

A 2008/2009-es gazdasági válsághoz vezető út Ukrajnában⁴

Hidi Ágnes PhD hallgató

Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Doktori Iskola

ABSZTRAKT. A tanulmány a 2008/2009-es ukrán gazdasági válság kialakulásának okait kutatja. Miért érintette Ukrajnát mélyebben a világgazdasági válság, mint a legtöbb feltörekvő gazdaságot? A válasz a strukturális hiányosságokban rejlik: az exportorientált ukrán gazdaság nem kellőképpen diverzifikált, importfüggősége folytán rendkívül sebezhető, nagymértékű eladósodottsággal küzd, folyó fizetési mérleg hiánya fenntarthatatlannak bizonyult. A strukturális hiányosságokat tovább súlyosbította a belpolitikai helyzet kiszámíthatatlansága, az országba vetett bizalom alacsony szintje. Az összeomlástól a Nemzetközi Valutaalap gyorskölcsöne mentette meg 2008 novemberében, a szükséges reformok váratnak magukra.

KULCSSZAVAK: Ukrajna, gazdasági válság, export-vezérelt növekedés, hitelezés

Bevezetés

Az ukrán gazdaság a függetlenné válás utáni mély recessziót maga mögött hagyva a 2000-es évek folyamán szédületes, átlagosan évi 7,5%-os⁵ növekedési ütemet produkált, Ukrajna a térség legdinamikusabban fejlődő országai közé zárkozott fel. Az Egyesült Államok pénzügyi piacairól kiinduló pénzügyi válság korai szakaszát nem érzékelte, a világgazdasági válság 2008 őszén gyűrűzött be és az országot a legnagyobb károkat elszenvedő áldozatok közé taszította, a reálszektor mély recessziójával, valuta-leértékelődéssel, kétszámjegyű inflációval, a bankszektorba vetett bizalom megrendülésével kellett megküzdenie. 2011-re a világgazdaság élénkülése, így az ukrán exporttermékek iránti kereslet feléledése segítette a visszaesésből való kilábalást, azonban ahhoz, hogy az ukrán gazdaság egy újabb külgazdasági sokkhoz megfelelően tudjon alkalmazkodni, felelős gazdaságpolitika és kedvező üzleti környezet kialakítása szükségeltetik.

A tanulmány arra a kérdésre keresi a választ, hogy a kétezres évek gazdasági szárnyalását követően a 2008-as globális válság miért okozott váratlanul mély megrázkódtatást az ukrán gazdaságban? A kérdés megválaszolása nem egyszerű, hiszen a gazdasági okok mellett a politikai momentumokat sem szabad figyelmen

4 A cikk a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Karán 2010-ben megvédett diplomamunkán alapul. Ezúton is szeretnék köszönetet mondani belső konzulensemnek, Dr. Györfly Dórának a diplomamunka megírása során nyújtott segítségével, számtalan hasznos tanácsáért, valamint külső konzulensemnek, Darcsi Karolinának a dolgozat elbírálása során tett észrevételeiért.

5 A GDP-alakulásra vonatkozó érték a 2000-2007 közötti periódusra vonatkozik

kívül hagynunk, a gazdasági és politikai elit összefonódása máig jelen van az ország életében. A háttér folyamatok teljes megértéséhez a tanulmány bemutatja a 2000-es évek gazdasági szárnyalásának mozgatórugóit, a meghozott – helyes vagy helytelen – gazdaságpolitikai lépéseket, külgazdasági folyamatokat, amelyek a túlfűtöttség kialakulásához vezettek, a válság okozta sokkhatást és azokat a strukturális hiányosságokat, amelyek a gazdasági összeomlás szélére sodorták Ukrajnát az évtized végére: az egyoldalú export-struktúra hátulütőit, a bankrendszer gyenge pontjait, a magánszektor külföldi eladósodottságának kockázatait. A záró gondolatok a gazdasági feltételrendszer javításához nélkülözhetetlen, legégetőbb feladatokat összegzik.

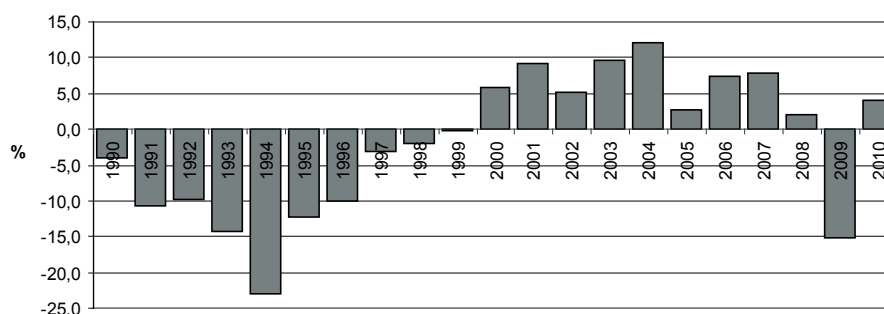
Ukrajna a XXI. század küszöbén

Ukrajnának egy teljes évtizedre volt szüksége ahhoz, hogy a függetlenné válás utáni mély recesszióból kilábaljon. E nehéz és hosszú időszak alatt hiperinflációval, áruhiánnyal, tarthatatlanul magas költségvetési hiánnyal és államadóssággal, évekig ki nem fizetett nyugdíjakkal és bérekkel, kiterjedt feketegazdasággal kellett szembenéznie. Bár történt néhány kísérlet a helyzet normalizálására, egy-egy krízishelyzet elhárítása után ezek elhaltak, hosszútávra szóló reformok nem születtek. A gyenge intézményrendszer és felelőtlen kormányzati gazdaságpolitika következtében az 1997-98-as ázsiai, majd orosz pénzügyi válság az országot a gazdasági összeomlás szélére sodorta. Az eladósodott ukrán kormány sikeres tárgyalásainak köszönhetően az adósságok átütemezése révén az államcsőd veszélye elhárult, azonban strukturális reformok hiányában az 1990-es évek végén a gazdaság még mindig igen gyenge teljesítményt mutatott, a 2000-es évek küszöbén a GDP növekedési üteme továbbra sem érte el az 1989-es szintet. Az 1998-as orosz államcsőd láttán az üzleti és politikai életben összefonódó elit számára nyilvánvalóvá vált, hogy egy hasonló lefolyású gazdasági összeomlás Ukrajnában saját vagyoni biztonságukat veszélyeztetné, a reformok elodázása már nem volt járható út (Aslund 2009).

