

УДК 336.77(477:4)

*Є.В. Степанюк, Національний банк України*

## **РИЗИКИ КРЕДИТНОЇ ЕКСПАНСІЇ В УКРАЇНІ НА ДОСВІДІ КРАЇН ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ**

*У статті розглядаються теоретичні основи та практичні аспекти кредитної експансії у країнах Центральної та Східної Європи (ЦСЄ), аналізуються обставини виникнення макроекономічних дисбалансів, імовірність виникнення банківських та фінансових криз в контексті динаміки макроекономічного розвитку країн регіону. У статті також визначаються основні рушійні сили кредитного зростання у країнах ЦСЄ та Україні, а також пов'язані з ним ризики: прискорення інфляційних процесів, валютні ризики, збільшення дефіциту поточного рахунку та накопичення зовнішнього боргу, «бульбашки» цін на активи тощо.*

*Ключові слова: кредитна експансія, макроекономічні дисбаланси, валютні ризики, «бульбашки» цін активів.*

**Вступ.** Прискорене зростання банківського кредитування приватного сектора зазвичай є тим фактором, що асоціюється з фінансовими кризами у країнах, що розвиваються. Незважаючи на те, що кредитна експансія може сприяти економічному розвитку у довгостроковому періоді [1], вона може призводити до макроекономічних дисбалансів та неефективного розміщення кредитних ресурсів у коротко- та середньостроковій перспективі. Існує значна кількість емпіричних підтверджень того факту, що кредитна експансія супроводжується банківськими та валютними кризами [2]. Так, за оцінками МВФ (2004), у трьох випадках з чотирьох періоди стрімкого розширення банківського кредитування на ринках, що розвиваються (emerging markets) супроводжуються банківськими кризами, а майже у семи випадках з восьми – валютними кризами [3].

Проте розглядати вплив на макроекономічну стабільність кредитного зростання загалом, не виділяючи компоненти (кредити підприємствам та домогосподарствам) може призвести до неправильних висновків. Зокрема, Р. Hilbers [4] наголошує, що розмежування кредитів домогосподарствам та підприємствам є ключовим елементом при оцінці ризиків, пов'язаних з кредитною експансією. І хоча зростання як корпоративного, так і споживчого кредитування збільшує імовірність валютних та банківських криз, експансія саме споживчих кредитів у поєднанні з низькою схильністю до внутрішніх заощаджень є вагомим фактором кризи банківського сектора [5].

Сучасні дослідження виявили очевидний позитивний та статистично значущий вплив розширення кредитування приватного сектору на імовірність настання банківських та валютних криз у країнах, що розвиваються. Більше того, зростання кредитування саме домогосподарств є особливо значущим передвісником

банківських криз у країнах з високою схильністю до споживання.

**Метою статті** є визначення та аналіз каналів, за якими кредитна експансія призводить до фінансових криз, ідентифікація систем раннього упередження, аналіз макроекономічних процесів та кредитного зростання в країнах Центральної та Східної Європи, наведення основних ризиків, пов'язаних з розширенням кредитної активності банків в Україні.

### ***Кредитна експансія та фінансові кризи: теоретичне підґрунтя та огляд практичного досвіду***

Кредитна експансія може призводити до фінансових криз за трьома каналами:

- 1) шляхом створення зовнішніх макроекономічних дисбалансів;
- 2) через інфлюювання “бульбашок” цін на активи;
- 3) сприяючи неефективному використанню ресурсів [6].

За першим каналом швидкий приріст кредитів в економіці може призвести до дефіциту поточного рахунку в разі, якщо спровокований ним попит на товари не може бути задоволений внутрішньою пропозицією. Як відомо, ріст кредитування домогосподарств збільшує попит на споживчі товари, тоді як комерційні кредити збільшують попит на інвестиційні товари. Ця різниця надзвичайно важлива з огляду на те, що збільшення позик на споживання не збільшує довгострокову продуктивну спроможність економіки та експортні доходи [7], натомість веде до збільшення споживання та дефіциту поточного рахунку, оскільки споживання зміщується з майбутнього на теперішній час [8]. Доступність кредитів лише прискорює даний процес.

Бум споживання, що є наслідком швидкого приросту кредитів, є особливо стійким у країнах з традиційно низьким рівнем заощаджень. Спрощення кредитних процедур збільшує заборгованість домогосподарств, не забезпечену

значним зростанням доходів у майбутньому, що збільшує ризики дефолту. Іншим наслідком низького рівня національних заощаджень є кредитні буми, що фінансуються припливом іноземного капіталу, що також є додатковим чинником фінансових криз [9].

Щодо каналу “бульбашок” цін на активи нинішній Голова ФРС США Б.Бернанке наголошує на впливі дисбалансів кредитного ринку на зміну ділової активності в економіці [10]. Згідно з концепцією “фінансового акселератора” ендегенні зміни кредитного ринку посилюють економічні шоки. Так, під час періоду кредитного буму зростання цін на активи збільшує вартість заставного майна та стимулює нові запозичення та подальше збільшення цін на активи. Під час кризи, позичальники стають неспроможними погасити отримані позики, що збільшує кількість дефолтів. Дослідження ролі кредитних експансій у створенні цінових “бульбашок” за допомогою моделі оцінювання активів дозволили пояснити існування “бульбашок” нездатністю кредиторів оцінити ризики інвестиційних проектів позичальників [11]. Швидке зростання іпотечних кредитів домогосподарств прискорює зростання цін на нерухомість, особливо, якщо домогосподарства мають обмежений доступ до альтернативних інвестиційних опцій, таких як розвинений внутрішній ринок цінних паперів [12]. Аналогічно зростання корпоративних кредитів можна асоціювати зі зростанням цін на комерційну нерухомість та акції, що також пов’язується з фінансовими кризами [13].

