої сімки", % до відповідного кварталу попереднього року [4]

Країни	2008 р.				2009 р.	
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.
Велика Британія	2,5	1,8	0,5	-1,8	-4,9	-5,6
Італія	0,4	-0,3	-1,3	-3,0	-6,0	-6,0
Канада	1,7	0,7	0,3	-1,0	-2,3	...
Німеччина	2,9	2,0	0,8	-1,8	-6,7	-5,9
США	2,0	1,6	0,0	-1,9	-3,3	-3,9
Франція	1,9	1,0	0,1	-1,6	-3,4	-2,6
"Велика сімка"	1,9	1,3	0,0	-2,3	-4,7	-4,6

Для порівняння наведемо окремі показники розвитку фінансового та реального секторів країн СНД (табл. 4). Внаслідок нерозвиненості фондового ринку основні прояви макрофінансової нестабільності серед цих країн спостерігались на валютних та кредитних ринках. Найглибші девальваційні зрушення в багатьох з них відбулись у IV кварталі 2008 р., і тому у січні – липні 2009 р. істотна знижувальна динаміка курсу національної валюти відзначалась лише за вірменським драмом, казахським тенге та таджицьким сомоні. Однак висока чутливість реального сектора до фінансових негараздів виявилась в Україні, Вірменії та Росії, де спад ВВП був найглибшим.

Таблиця 4.

Зміна валютного курсу та реального ВВП в країнах СНД у 2009 р., % [3]

Країни	Курс нац.валюти (липень до січня)	Реальний ВВП	
		I квартал	I півріччя
Азербайджан	0,1	4,1	3,6
Білорусь	-3,4	0,3	-0,8
Вірменія	-17,6	-6,1	-16,3
Грузія	-0,5	-5,9	...
Казахстан	-19,4	-4,5	-4,1
Киргизія	-7,3	0,2	0,3
Молдова	-6,1	-6,9	...
Росія	11,5	-12,3	-13,4
Таджикистан	-16,4	3,5	2,8
Туркменістан	...	...	...
Узбекистан	...	7,9	8,2
Україна	0,0	-20,3	...

**Висновки та перспективи подальших розвідок.** На основі проведеного аналізу можна констатувати наступні чинники високої волатильності реального сектора під впливом збурень на фінансових ринках:

високий ступінь відкритості економіки з недиверсифікованим експортом та тісно пов'язаною з цим динамікою курсу національної валюти, залежною від кон'юнктури світового товарного ринку;

обмеженість внутрішнього фінансового ринку переважно валютним та кредитним сегментами з недостатньою місткістю, що не дає змоги хоча б частково абсорбувати зовнішні шоки;

висока залежність розвитку внутрішньої економіки від регулярності притоку іноземного капіталу у формі прямих, портфельних інвестицій та

кредитів, що за несприятливої ситуації на світовому фінансовому ринку знекровлює ресурсне живлення реального сектора;

неусталеність інституційної структури та пруденційної бази регулювання економіки в умовах назрівання макроекономічної нестабільності, необґрунтоване застосування ліберальних підходів в грошово-кредитній і бюджетній політиці на початковій стадії кризи;

кумулятивний вплив політичної нестабільності на негативні ділові очікування суб'єктів ринку.

## Література

1. Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире. Кризисный опыт конца 90-х / М.В. Ершов. - М.: Экономика, 2000. – 319 с.
2. Моделі ендогенного зростання економіки України / За ред. д-ра екон. наук М.І.Скрипниченко. — К.: Ін-т екон. та прогнозув., 2007. - 576 с: рис., табл.
3. Основные макроэкономические показатели стран СНГ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cisstat.com/rus/macro0.htm>
4. GDP in the OECD area stabilised in the second quarter of 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.oecd.org/document/12/0,3343,en\\_2649\\_33715\\_43508876\\_1\\_1\\_1\\_1,00/43514819.pdf](http://www.oecd.org/document/12/0,3343,en_2649_33715_43508876_1_1_1_1,00/43514819.pdf)
5. IMF World Economic Outlook (WEO) - Housing and the Business Cycle, April 2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/WEOApr2008all.xls>
6. Knudsen, Olav F. Adapting to Financial Globalisation: Or how Norway returned to countercyclical policies after 20 years of fumbling. - Working paper 09/04. European International Relations Conference, The Hague, September 9-11, 2004. - University of Oslo [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tik.uio.no/globalisation/Pdf/0904Tranoey.pdf>.
7. Prasad Eswar, Rogoff Kenneth, Wei Shang-Jin and Kose M. Ayhan. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. March 17, 2003 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>.

Макаренко, М.І. Нестабільність фінансових ринків і волатильність реального сектора в умовах світової кризи [Текст] / М.І. Макаренко // Вісник Академії митної служби України. Серія Економіка. - 2009. - №2. - С. 15-20.