A fordulat Viktor Juscsenko miniszterelnöki kinevezésével vette kezdetét 2000-ben. A legégetőbb kérdést a költségvetési reform jelentette, mivel az 1998-as válság után a külső finanszírozási források befagytak, míg a külső adósságok visszafizetési kötelezettsége fennállt és az ukrán nemzeti valuta, a hrivnya gyengülése miatt mértéke tovább növekedett (Aslund 2002). A költségvetés finanszírozási gondjainak egyik forrása a gazdaság demonetizáltsága volt. A probléma az állam és a vállalati szektor közötti elszámolási rendszer hiányosságaiból adódott: a barter vagy más ellentételezés formájában kiegyenlített vállalati tartozások miatt a költségvetés nem jutott elegendő pénzügyi forráshoz. A meghozott rendelkezések kötelezővé tették a tartozások készpénzbeni kiegyenlítését, megtiltva minden egyéb törlesztési módot.

Emellett hatályon kívül helyezték azokat a kormányzati és elnöki határozatokat, amelyek egyes kedvezményezett vállalatoknak nyújtott adóprivilegiumokra, esetenként monopoljog biztosítására vonatkoztak. (Aslund 2002). A vállalati tartozások pénzügyi alapra helyezése és a kedvezmények eltörlése megteremtette a költségvetés bevételi oldalának finanszírozásához szükséges alapokat, ezen túl még egy pozitív következménnyel járt: kialakultak a hatékony piaci verseny feltételei. Az energiaszektorban eltörölt monopoljogok és megvont járadékok eredményeként, a vállalatok költségvetési korlátjának megkeményedése folytán az energiaiimport és- felhasználás jelentősen csökkent, a termelés racionalizálódott (Aslund 2009). A kis- és középvállalkozások a magas adóterhek miatt nagyrészt a feketegazdaságban tevékenykedtek, most a magánvállalkozók terheit alacsony adók váltották fel. Az intézkedések eredményeként az addig illegálisan működő vállalkozások legalizálták tevékenységüket (Aslund 2009). További sarkalatos problémát jelentett a kilencvenes évekre jellemző szövevényes és átláthatatlan privatizációs gyakorlat, a nagyvállalatok hatékonytalan, állami támogatásokra és kedvezményekre alapozott működése. A 2000-ben elindított privatizációs hullám az eddigiekkel ellentétben már nyílt tendereztetési eljárással zajlott: a négy legnagyobb olajfinomító vállalat tőkeerős orosz és kazah olajtársaságok tulajdonába került, melyek a tulajdonos váltás után teljes kapacitással, magas hatásfokon üzemeltek. (Aslund 2002)

1. ábra A GDP %-os változása Ukrajnában, 1990-2010



Forrás: EBRD

Noha Juscsenko reformjai a gazdaság strukturális átalakításának első lépcsőfokát jelentették, jelentőségük a stabil makrogazdasági környezet és az ukrán gazdaság iránti bizalom megteremtésében vitathatatlan. Az átalakítások a magas költségvetési hiány felszámolásához vezettek, megkezdődött az előző évtizedet végig kísérő bér és nyugdíj hátralékok kifizetése, a nagyvállalatok privatizációja

révén pedig tőke érkezett az országba. (Aslund 2002). Az energiaszektor remonetizálása, a privilégiumok eltörlése révén lehetővé vált az ukrán export orientáltságát a FÁK országokon kívülre is kiterjeszteni (Bassett 2003)⁶, az ukrán gazdaság növekedési pályára állt.

Export-vezérelt növekedés

A gazdasági konjunktúra – kisebb-nagyobb kilengésekkel – 2008 őszéig töretlen maradt. A 2000-es évek első felében a kínai gazdaság felszívó ereje révén Ukrajna fő exporttermékének, az acélnak az elsődleges célpiacává vált. Az ukrán export másik legnagyobb célpiaca a szintén konjunkturális ciklusban lévő orosz piac volt, főként a gépipari termékek iránti kereslet révén. (IMF 2005a)

A felvevőpiacok importéhségének köszönhetően Ukrajna kiváló gazdasági mutatókat ért el 2004-re: a GDP éves növekedése elérte a 12%-ot, folyó fizetési mérleg többlete meghaladta a GDP 10%-át, nemzetközi tartalékai gyors ütemben gyarapodtak. Az exportból befolyt jövedelem beruházása révén az építőipar felpörgött. A magánszektorba áramló hitelek és a rendelkezésre álló jövedelem növekedése folytán erősödő belső fogyasztás tovább fűtötte a gazdasági növekedést. (IMF 2005a) Mindezt az Ukrán Nemzeti Bank (UNB) árfolyam politikája is segítette: a dollárhoz rögzített, végig stabil árfolyam a hrivnya egyéb valutákhoz képesti nominális gyengülését is maga után vont (Dabrowski 2007), miután ez időszakban a dollár jellemzően gyengült a világ vezető valutáihoz képest. Ukrajna külső adósságait sikerült nagymértékben csökkenteni: 2004 végére GDP-hez viszonyított aránya 27%-ra esett. (Halikias 2005). Bár a reálbérek jelentősen növekedtek, a régió országaihoz képest még mindig igen alacsonyak voltak, ezáltal a gazdaság versenyképessége továbbra is megmaradt (IMF 2005a).