Третій канал криз (неефективне розміщення ресурсів) асоціюється з неспроможністю кредитора адекватно оцінити ефективність інвестицій в умовах швидкого росту ринку кредитів. Поширеною є практика використання нових позик для обслуговування раніше отриманих (теорія “вічного озеленення” – “evergreening”). Крім того, тимчасовий економічний бум, що підживлюється кредитним фінансуванням споживання та інвестицій, може бути неправильно сприйнятий як зміщення довгострокового економічного потенціалу економіки [14]. Надмірно оптимістичні очікування щодо майбутнього доходу можуть призводити до збільшення боргів та перспективи банкрутств.

Сучасна економічна література намагається ідентифікувати причини фінансових криз та визначити надійні індикатори систем раннього попередження (early warning systems). У зв’язку з цим виділяють наступні три основні підходи:

1. Прихильники макроекономічного підходу вважають, що кризи є результатом макроеко-

номічних дисбалансів, передусім вразливої зовнішньоекономічної позиції, та наголошують на необхідності чіткого моніторингу макропруденційних індикаторів [15].

2. Згідно з підходом, що базується на балансах банків, кризи виступають наслідком безвідповідального ведення банківського бізнесу та вимагають контролювати “стан здоров’я” банківської системи та здійснювати стрестестування для оцінки її вразливості [16].

3. За ринковим підходом основна увага приділяється ринковим індикаторам, таким як вартість цінних паперів (титульних та боргових), з метою виявлення імовірності дефолту за наслідками криз у реальних секторах [17].

Загалом, літературні джерела наголошують на двох групах факторів фінансових криз: фундаментальних (диспропорції фінансового, корпоративного секторів, домогосподарств) та ірраціональних (надмірна реакція ринку, стадна поведінка тощо).

### *Макроекономічні процеси та кредитне зростання у країнах Центральної та Східної Європи (ЦСЕ)*

Приріст реального ВВП країн Центральної та Східної Європи<sup>1</sup> залишається стійким з 2000 р., складаючи в середньому майже 6% за період 2000-2007 рр. Прогнози щодо економічного зростання, як видно з табл. 1, також залишаються оптимістичними. Проте напередодні періодів стабільного зростання, в першій половині 1990-х рр., більшість країн регіону пройшли період різкого падіння ВВП, що було наслідком макроекономічних дисбалансів, політичної невизначеності, а також фінансових криз.

Процес економічної конвергенції регіону характеризувався зміцненням та поглибленням фінансових секторів шляхом а) збільшення присутності іноземних банків; б) наближення правових та регуляторних систем до стандартів ЄС; в) застосування кращих практик з банківського нагляду. З 2000 р. надлишкова ліквідність спровокувала підвищення активності фінансового сектору та швидкий ріст банківського кредиту, розігриваючи ринки цінних паперів та нерухомості.

<sup>1</sup> Країни Балтії (Естонія, Латвія, Литва), країни Центрально-Східної Європи (Чехія, Угорщина, Польща, Словаччина, Словенія), країни Південно-Східної Європи (Болгарія, Хорватія та Румунія).

Таблиця 1

**Макроекономічне зростання в окремих країнах Європи, % (за станом на квітень 2008 р.)**

Країна	2000-2007 рр.	2008 р.	Рейтинг/прогноз S&P
Естонія	8,6	3,0	A/Негативний
Латвія	8,8	3,6	BVB+/Негативний
Литва	7,5	6,5	A-/Негативний
Болгарія	5,5	5,5	BVB+/Стабільний
Румунія	5,6	5,4	BVB-/Негативний
Хорватія	4,7	4,3	BVB/Стабільний
Польща	4,1	4,9	A-/Позитивний
Чехія	4,4	4,2	A/Стабільний
Угорщина	4,0	1,8	BVB+/Негативний
Словаччина	5,6	6,6	A/Позитивний
Словенія	4,3	4,1	AA/Стабільний
Україна	7,4	5,6	BV-/Негативний
Росія	7,0	6,8	BVB+/Позитивний

Зростання кредитів у країнах Центрально-Східної Європи, що демонструє ознаки наближення до аналогічних економічних співвідношень “старої” Європи, звертає особливу увагу інвесторів. Пом’ятаючи уроки поширення Азійської фінансової кризи 1997-1998 рр., інвестори та аналітики міжнародних фінансових інституцій демонструють деяку стурбованість зростанням індикаторів фінансових ризиків [18].

Швидке кредитне зростання, що спостерігається у більшості країн ЦСЄ, насправді веде до поглиблення макроекономічних дисбалансів в цих країнах. Так, зростання на кредитній основі внутрішнього попиту позначилося на погіршенні сальдо рахунків поточних операцій та посилює тиск на ціни активів, товарів та робочої сили. В умовах фіксованих валютних курсів або обмежених рамок проведення інтервенцій на валютних ринках (механізми обмінного курсу ЄС) зростання внутрішніх цін погіршує зовнішню конкурентоспроможність та посилює девальваційний тиск на валюту. Крім того, якщо поточна кредитна експансія фінансується переважно за рахунок потоків іноземного капіталу, це посилює вразливість до валютних розривів, можливої зупинки припливу капіталу (sudden stop) та поширення фінансових криз (financial contagion).

Окрім макроекономічного розбалансування, швидке кредитне зростання є ризиковим за визначенням. Кредитні буми часто змушують комерційні банки спрямувати основні зусилля на

розширення кредитних портфелів на шкоду моніторингу та оцінці їх ризиковості. В результаті кредитні буми часто асоціюються з майбутнім ростом негативно класифікованих позик (NPLs) та похідними проблемами банківського сектора.

Банківський кредит набуває особливої важливості з огляду на те, що фінансові системи регіону є банко-центричними (банківські активи становлять близько 85 % активів фінансового сектора), тоді як ринки капіталів та сектор небанківських фінансових інституцій є порівняно малорозвиненими.

Протягом останнього десятиріччя обсяг банківських позик до приватного сектора у країнах ЦСЄ щорічно зростав в середньому на 24 %, ґрунтуючись на стійкому та тривалому економічному зростанні (Румунія, Болгарія, Естонія та Литва). Порівняно низькі середньорічні показники зростання банківських кредитів спостерігалися у Чехії та Словаччині (5 % та 6 % відповідно).