A megalapozatlan jóléti kiadások és bizonytalan politikai környezet hátulütői

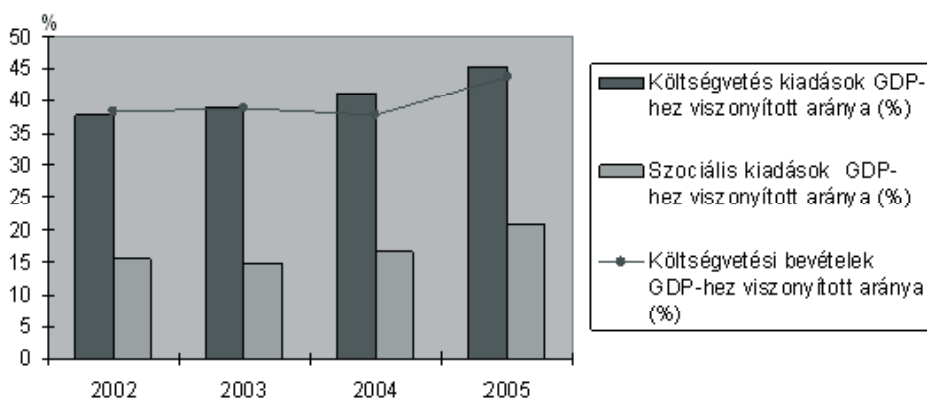
A 2004-es narancsos forradalom után további, a gazdaság hatékony működését segítő intézkedések születtek. Adóreform keretében eltörölték a még hatályos speciális kedvezményeket a kivételezett ipari szektorokban és az ún. szabad gazdasági övezetekben. A WTO csatlakozás⁷ előkészítéseként csökkentek a különféle vámtarifák, míg az ellenőrzések megszigorodtak. Ez

6 Ez a kiváltságok eltörlésének pozitív marketinghatásán keresztül érvényesült: a reformok révén sikerült olyan piacokat is elérni, amelyek annak előtte az ukrán export dömping veszélye miatt nem léptek kereskedelmi kapcsolatba az országgal. (Bassett 2003)

7 Ukrajna 2008 május 16.-án lett a WTO 152. tagországa

utóbbinak köszönhetően – annak ellenére, hogy a vámtarifák mértéke kisebb lett – a vámbevételek látványosan növekedtek (Aslund 2009). Fiskális oldalról azonban egyre inkább irreális határozatok születtek: míg az export iránti élénk keresletnek és a reformoknak köszönhetően a költségvetés komoly bevételi forrásokhoz jutott, a megnövekedett bevételt a kormányzat szociális juttatásokra költötte. E kiadások nagymértékű emelkedése még a 2004-es elnökválasztási kampány idején kezdődött az állami nyugdíjak mértékének megduplázásával(!). A narancsos színekben hatalomra került Timosenko-kormány további populista intézkedéseket hozott: választási ígéreteit betartva az állami alkalmazottak bérét 60%-kal emelte a társadalom alsóbb rétegeihez tartozó szavazóbázis elérésének eszközeként (Aslund 2009). A 2004-es elnökválasztási kampány és az azt követő kormányzati költségek a költségvetési egyenleg számottevő romlásához vezetett. Az expanzív fiskális politika révén 2005 folyamán az állami szférában dolgozók bérei és a nyugdíjak mintegy 50%-kal nőttek. A nyugdíjakra fordított kiadások nagysága 2005-ben elérte a GDP 17%-át, kissé ironikus, hogy e tekintetben Ukrajna világ élvonalába került, megelőzve a jóléti államokat is (IMF 2007).

2. ábra Szociális juttatások alakulása a költségvetési kiadásokon belül

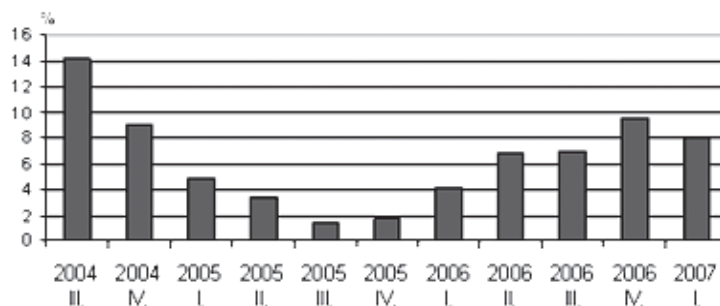


Forrás: az IMF adatai alapján saját szerkesztés (Schaechter et al 2007)

A felelőtlen költségvetési politika további hibás lépésekkel párosult: 2005-ben a Timosenko-kormány az előző évek szövevényes és átláthatatlan privatizációs szerződéseinek felülvizsgálatát jelentette be, azonban a politikai céloktól vezérelt, „újra leosztást” célzó intézkedések a befektetői bizalom megrendülését vonták maguk után (Dabrowski 2007) és a teljes bizonytalanság kialakulásához vezettek. Ha megvizsgáljuk a GDP alakulását negyedéves lebontásban, a kormányzati

intézkedések káros hatása a külgazdasági tényezők⁸ növekedésre gyakorolt hatásán túl is érzékelhető:

3. ábra GDP %-os változása negyedéves bontásban (2004. III. – 2007. I.)



Forrás: Dabrowski 2007 adatai alapján saját szerkesztés (Dabrowski 2007)

2005-ben új miniszterelnök kinevezésére került sor, mely a kedélyek megnyugtató végett leállította a tulajdonjogok megkérdőjelezéséhez vezető széles körű reprivatizációs hullámot, azonban a nagy horderejű privatizációs lépések átvizsgálását véghez vitte, nyílt és transzparens pályázatok révén külföldi befektetők jelentek meg az ipari szektorban (Dabrowski 2007).

Cserearányromlás

A kétezres évek elejétől az acél elrugaskodott magas világpiaci ára az ukrán export szárnyalásához vezetett, és annak ellenére, hogy a kőolaj világpiaci ára szintén igen meredeken emelkedett, a kőolaj-import drágulását Ukrajna folyó fizetési mérlege nem érzékelte, 2004-ben kb. a GDP 10%-nak, 2005-ben – a visszaesés időszakában - kb. a GDP 3%-nak megfelelő többletet mutatott. (IMF 2007) A pozitív egyenleg azonban 2006 végére deficitbe fordult. A változás hátterében belső és külső tényezők egyaránt meghúzódtak.