#### *Рушій кредитного зростання у країнах ЦСЄ*

Швидке кредитне зростання, що спостерігалось у країнах ЦСЄ, було спричинене різними факторами як з боку попиту на кредити, так і з боку пропозиції. А також сприятливими макроекономічними умовами та окремими рішеннями державних органів.

По-перше, відбулося зростання пропозиції банківських позик на тлі поглиблення конвергенції фінансового сектора. Масштабні приватизаційні процеси наприкінці 1990-х – початку 2000-х рр. у банківському секторі та скорочення державної частки були ключовими факторами усунення діючих ефектів витіснення та неефективності. Зростання конкуренції між банками (як наслідок виходу на ринок іноземних інвесторів) призвело до звуження процентної маржі та зростання обсягів кредитів з метою утримання досягнутого рівня прибутковості. Значний приплив іноземного фінансування (внаслідок зменшення внутрішніх макроекономічних ризиків, очікувань щодо апреціації курсу, низьких реальних світових процентних ставок та надлишкової ліквідності) також стимулював зростання пропозиції кредитів. Крім того, кредитна активність банків підтримувалася розвитком кредитних бюро, заставних механізмів, покращення захисту прав кредиторів та процедур банкрутства, вдосконалення нормативно-правового поля, бухгалтерських та аудиторських стандартів, розширення лінійок банківських продуктів.

По-друге, попит на кредити зріс під впливом покращення макроекономічних умов (зниження інфляції, процентних ставок, передбачуваність обмінних курсів), низької вихідної заборгованості

домогосподарств, збільшення наявних доходів, збільшення очікуваних доходів (орієнтація на європейський рівень, підвищення впевненості), розширення інвестиційних можливостей (в т.ч. спекулятивних). Зростання попиту на кредити відбулося також завдяки зацікавленості іноземців у інвестиціях в регіоні (як-то купівля російськими інвесторами нерухомості у країнах Балтії).

По-третє, макроекономічні умови у країнах ЦСЄ сприяли кредитній експансії: успішні заходи з дезінфляції, гарні економічні перспективи, позитивний етап бізнес-циклу, низькі рівні реальних процентних ставок та реальна апреціація курсів національних валют. В деяких країнах значний внесок у зростання банківського кредиту здійснили м'які монетарні та фіскальні умови.

По-четверте, деякі заходи державної політики також посприяли росту кредитів. До таких заходів можна віднести будівельні субсидії (у Чехії та Угорщині), компенсації процентних ставок (Угорщина), сприятливі податкові умови при отриманні іпотечних кредитів, державні гарантії та підтримка (пряма та опосередкована). Наприклад, в Естонії іпотечне фінансування стимулювалося можливістю поручительства KredEX (урядовим органом гарантування кредитів та ек-

спорту) та виключення відсотків за іпотечним кредитом з оподатковуваного доходу.

До аналогічних висновків щодо детермінант кредитного зростання дійшли автори досліджень рівноважних рівнів кредитного зростання у даному регіоні [19, 20]. До визначальних передумов кредитної експансії вони віднесли рівень ВВП на душу населення (економічне зростання), рівень реальної процентної ставки (вартість кредиту), інфляцію (втрати від волатильності та кредитне обмеження), державний борг (ефект витіснення), індекси фінансової лібералізації, банківське регулювання, бухгалтерські стандарти та ціни на майно (ефект багатства, застава). Тим не менше, дослідники відзначають наявність специфічних для кожної з країн особливостей, що також відіграли важливу роль.

#### **Макроекономічні дисбаланси та потенційні ризики**

Швидке кредитне зростання, що спостерігалося у багатьох центрально- та східноєвропейських країнах, мало важливі макроекономічні наслідки, передусім через стрімке зростання внутрішнього попиту (табл.2).

Таблиця 2

Окремі макроекономічні індикатори, 2006 р.

Макроекономічні індикатори	Чехія	Естонія	Угорщина	Литва	Латвія
ВВП, %	5,8	11,3	3,8	6,3	11,8
Внутрішній попит, %	5,5	16,1	-0,3	8,9	-
Поточний рахунок, % від ВВП	-3,7	-12,4	-6,2	-10,4	-18,3
РЕОК, 2000 = 100	127,4	113,1	120,2	95,9	103,0
ПІІ, % від ВВП	3,7	1,5	6,0	2,1	5,9
Валовий зовнішній борг, % від ВВП	36,8	92,9	91,7	56,3	112,0
Зміна міжнародних резервів (євро), %	1,6	12,7	-0,5	4,1	18,8
Міжнародні резерви / короткостроковий борг, %	189,8	46,5	159,4	81,8	137,0
Грошова маса / міжнародні резерви, %	285,7	331,4	272,5	277,7	138,2
Кредит приватному сектору, % від ВВП	38,2	79,8	55,6	47,2	80,8
Приріст кредиту приватному сектору, %	19,4	34,0	24,8	55,2	61,1
Частка позик в іноземній валюті приватному сектору, %	10,3	78,1	51,9	55,6	74,4
Спред % ставок до країн євросони, б.п.	-84	8	407	4	156
Режим обмінного курсу	Вільне плавання	ERM 2, Валютне бюро	Плавання	ERM 2, Валютне бюро	ERM 2, Валютне бюро