Az ukrán gazdaság jellemzően magas energia-igényű, az energiafelhasználás nem hatékony. A relatíve legfontosabb energiaforrás a földgáz, és annak ellenére, hogy Ukrajna gázszükségleteinek mintegy ¼-ét saját maga állítja elő, a földgázimport igen nagy jelentőséggel bír az ipari termelés szükségleteinek

⁸ Az átmeneti lassulás a harmadik országok (third countries) közötti piacon erősödő verseny hatására csökkenő acéláraknak köszönhető. (IMF 2007 p.8). További nehézségeket okozott a fémipari termékek árának csökkenése valamint az olajárak növekedése, amely az erőteljesen energia intenzív ukrán ipari termelés lassulásához vezetett. (IMF 2005b p.11).

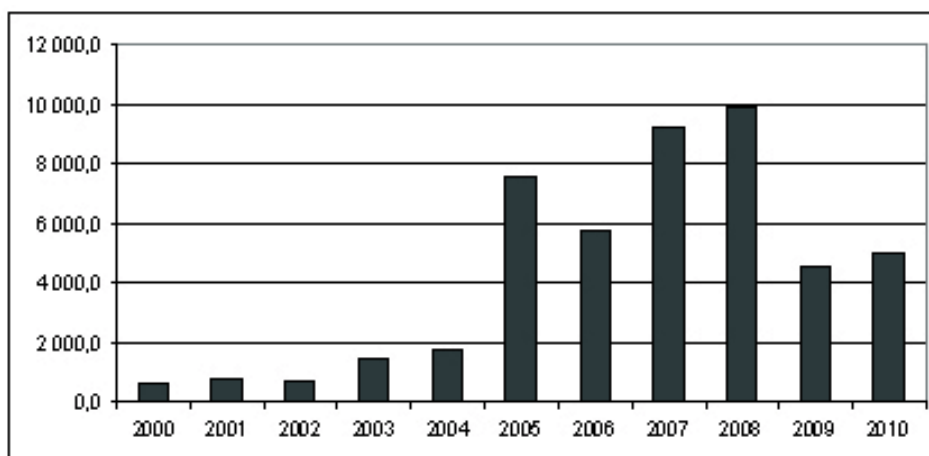
kielégítésében. A 2006 elején folytatott ukrán-orosz tárgyalások eredményeként Oroszország az Ukrajnába irányuló gázexport árát megemelte, a nyugat-európai gázárakhoz való árkonvergencia megvalósításának céljából. A megállapodás értelmében az Oroszországból származó földgáz ára 64%-kal emelkedett, így jelentős cserearányromlást szenvedett el a gazdaság (Flanagan - González 2007).

A folyó fizetési mérleg egyenlege a robotstus export-teljesítménynek köszönhetően 2006-ig pozitív értéket mutatott, azonban a fogyasztói és beruházói oldalról egyaránt gyorsan növekvő belső kereslet egyre inkább eltolódott az importtermékek felé. A globáliskonjunktúrának köszönhető világgpiaci áremelkedés és az ukrán-orosz gázvita folytán növekvő energiaárak miatt az import értéke az exporténál jóval gyorsabban emelkedett, és 2008 közepére a folyó fizetési mérleg hiánya elérte a GDP 7%-át (TBF 2009)

A közvetlen külföldi tőkebefektetések szerepe

Az 1990-es évek kezdetétől egészen 2005 második feléig a közvetlen külföldi tőkebefektetések (FDI) mértéke elhanyagolható volt az ukrán gazdaságban, mértéke jócskán elmaradt a többi közép-kelet európai és FÁK államok mutatói mögött, az átalakulóban lévő gazdaságok közül e tekintetben a 2005-ös évben csak olyan országok teljesítményét múlta felül, mint Üzbegisztán, Tádzsikisztán vagy Belorusszia . Gyökeres fordulatot a 2005-ös reprivatizációs hullám hozott.

4. ábra Nettó FDI-beáramlás Ukrajnába (millió USD), 2001-2006



Forrás: EBRD

A gyorsan javuló gazdasági kilátások, a növekvő belső kereslet és a kiaknázatlan piac piackereső beruházásokat vonzott, meghatározó mértékben a bankszektorba (Kirchner et al 2007) és az export-orientált ágazatokba (gáz, alumínium feldolgozás, olajfinomítók stb.) A befektetések az EU-ból, elsődlegesen Ciprusból érkeztek, noha valószínűsíthetően ezek eredeti forrása orosz tulajdonosoktól származik. (Kononov 2010).

A tőkebeáramlás egészen a pénzügyi válság begyűrűzéséig töretlen maradt, a 2005-2008 közötti időszakban a befolyó nettó FDI átlagosan elérte az évi 8 mrd. USD-t, ennek köszönhetően az Ukrán Nemzeti Bank 2008 szeptemberének végéig mintegy 37 mrd. USD értékű devizatartalékot halmozott fel (TBF 2009). Az impozáns teljesítményt azonban árnyalta, hogy a tőke nagy része spekulatív céllal került befektetésre, többek között a pénzügyi szolgáltató szektorba és a felpörgött építőiparba áramlott. A banki hitelek és befektetések sem a magasabb hozzáadott értékű termékeket előállító ágazatokban, sem infrastrukturális vagy fejlesztési beruházásokban nem jelentek meg hangsúlyosan, (Kononov 2010) így a külföldi működő tőkétől remélt, hosszú távon a gazdaság szerkezeti fejlődését szolgáló pozitív hatások, mint például a zöldmezős beruházásokon keresztül megvalósuló munkahelyteremtés, modern technológiák és ismeretek alkalmazása stb. nem hoztak áttörést.

Túlfűtöttség és válság

2007 végén, politikailag bizonytalan környezetben, a rohamosan dráguló gázárak mellett és ellenére az ukrán gazdaság kiváló teljesítményt produkált. A fellendülés kezdete, 2000 óta a reál GDP szédületes, éves átlagban 7,5%-os növekedést mutatott. Az évtized közepétől egyre nagyobb számban jelentek meg a külföldi bankok, és a hazai pénzügyi intézményekkel karöltve irdatlan ütemű hitelezésbe kezdtek.