Макроекономічні індикатори	Польща	Словенія	Словаччина	Болгарія	Румунія	Хорватія
ВВП, %	5,8	5,6	9,8	6,7	8,3	4,7
Внутрішній попит, %	6,1	6,5	9,2	12,1	–	7,1
Поточний рахунок, % від ВВП	–1,9	–2,8	–10,4	–14,0	–10,4	–8,2
РЕОК, 2000 = 100	102,8	103,8	140,3	121,0	127,4	87,7
ПІІ, % від ВВП	2,8	0,8	6,6	14,8	7,2	5,2
Валовий зовнішній борг, % від ВВП	47,3	76,5	54,2	77,5	27,4	82,4
Зміна міжнародних резервів (євро), %	4,1	–5,1	–15,1	7,3	2,1	–7,0
Міжнародні резерви / короткостроковий борг, %	149,9	222,4	207,5	157,9	–	224,4
Грошова маса / міжнародні резерви, %	297,0	190,2	142,8	179,2	86,1	294,0
Кредит приватному сектору, % від ВВП	31,7	63,2	37,7	44,5	24,7	68,0
Приріст кредиту приватному сектору, %	20,5	26,6	21,9	23,6	55	22,4
Частка позик в іноземній валюті приватному сектору, %	27,3	57,4	19,6	45,1	46,9	9,2
Спред % ставок до країн єврозони, б.п.	98	25	171	18	529	–
Режим обмінного курсу	Вільне плавання	ЄМС	ERM 2, Валютне бюро	Валютне бюро	Кероване плавання	Кероване плавання

Незважаючи на загальну тенденцію до зниження інфляції у країнах регіону, перевищення нею середньоєвропейського рівня (рис. 1) у країнах з негнучким режимом обмінного курсу призводило до апреціації реальних ефективних обмінних курсів національних валют.

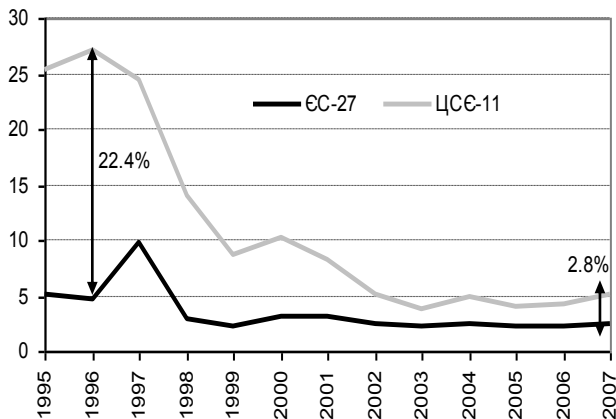


Рис. 1. Інфляція у країнах ЦСЄ та ЄС, % (1995–2007 рр.)

Це, зокрема, пояснюється значним припливом прямих іноземних інвестицій до країн регіону, приваблених порівняно дешевою і кваліфікованою робочою силою, розвинутою інфраструктурою та перспективами перетворення регіону за принципом аутсорсингу на виробничий та сервісний хаб для країн Західної Європи. Інфляційний диференціал між країнами регіону та рештою

країн ЄС (основний торговий партнер) веде до подальшої апреціації обмінних курсів, що особливо непокоїть країни з фіксованим режимом валютного курсу. Зростання рівня заробітної плати у Балтійських країнах, що випереджає загальну факторну продуктивність (TFP), також впливає на втрату конкурентоспроможності та уповільнення росту виробництва.

Інфляційний тиск знаходить свій прояв у зростанні відсоткових ставок, що у країнах регіону (за виключенням Чехії) перевищують аналогічні показники країн єврозони (особливо в Угорщині та Румунії). Цей диференціал у комбінації з незначним валютним ризиком створює умови для подальшого надходження капіталу (особливо в контексті відсутності відповідного контролю), що веде до подальшого зміцнення валютних курсів. Зважаючи на те, що частина цих капіталів носить спекулятивний характер, вони можуть являти собою значний ризик для валютної та фінансової стабільності в контексті можливої депреціації курсу та відтоку капіталу.

Бум внутрішнього попиту веде до значного прискорення імпорту та поглиблення дефіциту поточного рахунку регіону. Однією з причин росту імпорту є різке збільшення цін на нафту і газ, оскільки країни ЦСЄ суттєво залежать від енергетичного імпорту. При цьому частка експорту у ВВП зростає значно повільніше, відображаючи інфляційний ефект від перевищення темпів росту заробітної плати над загальною продукти-

вністю виробництва та апредіацію РЕОК. Важливу роль у поглибленні дефіцитів поточних рахунків країн ЦСЄ (особливо країн Балтії та Південної Європи) відіграло збільшення інвестицій на тлі повільного приросту заощаджень.

Зовнішні запозичення приватного сектора призвели до різкого збільшення чистих боргових зобов'язань. Таким чином, у багатьох країнах ЦСЄ співвідношення зовнішнього боргу та ВВП у 2006 році перевищило 75 % (наприклад, у Латвії – 112 %). Така ситуація створює значні валютні (зменшення валютних надходжень від чистого експорту), строкові (ризик ліквідності) та процентні (частина позик, залучена під плаваючу процентну ставку) ризики.

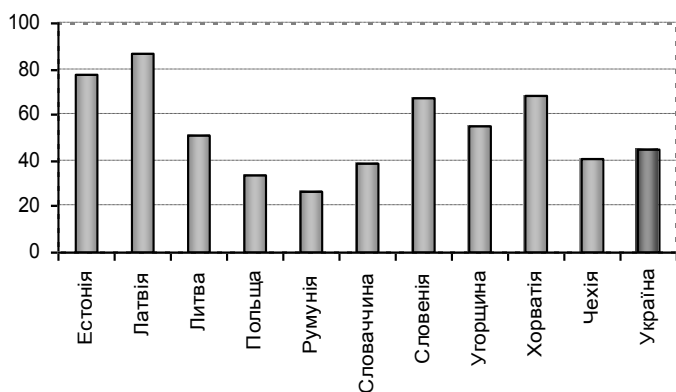


Рис. 2. Співвідношення банківських вимог до приватного сектора та ВВП, % (2006 р.)

### Банківський сектор та потенційні ризики

На відміну від кінця 1990-х рр., темпи приросту кредитів комерційних банків регіону ЦСЄ з 2001 року не залежать від якості активів окремого банку, тобто розширення кредитної бази слабких банків відбувається не менш швидко, ніж у більш надійних банках з точки зору обсягів та якості активних операцій. Очевидно, що пруденційні ризики, пов'язані з поточним кредитним ростом, у перспективі можуть призвести до погіршення фінансової стійкості слабших банків з певним лагом в разі, якщо не буде покращено механізми надання кредитів та оцінки ризиків.