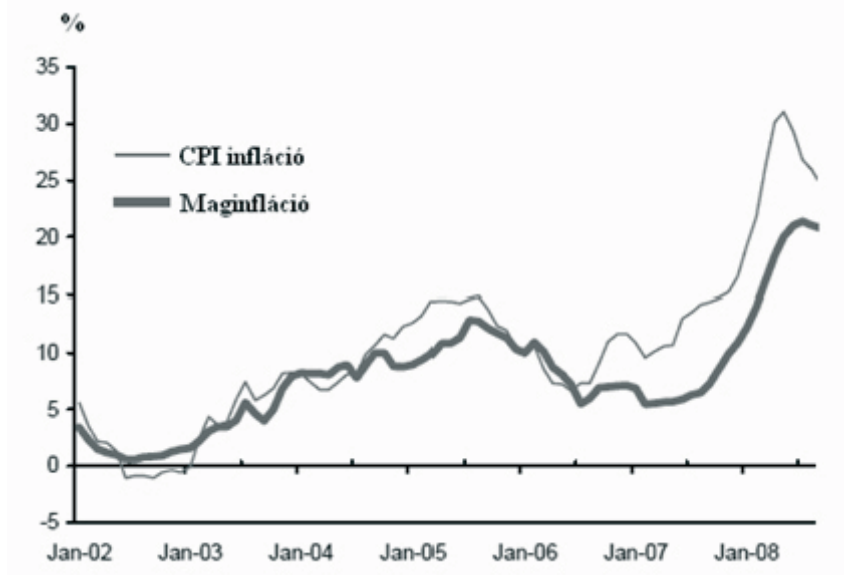
A kormányzati szereplők továbbra is növelték a jóléti kiadásokat, 2003-tól számítva a bérekre és szociális juttatásokra fordított nominális kiadások átlagosan évi 30%-kal növekedtek. Ennek ellenére a költségvetés egyenlege elfogadható szinten maradt, mivel a kiadásokat tulajdonképpen fedezte a kétszámjegyű infláció, melyhez az expanzív fiskális politika önmaga is hozzájárult (IMF 2008a).

A 2003 óta tartó árindex-romlás hátterében több tényező közrejátszása húzódik meg: egyrészt a már említett expanzív fiskális politika és banki hitelezés, az energia-drágulás okozta sokk-hatás (főként a gázár-növekedés, amely 2005-2007 folyamán megkétszereződött), 2007-től pedig az élelmiszerek magas világpiaci ára, valamint a kedvezőtlen időjárás következtében megugrott hazai élelmiszerárak is hozzájárultak az inflációs nyomás erősítéséhez. (Moulin 2008).

Az Amerikai Egyesült Államok jelzáloghitel-piacán kialakult válság nyomán tavagyűrűző globális pénzügyi válságot 2008 őszéig nem érzekelte az ukrán

gazdaság, 2008 nyarán a GDP növekedési üteme az előző év hasonló időszakához képest elérte a 6,4 %-ot, az infláció mértéke valamelyest csökkenni kezdett, a költségvetés egyenlege többletet mutatott. Az export az előző évhez képest 50%-kal (!) nőtt, a külföldi működő tőke beáramlása folytatódott (Segura et al 2009). 2008 közepére a CPI infláció meghaladta a 30%-ot, a nyújtott hitelek növekedése a 70%-ot, a béremelkedés 30-40% közötti skálán mozgott, az import átlagosan évi 50-60%-kal emelkedett, a folyó fizetési mérleg hiánya elérte a GDP 7%-át, noha az FDI-beáramlás továbbra sem gyengült és így lefedte a növekvő deficitet. (IMF 2008b).

5. ábra A fogyasztói árindex és a maginfláció növekedési üteme Ukrajnában



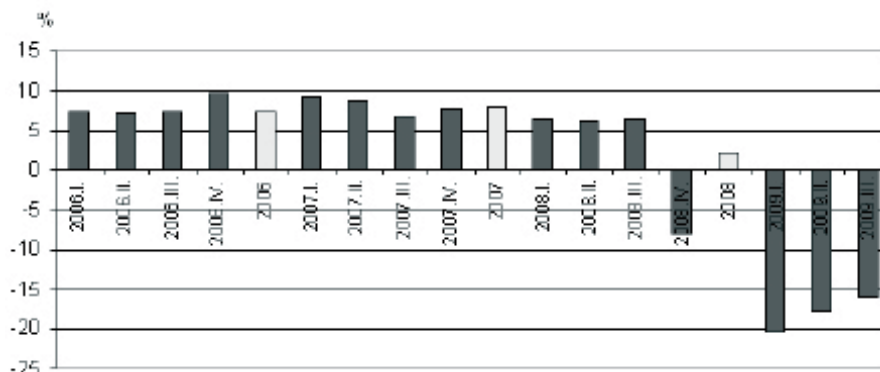
Forrás: IMF 2008b p.4

A kedvező kép 2008 októberében gyökeresen megváltozott: a világgazdasági recesszió következtében az év utolsó negyedében a reál GDP mintegy 8%-os visszaesést produkált, így az egész évre vonatkozó GDP-növekedési értéket 2,1%-ra rontotta. Ahogyan a 6. ábrán is világosan látszik, 2009 folyamán a gazdaság mélyrepülése folytatódott.

A globális pénzügyi válság nem csak Ukrajnát sújtotta ilyen mélységben: a tőkemenekítés és a kockázatkérvés felerősödése miatt a nemzetközi tőkepiacok kiszáradtak, a külföldi tőkeáramlás a feltörekvő országokba jelentősen csökkent vagy megszűnt, a hitelek megdrágultak, számos feltörekvő ország külső adósságfinanszírozási gondokkal szembesült. A globális likviditási-válság azonban Ukrajnát jóval mélyebben érintette, mint a feltörekvő gazdaságok többségét:

a fentiekben ismertetett hatalmas gazdasági visszaesés mellett a hrivnya 50%-ot meghaladó mértékben gyengült az USD-vel szemben, az ukrán tőzsdeindex, a PFTS értéke pedig több mint 74%-kal romlott 2008-ban. Ez utóbbi az egyik legnagyobb visszaesést szenvedte el világszerte (Segura et al 2009).