Викликають серйозне занепокоєння приріст позик, деномінованих у валюті, та широкі строкові розриви за наданими позиками та залученими пасивами. Так, зростання частки активів в іноземній валюті збільшує прямі (розриви банківських балансів) та непрямі (якщо валюта доходів позичальника не відповідає валюті кредиту) ризики банків. Це особливо актуально з огляду на те, що значна частка споживчих та

іпотечних кредитів деномінується в іноземних валютах (євро, швейцарських франках та єнах), що породжує відповідні валютні ризики. Центральні банки часто вважають вплив даного ризику обмеженим, враховуючи стабільність історичних рядів курсів національних валют. Тим не менше, зростання нехеджованої відкритої валютної позиції може суттєво прискорити погіршення кредитних портфелів банків при девальвації валюти. Баланси банків країн ЦСЄ також схильні до ризику ліквідності, оскільки позики (в т.ч. довгострокові кредити під заставу нерухомості) фінансуються переважно за рахунок короткострокових депозитів. Крім того, у зв'язку з валютними кредитами виникають процентні ризики, що не перебувають під контролем місцевих центральних банків.

Зважаючи на значну присутність іноземних (переважно європейських) банків у банківських системах країн ЦСЄ (домінуюче положення у всіх країнах за виключенням Словенії та Румунії), відзначимо їх роль у зростанні обсягів кредитування. За деяким виключенням, портфелі активів іноземних банків зростали швидше, ніж вітчизняних. Проте, навіть за умов кращої системи оцінки та моніторингу ризиків іноземних банків, питання поведінки материнських банків стосовно своїх дочірніх установ за несприятливих обставин залишається відкритим. Крім того, помітна присутність іноземних банків створює високі ризики "поширення". Проблеми банківського сектора у країні походження материнської установи можуть поширитися на філії у Східній Європі, так само як проблеми в одній зі східноєвропейських країн можуть спровокувати відтік ресурсів з інших країн регіону (як вчинили японські банки під час Азійської кризи).

Слід також відзначити, що швидке нарощення кредитних портфелів іноземних банків може призвести до формування дуальної банківської системи, в якій "вершки" у вигляді малоризикових позичальників отримують банки з іноземним капіталом, тоді як інші (переважно місцеві) банки задовольняються менш надійними клієнтами.

### Дисбаланси ринків активів

Консенсусом сучасних економічних досліджень є висновок про високу імовірність впливу дисбалансів реального сектора на розгортання фінансових криз, особливо шляхом появи цінних "бульбашок". Незважаючи на те, що розвиток фондових ринків країн ЦСЄ за рівнем капіталізації суттєво поступається біржовим показникам країн Західної Європи, процеси приватизації та розширений доступ до іноземного інвестування сприяли зростанню ринків активів

у Східній Європі. Являючи собою цілком логічний наслідок транзитивних процесів в економіці, таке зростання збільшує потенційні ризики даних економік. Азійська криза, приміром, підтвердила тезу про високу взаємозалежність між світовими ринками цінних паперів та «стадною поведінкою» інвесторів, а також щодо того, що потоки капіталу підвищують схильність залучених до процесів їх освоєння країн до глобальних шоків. Падіння фондових котирувань може призвести до відтоку іноземних та внутрішніх інвесторів, провокуючи тиск на обмінний курс, міжнародні резерви та монетарну базу, а також виявляючись у підвищенні процентних ставок та проблемах з ліквідністю.

Певні побоювання також виникають і при аналізі цін на нерухомість. Зростання обсягів позик на купівлю житла в регіоні не підтримується адекватними темпами зростання пропозиції. Імовірна корекція на ринку нерухомості загрожує падінням вартості активів позичальників та зростанням сумнівної заборгованості банків (як відбулося з ринком іпотечних кредитів subprime США у 2007 році). Зростання частки кредитів під заставу нерухомості за несприятливого сценарію розвитку може позначитись на підвищенні вимог банків та зменшенні витрат економічних суб'єктів, що, в свою чергу, уповільнить зростання сукупного попиту та загальне економічне зростання.

### **Кредитне зростання в Україні: основні ризики, пов'язані з розширенням кредитної активності банків**

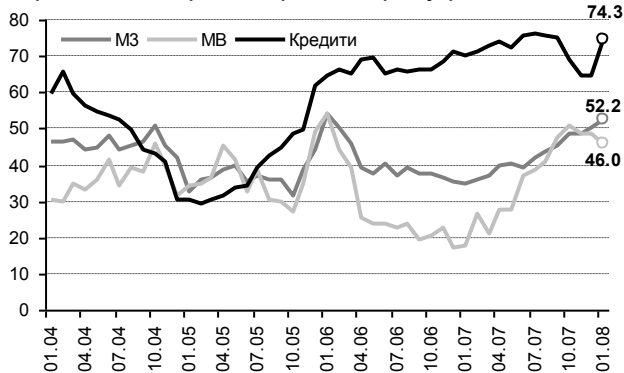
За підсумками 2007 року зростання обсягів кредитів в економіку України склало 74,1 %, в тому числі кредитів, наданих юридичним особам, – 62,9 %, фізичним особам – 97,8 %. Високі темпи зростання кредитного ринку спостерігаються вже 3-й рік поспіль та мають тенденцію до збереження.

За станом на 1 січня 2008 року обсяг кредитів в економіку України склав 427 млрд. грн., що становить майже 60 % від ВВП. При цьому прискореним темпом зростає обсяг споживчих кредитів, частка яких у сукупному обсязі кредитів наразі досягла 36,4 % (155,3 млрд. грн.). Частка банківських кредитів, що згідно з аналізом кредитного портфеля класифікуються як нестандартні (форма № 302) становить 67 %, а частка негативних кредитів (за балансом) – 1,5 %.