6. ábra GDP %-os változása negyedéves bontásban (2006.I.-2009.III.)



Forrás: az UNB adatai alapján saját szerkesztés

A válság kialakulásához vezető közvetlen tényezők

Miért érintette Ukrajnát ilyen drasztikusan a világgazdasági válság? Ahhoz, hogy a kérdésre megtalálhassuk a választ, közelebbről meg kell vizsgálnunk azokat a tényezőket, amelyek a túlfűtöttség kialakulásához vezettek, és amelyek sebezhetővé tették az ukrán gazdaságot: a csererarányromlás okozta problémákat, a bankrendszer állapotát, továbbá a külföldi adósság összetételének alakulását. Mindenekelőtt azonban ki kell emelnünk, hogy a gazdaság sebezhetőségét megfelelő fiskális és monetáris intézkedésekkel megelőzni vagy gyógyítani lehet, az Ukrajnában kialakult helyzethez azon reformok hiánya vezethetett el, amelyek a hosszabb távon fenntartható gazdasági növekedés alapjául szolgálnának. A belpolitikai bizonytalanság, az önértékek által vezérelt gazdaságpolitikai intézkedések, a politikai befolyásolás alapjául szolgáló kedvezmények és hangzatos ígérek, az egyértelműen megfogalmazott gazdaságpolitikai célkitűzések hiánya vagy ezek ellentmondásossága ezt mind aláásták.

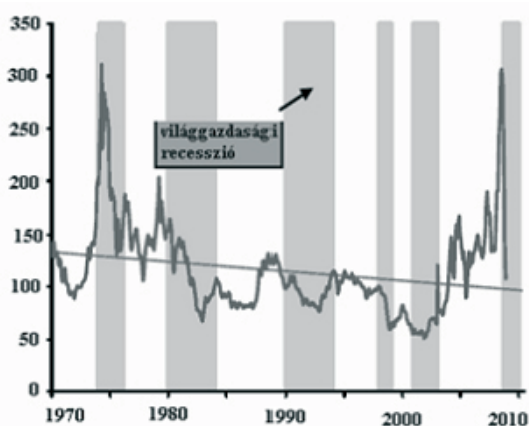
Koncentráció és függés

Az alapvetően export-orientált ukrán gazdaság hagyományosan csak kisszámú ipari termék kivitelére korlátozódik, míg a magas hozzáadott-értéket képviselő

árucikkek csupán a teljes export kb. negyedét teszik ki. Ez a nagyfokú koncentráció pedig azt jelenti, hogy Ukrajna makrogazdaságilag könnyen sebezhető, hiszen az alacsony hozzáadott értékkel rendelkező termékek világpiaci ármozgása sokkal inkább ingadozik, mint a gyáripari árucikké, így tehát ezen előbbi termékek piacán fellépő bármely nagyobb árváltozás expanzív sokként éri a nyitott ukrán gazdaságot.

Az acélipari termékek – mint már a fentiekben leírtak során is láhattuk – a gazdasági növekedés egyik legfontosabb pillérei voltak a válságot megelőző években: a teljes export 40%-át kitevő mennyiség a GDP 15%-át adta 2008-ban (IMF 2008b), így az ország reálgazdasági növekedése erőteljesen függött az acél világpiaci árától. David Hofman 2008 júliusában publikált tanulmányában az 1950-es évek végétől számítva vizsgálta az acél világpiaci árának alakulását, és rámutatott, hogy 2008-ra az hosszú távú trendjét közel 35%-kal haladta meg és a közeljövőben várható meredek esését – hosszú távú trendjéhez való igazodását – jósolta meg (Hofman 2008). A világgazdasági válság hatására ez a vártnál korábban következett be: 2008 júliusa-decembere között mintegy 65%-ot zuhant.

7. ábra Az acél (reál)árának alakulása, 1970-2008



Forrás: IMF 2008b

Ez a váratlan áresés, valamint a világgazdaság mélyrepülése folytán bekövetkező kereslet-visszaesés sokként érte az ukrán gazdaságot, melyet tovább erősített a másik két kulcs-ágazat, a bányászat (a fémkohászat input-forrása) és az építőipar mély recessziója (Pifer et al 2009), az exportbevételek hirtelen visszaesése pedig erős leértékelési nyomást helyezett a hrvnyára.

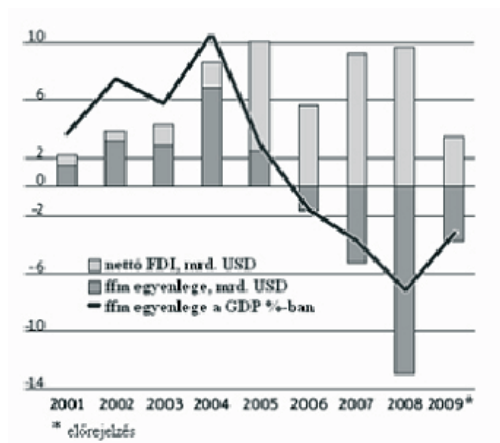
Ukrajna export-szerkezetének – az alacsony fokú diverzifikáltság mellett – másik komoly hátránya, hogy kulcsfontosságú kiviteli piaca csupán országok egy szűk csoportjára koncentrálódik (Oroszország, Belorusszia, Törökország,

Olaszország, Lengyelország és Németország), emiatt pedig erősen függ e néhány ország gazdasági helyzetétől (Segura et al 2009).

A gazdaság magas energia – főként földgáz és kőolaj – igényét külföldi piacokról kénytelen kielégíteni (pontosabban az orosz és a türkmén piacról), így tehát a makrogazdaság import-oldalról is nagymértékben sebezhető e piacok áringadozásokon keresztül gyakorolt negatív hatásai révén. A válságot megelőző években a fogyasztói és beruházói oldalról egyaránt gyorsan növekvő belső kereslet (ami egyre inkább eltolódott az importtermékek felé), valamint a globális konjunktúrának köszönhető világpiaci áremelkedés és az ukrán-orosz gázvita folytán növekvő energiaárak miatt az import értéke az exporténál jóval magasabb mértékben növekedett: 2006-2007 folyamán évente átlagosan 30%-kal, 2008 első kilenc hónapjában pedig 60%-kal (!) emelkedett az előző év hasonló időszakához képest. Az energiaintenzív ágazatok versenyképessége a növekvő input-árak hatására jelentősen csökkent, az pedig, hogy az energia-import tekintetében Ukrajna Oroszországra és Türkmenisztánra van utalva, a diverzifikálatlanság miatt tovább növeli a gazdaság kiszolgáltatottságát (Segura et al 2009, TBF 2009).

Az import szédületes növekedése már 2005-től kezdve a külkereskedelmi mérleg folyamatos deficitjéhez vezetett (Segura et al 2009). A megnövekedett importárak majd az exportárak esése tehát jelentős cserearány-romlást idéztek elő és negatív tartományba sodorták a folyó fizetési mérleget, 2008-ban hiánya 7,2%-ra süllyedt.

8. ábra A külföldi működőtőke-beáramlás és a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása



Forrás: Segura et al 2009

A fenti ábrán jól látható, hogy 2008-ig e deficit finanszírozhatósága a beáramló FDI által megoldott volt, azonban 2008-ban ez már nem volt elegendő, annak

ellenére, hogy még ekkor is igen nagy mennyiségű, 9,7 mrd. USD értékű külföldi tőkebefektetés érkezett az országba, a folyó fizetési mérleg hiánya azonban elérte a 13 mrd. USD-t.

A világgazdaságban kialakult likviditási válság miatt a monetáris politika a folyó fizetési mérleg hiányát hirtvanya árfolyamának gyengítésével, a rögzített árfolyampolitika feladásával és a központi bank devizatartalékainak csökkentésével volt kénytelen enyhíteni (Segura et al 2009).

Gyenge bankrendszer

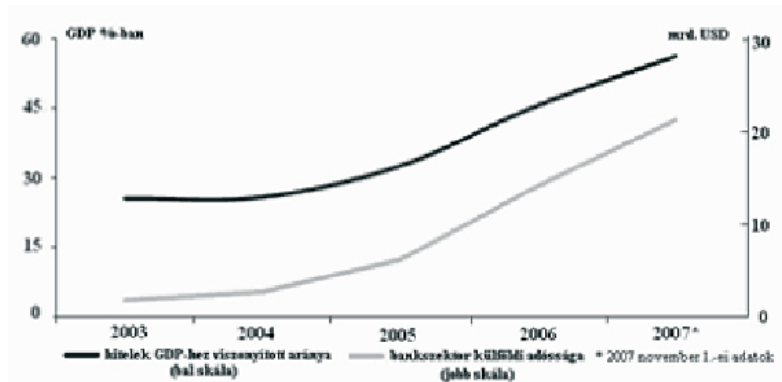
A válság kialakulásának másik kulcstényezője a gyenge bankrendszer. A probléma gyökereinek megtalálásához vizsgálatunkban a 2000-es évek közepéig vissza kell nyúlnunk. A konjunktúrának köszönhető kedvező gazdasági környezetben igen látványosan fellendült a kereskedelmi hitelezés, a 2000-es években, Ukrajnában „hitelezési-boom”-ról beszélhetünk. Ennek feltételeit több tényező összejátszása tette lehetővé: a globális tőkepiachoz való könnyebb hozzáférés, a laza monetáris politika és a külföldi bankok megjelenése (Segura et al 2009). A M&A formájában behozott tőke elsőként a bankszektorban jelent meg a 2005-ös év végétől és a külföldi bankok letelepedése ettől kezdve igen gyors ütemben növekedett (Chelsky et al 2007). 2001-2005 folyamán a belföldre nyújtott hitelek tekintetében Ukrajna az átmeneti gazdaságok között az elsők közé zárkozott fel (IMF 2007). Mindemellett a magánszférában is jelentős változások mentek végbe: 2007 közepére Ukrajna teljes külföldi adósságállományának mintegy 80%-a itt halmozódott fel (Giucci et al 2007), és bár ezen belül a reálszektor részesedése volt a nagyobb, a kereskedelmi bankok adóssága növekedett a leggyorsabban.

Közelebről megvizsgálva a bankok által külföldről felvett kölcsönök és a belső hitelezés közötti kapcsolatot, egyértelműen látszik, hogy előbbi a már említett „hitelezési-boom” elsődleges finanszírozási forrása (lsd. a lenti ábrát), ezen belül is a fellendült lakossági hitelezés alapjául szolgáltak. (Giucci et al 2007).

A válság kirobbanását megelőző három évben a banki hitelek növekedési üteme átlagosan elérte az évi 70%-ot, és noha a lakossági és vállalati kölcsönök GDP-hez viszonyított aránya a fejlett országok hasonló mutatói alatt maradt, mégis jelentős árfolyam-kockázatot jelentett mind a hitelfelvevők, mind pedig a kereskedelmi bankok számára, hogy e kölcsönök több, mint fele külföldi valutában denominált hitelek voltak (Segura et al 2009, Segura et al 2008).

A hitelek növekedésének gyors üteme a banki eszköz-összetétel minőségii romlásának kockázatát hordozza magában. Az NBU adatai alapján 2007-ben a nem teljesítő hitelek aránya a teljes hitelállomány 13,2%-át tette ki (Segura et al 2008), majd a folytatódó hitelexpanzió és a kibontakozó válság következtében 2008 végére ez az érték 17,4%-ra emelkedett (IMF 2009). A nem teljesítő hitelek

9. ábra. A banki hitelek és a bankszektor külföldi adósságának alakulása



Forrás: Giucci et al 2007.

ilyen magas arányban a bankrendszer strukturális hiányosságai – a bankfelügyelet gyengesége és a laza hitelfeltételek – folytán jelenhettek meg. A válság okán romló gazdasági feltételek (itt elsősorban a növekvő munkanélküliségre és a reáljövedelmek csökkenésére gondoljunk) és a hrvnya árfolyamának már említett romlása jelentős nem teljesítési kockázatot hordozott magában. Ennek jele lehet, hogy 2008-ban a kétes- és behajthatatlan követelések aránya az év eleji 2,7%-ról az év végére 3,9%-ra romlott (Segura et al 2009), 2009 júniusára pedig elérte a 9%-ot (TBF 2009). A nemteljesítési kockázat növekedése negatív hatással van a kereskedelmi bankokra: egyrészt veszélyezteti a további hitelek felvételét, másrészt megingatja a bankrendszerbe vetett bizalmat (Segura et al 2009) és tőkekivonáshoz vezet: 2008 októbere és 2009 áprilisa között az ukrán bankszektor a banki betétek mintegy 25%-át elveszítette, ami tovább rontotta a bankok hitelfelvevői képességét és befagyasztotta a belföldi gazdasági szereplők hitel-forrásait (TBF 2009).