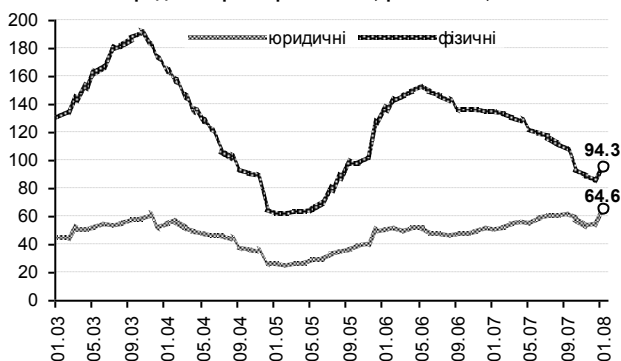
Слід відзначити, що приріст кредитів значно випереджає темпи зростання грошової бази (МВ) та грошової маси (МЗ), що у 2007 році становили відповідно 46,0 % та 52,2 %.

Середньозважена ставка за кредитами в національній валюті упродовж 2007 р. зменшилася з 15,1 до 14,4 % річних, в іноземній – з 11,5 до 11,2 % річних. Середньозважена ставка за депозитами в національній валюті упродовж 2007 р. збільшилася з 7,9 до 8,6 %, в іноземній – з 6,1 до 6,3 %.

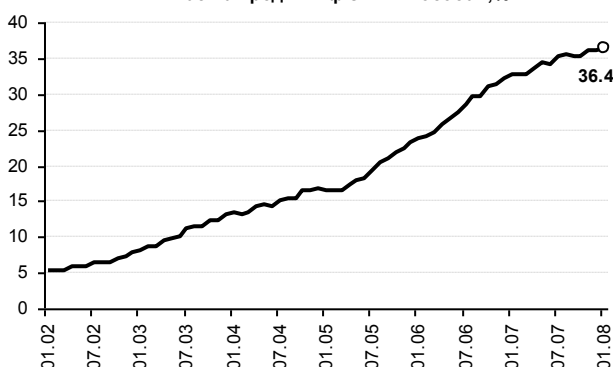
Окремі показники грошово-кредитного ринку, річна зміна, %



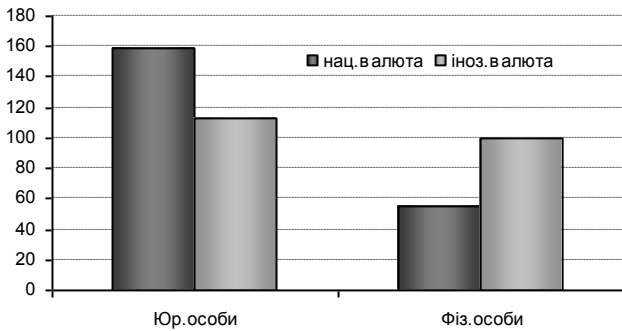
Кредити юр. та фіз. особам, річна зміна, %



Частка кредитів фізичним особам, %

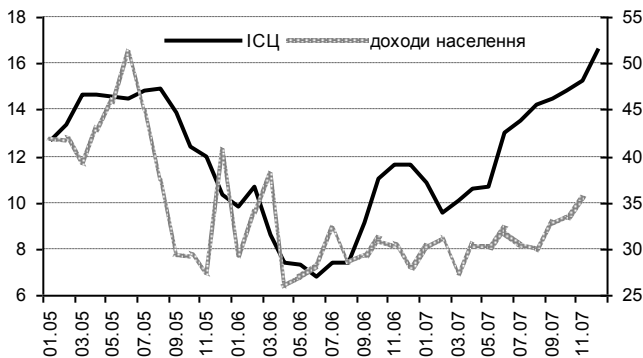


Обсяг кредитів в економіку України в розрізі валют\*, млрд.грн



\* станом на 01.01.2008

Річні темпи зростання доходів населення та інфляція, %



Зростання доходів населення на тлі соціальної політики уряду сприяло підвищенню платоспроможності фізичних осіб як позичальників кредитних коштів. В умовах обмеженої кількості інвестиційних інструментів вітчизняної фінансової системи та недієвого каналу банківського рефінансування зростання внутрішнього попиту на кредитні ресурси стимулювало зростання зовнішніх запозичень банківського сектора.

Прискорення росту кредитів, зокрема в іноземній валюті, наприкінці 2007 року відбулося незважаючи на ускладнення умов залучення банками позикових коштів на світових фінансових ринках та рішення НБУ про введення з 20 листопада 2007 р. до складу зобов'язань банків, які підлягають обов'язковому резервуванню, коштів, залучених банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів.

Діючий режим жорсткої прив'язки гривні до долара США не дозволяє здійснювати ефективне регулювання динаміки розширення показників кредитного ринку монетарними інструментами без шкоди для економічного зростання.

Ризики виникнення фінансової нестабільності, пов'язані з поширенням банківського кредитування, слід розглядати передусім в наступних площинах.

### 1. Зростання валютних ризиків

Порівняно низькі відсоткові ставки за кредитами в іноземній валюті стимулюють зростання частки саме валютних позик в портфелях банківських активів. Відзначимо, що для успішних підприємств, що є найбільш надійними позичальниками, різниця у відсоткових ставках за гривневими та доларовими кредитами (3,2 % за станом на 01.01.2008) не є критичною. Натомість ця різниця є ключовим фактором при виборі валюти кредиту фізичними особами. При цьому частка сумнівних боргів для даної категорії позичальників є найвищою.

Політика фіксованого валютного курсу не стимулює позичальників зважувати на ризик, пов'язаний з можливою корекцією валютного курсу, а отже, і тверезо оцінювати власні можливості щодо повного та своєчасного повернення за цих обставин отриманих кредитів.

В результаті будь-які дії НБУ зі зміни політики курсоутворення та перерозподілу частини валютних ризиків на користь приватного сектора неодмінно призведуть до погіршення балансів комерційних банків та зростання частки неповернених позик особами, що не мають постійних джерел доходів в іноземній валюті.

### 2. Зростання інфляції

Підвищення купівельної спроможності населення завдяки банківським кредитам на тлі високих темпів приросту його реальних доходів веде до суттєвого збільшення сукупного платоспроможного попиту (4/5 доходів населення спрямовується на придбання товарів та послуг), що за обмежених можливостей адекватного збільшення сукупної пропозиції стимулює розвиток інфляційних процесів в економіці.

### 3. Збільшення дефіциту поточного рахунку та накопичення зовнішнього боргу

Зростання споживчого попиту за обмежених можливостей відповідного збільшення внутрішнього виробництва веде до зростання імпорту споживчих товарів та поглиблення кризи зовнішньоторгівельного дефіциту.

Залучення коштів від нерезидентів та імпорт товарів в Україну, млрд.дол.США





Зважаючи на те, що на сучасному етапі основним джерелом кредитних ресурсів для вітчизняної банківської системи є залучення коштів з-за кордону, збільшення внутрішніх активів вітчизняних банків відбувається за рахунок нарощування зовнішньої заборгованості комерційного сектору.

Слід також відзначити, що подальше зняття обмежень на імпорт товарів за міжурядовими домовленостями в рамках підготовки до вступу до СОТ загрожує поглибити кризу, що характеризується одночасним збільшенням зовнішнього боргу та негативним сальдо торгівлі товарами та послугами.

#### 4. Стрімке зростання цін на активи

Підвищення сукупного попиту за обмеженої можливості адекватного збільшення пропозиції, а також з урахуванням обмежених можливостей фінансового ринку щодо абсорбування надлишкової ліквідності в економіці, веде до необґрунтованого зростання цін на активи. За інформацією Bloomberg щодо 90 основних глобальних індексів світу за підсумками 2007 року індекс ПФТС став 2-м в світі за результатами росту (135,41 %).

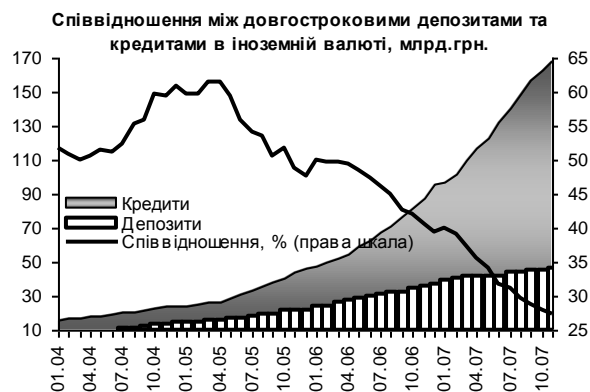


Протягом 2004-2007 рр. індекс ПФТС зріс майже у 9 разів! Ситуація, що склалася на ринку нерухомості, також має ознаки перегріву. Прикладом, ціни на житлову нерухомість протягом 2004-2007 рр. зросли вчетверо. Це стимулює фактичне переоцінення вартості нерухомого майна, що в разі зменшення загальної ліквідності та призупинення росту цін (або їх падіння) загрожує виходом інвесторів з ринку, втратою економічної доцільності здійснення виплат за іпотечними кредитами, подальшим обвалом цін на нерухомість та загальною стагнацією.

#### 5. Ризик строкової невідповідності

Динамічне нарощування банківських портфелів довгострокових кредитів, спрямованих на фінансування інвестиційних планів підприємств,

придбання фізичними особами автомобілів (до 7 років) та нерухомості (до 30 років), строки повернення яких перевищують строки залучення ресурсів за кредитами від нерезидентів та під емісію єврооблігацій, а також строки залучення депозитів фізичних та юридичних осіб, створює розрив строковості вхідних та вихідних ресурсів банківської системи України.



Нестача джерел довгострокових пасивів банківської системи, основними причинами якої є недостатній ступінь довіри громадян до банків, низька капіталізація інвестиційних та пенсійних фондів, породжує дисбаланс строків банківських активів та пасивів, створює ризик коливань ліквідності банківської системи та виникнення касових розривів.

**Висновки та рекомендації.** З наведеного вище можна зробити висновок, що існують цілком об'єктивні причини для швидкої кредитної експансії у країнах Центральної та Східної Європи (в тому числі Україні): зростання економічної активності, поглиблення банківської та фінансової систем, масштабна приватизація, лібералізація ринків нерухомості та операцій з капіталом та інші законодавчі та регуляторні зміни тощо.

Наближення до макроекономічних стандартів ЄС означає також вирівнювання інших показників економічної діяльності. За оптимістичним сценарієм зниження прибутковості корпорацій внаслідок інфлюювання заробітної плати, трансфер технологій та приріст ПІІ сприятимуть підвищенню загальної факторної продуктивності. Нижча реальна заробітна плата та збільшена продуктивність праці та капіталу послабить інфляційний тиск та тиск на РЕОК. Це, в свою чергу, дозволить зменшити тиск на рівень зовнішньої конкурентоспроможності, уповільнить зростання сукупного попиту та покращить стан поточного рахунку (т.зв. "virtuous cycle").

Проте, якщо дивитися під іншим кутом зору, наведений вище сценарій може виявитися на практиці нереалістичним. Так, зростання дефіциту поточного рахунку не супроводжується паралельним зростанням заощаджень (досвід країн Південно-Східної Азії). Крім того, обсяг технологічних трансфертів може виявитися помірним з огляду на значну концентрацію ПП у секторах виробництва товарів та послуг, що не мають виходу на міжнародні ринки (non-tradables), а тому очікування щодо зростання загальної факторної продуктивності можуть не виправдатись. Приміром, досвід Португалії свідчить про високу імовірність економічної корекції у східноєвропейських країнах (особливо, країнах Балтії), що характеризується уповільненням росту ВВП на тлі обмежених можливостей зростання внутрішньої пропозиції товарів і послуг. Як це відбувається в економіці, що функціонує на рівні, близькому до повної зайнятості, зі зміщенням інвестиційної активності до тих секторів товарів і послуг, що не торгуються на світових ринках [21]. Натомість попит на товари і послуги, що торгуються на міжнародних ринках, задовольняється за рахунок імпорту, призводячи до зростання дефіциту поточного рахунку та зовнішньої заборгованості.

Основними заходами з превентивного реагування на загрози, пов'язані зі стрімким збільшенням кредитування, є жорстка макроекономічна політика, пруденційна політика регулювання діяльності фінансових установ та нагляду, активна політика адміністрування [22].

При цьому інструменти монетарної політики можуть виявитися обмежено ефективними, оскільки за умов відкритості фінансових ринків жорстка монетарна політика може проявитися у переорієнтації фінансово-банківських установ на іноземні ринки капіталу, збільшенні позик в іноземній валюті та пов'язаних з цим ризиків.

Фіскальна політика може відіграти важливу роль при обмеженні сукупного попиту. Її недоліками є необхідність прийняття непопулярних політичних рішень та часові лаги при імplementації.

Інструменти контролю короткострокового капіталу можуть виявитись успішними, про що свідчить досвід Малайзії під час Азійської кризи та Чилі.

Іншими інструментами є більш жорстка класифікація кредитів та порядку їх надання, більш сувора оцінка нерухомості, що використовується як застава, вищі ваги ризиків за певним типом кредитів (наприклад, в іноземній валюті) та встановлення більш жорстких мінімальних вимог до позичальників.

До адміністративних заходів, таких як кредитні «стелі», що носять тимчасовий характер, як правило, вдаються в останню чергу. Їх негативними наслідками є зміна маршрутів фінансових потоків, зменшення прозорості інформації щодо діяльності банківського сектора, збільшення прямих іноземних позик. Зрештою, якщо кредитні ліміти не зважаються на ризик, вони карають здорові інституції за ризики, накопичені слабшими установами.

Емпіричний досвід свідчить, що збільшення сукупного попиту має бути контрольованим та забезпечуватися адекватним збільшенням внутрішньої пропозиції. Державна політика має бути спрямована на заохочення корпоративного кредитування (на противагу кредитуванню домогосподарств): підвищення відкритості корпоративного сектора, забезпечення прав кредиторів, вдосконалення законодавства з питань банкрутства тощо). Крім того, має бути забезпечений такий рівень ринкової гнучкості та заробітних плат в економіці, що не перешкоджатиме міжнародній конкурентоспроможності, стримуватиме надлишковий попит та стимулюватиме інвестиції в продуктивні галузі.

### Список літератури

1. Levine, Ross, Norman Loayza and Thomas Beck. (2000). "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes." *Journal of Monetary Economics* 46 (1), 31-77.
2. Kaminsky, Graciela and Carmen Reinhart. (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems." *The American Economic Review* 89 (3), 473-500 (June).
3. International Monetary Fund, 2004. *World Economic Outlook*, April 2004, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/pdf/chapter4.pdf>.
4. Hilbers, Paul, Inci Otker-Robe, Ceyla Pazarbasioglu and Gudrun Johnsen. (2005). "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies." IMF Working Paper 05/151.
5. Buyukkarabacak, Berrak and Valev, Neven T., "Credit Expansions and Financial Crises: The Roles of Household and Firm Credit" (May 2006). Andrew Young School of Policy Studies Research Paper No. 06-55
6. Kaminsky, Graciela and Sergio Schmukler. (2003). "Short-run Pain, Long-run Gain: The Effects of Financial Liberalization." NBER Working Paper #9787.

7. Frankel, Jeffrey and Andrew K. Rose. (1996). "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment." *Journal of International Economics* 41, 351-366.
8. Calvo, Guillermo. (1986). "Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates." *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 6.
9. McKinnon, Ronald and Huw Pill. (1997). "Credible Economic Liberalization and Overborrowing." *American Economic Association Papers and Proceedings*, 189-193.
10. Bernanke, Ben, Mark Gertler and Simon Gilchrist. (1999). "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." In: Taylor, J., Woodford, M. (Eds.), *Handbook of Macroeconomics*. North-Holland.
11. Allen, Franklin and Douglas Gale. (2000). "Bubbles and Crises." *The Economic Journal* 110, 236-255.
12. Bank for International Settlements. (2005). "75th Annual Report." <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2005e.pdf>
13. Borio, Claudio and Philip Lowe. (2002). "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus." BIS Working Papers, No: 114.
14. Duenwald, Christoph., Nikolay Gueorguiev and Andrea Schaechter. (2005). "Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Case of Bulgaria, Romania, and Ukraine." IMF Working Paper 05/128.
15. Demirgüç-Kunt A. and Detragiache E. (1998), "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries." IMF Staff Papers 45.
16. Sahajwala R. and Paul Van de B. (2000), "Supervisory Risk Assessment and Early Warning Systems", Basel Committee on Banking Supervision Working Paper 2, BIS.
17. Bongini P., Laeven L. and Majnoni G. (2002), "How Good Is the Market at Assessing Bank Fragility? A Horse Race between Different Indicators.", *Journal of Banking and Finance*, 26.
18. Papademos (2005), "Financial structures, credit growth and house prices in the new EU Member States: Policy challenges on the road to the euro", Speech at the Conference held by Latvijas Banka, Riga.
19. Cottarelli C., Dell Ariccia G. and Vladkova Hollar I. (2003), "Early birds, late risers, and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans", IMF Working Paper 03/213
20. Backé P., Égert B. and Zumer T. (2005), "Credit Growth in Central and Eastern Europe: Emerging from Financial Repression to New (Over) Shooting Stars?"
21. Ahmed, f. and Bakker, B.B. (2006), "Catch-up in the Baltics: A comparison with Ireland and Portugal".
22. Sirtaine, Sophie and Skamnelos, Ilias, "Credit Growth in Emerging Europe: A Cause for Stability Concerns?" (July 1, 2007). World Bank Policy Research Working Paper No. 4281

### *Summary*

The paper examines theoretical footing and practical aspects of credit expansion in Central and Eastern Europe (CEE) countries, analyses macroeconomic misbalances beginnings, banking and financial crises occurrence probability in the context of region's macroeconomic development. The paper also determines main drivers of credit growth in CEE and Ukraine along with attendant risks: inflationary processes acceleration, currency risks, current account deficit extension and external debt accumulation, assets markets bubbles etc.

Отримано 04.11.2008