Külföldi adósság finanszírozhatósága

Az előző fejezetben láthattuk a külföldi adósságállomány alakulásának trendjét és összetételét, értéke 2008 végére elérte 103,2 mrd. USD-t. (Segura et al 2009) A magánszektor adóssága 2008 közepén 85 mrd. USD-t tett ki. A hitelforrások kiszáradásával a rövidlejáratú adósságok finanszírozása a legégetőbb problémává vált. Röviddel a válság kirobbanása után Ukrajna a nemzetközi pénzügyi intézményekhez fordult segítségért: a Világbank 0,5 milliárd, a Nemzetközi Valutaalap 16,4 milliárd dolláros közép-lejáratú hitelt (az összeg Ukrajna IMF kvótájának mintegy 802%-a) ítél meg az országnak. A hitel, valamint a folyósítás feltételeként aláírt, középtávú gazdaságpolitikai célokat magába foglaló

megállapodás létfontosságú volt az országba vetett bizalmatlanság enyhítéséhez. (TBF 200910).

Mindezek a tényezők együttesen a hrivnya gyors devalvációjához vezettek. 2008 októbere-decembere folyamán az ukrán nemzeti valuta USD-hez viszonyított értékéből mintegy 50%-ot veszített. E nagyfokú értékvesztéshez mind a hrivnya elleni spekulatív támadások, mind pedig az Ukrán Nemzeti Bank elégtelen fellépése hozzá járult. Az export valamint a külföldi tőkebeáramlás váratlan visszaesésével a külföldi valuta kínálata a pénzpiacokon drasztikusan csökkent. A rövid távon visszafizetendő adósságok magas aránya a banki tartalékokhoz képest, valamint a nem teljesítő hitelek arányának növekedése a valutapiaci szereplők bizonytalanságához vezetett, félő volt, hogy a hrivnya árfolyama nem lesz fenntartható, a külföldi valuta iránti – többek között spekulatív – kereslet hirtelen fellendült, a kiegyenlített keresleti-kínálati viszonyok pedig leértékelési nyomást helyeztek a hrivnyára (TBF 2009).

Az Ukrán Nemzeti Bank devizapiaci intervencióval és adminisztratív intézkedésekkel próbálta meg helyreállítani a piac stabilitását, de intézkedései nem bizonyultak hatékonyak. A likviditási válsággal küzdő kereskedelmi bankok refinanszírozására az UNB hrivnya-milliárdokat áldozott fel, azonban a transzparencia hiánya a nemzeti bank refinanszírozási politikájában, valamint e források felhasználásának elégtelen ellenőrzése mind az UNB, mind az egész bankrendszer iránti bizalmat aláásta, ráadásul nagy valószínűséggel az említett refinanszírozási források kiszivárogtak az országból, így a hrivnyára nehezedő nyomást nem enyhült kellő mértékben. A problémát tovább bonyolította, hogy a bizonytalan politikai környezet és az egymásnak ellentmondó hivatalos nyilatkozatok a hrivnya jövőbeli árfolyamára vonatkozóan sem segítették a nemzeti valutába vetett bizalom erősítését a gazdasági szereplők körében (TBF 2009).

A válasz

A háttér folyamatok megvizsgálása után választ adhatunk tehát a következő kérdésre: *melyek azok a kulcstényezők, amelyek elvezettek a 2008/2009-es gazdasági válsághoz Ukrajnában?*

- A 2008/2009-es globális pénzügyi és gazdasági válság nyomán kialakult likviditási krízis és világgazdasági recesszió. Miért érintette Ukrajnát mindez mélyebben, mint a legtöbb fejlett és feltörekvő gazdaságot?
- Nyitott és nem kellőképpen diverzifikált gazdaság: az alapvetően export-orientált gazdaság kivitele csak néhány, alacsony-hozzáadott értékkel bíró termékre korlátozódik, így nagyban függ a világpiaci áringadozásoktól; export-piaca csupán országok egy szűk csoportjára korlátozódik, így ezen országok gazdasági helyzete közvetlenül kihat az ukrán exportra, így az ukrán

makrogazdaságra is. A világgazdasági recesszió hatása a reálgazdaságra e csatornákon keresztül gyűrűzött be.

- Import-függőség / a versenyképesség csökkenése: magas energiaigényű ipara importra szorul, így az importárak oldaláról is erős a függés. A politikai szálak mentén mozgó gázárak tovább erősítették a gazdaság kiszolgáltatottságát.
- Magas folyó fizetési mérleg deficit: az energiaárak növekedése okozta extern-sokk az erős import-függőség miatt cserearányomláshoz vezetett, ami negatív tartományba sodorta a folyó fizetési mérleget. A gazdasági világválság miatt kialakult bizonytalanság és a nemzetközi tőkepiacokon kialakult likviditási válság miatt az addig a deficitet finanszírozó külföldi tőkebeáramlás visszaesett, a hiány kezeléséhez a központi bank a nemzeti valuta gyengítésére kényszerült.
- Gyenge bankrendszerrel párosult eladósodás: Ukrajna teljes külföldi adósságállományának túlnyomó részét a magánszektor által felhalmozott rövid-távú kölcsönök tették ki, melynek finanszírozhatósága a likviditási válság miatt megkérdőjeleződött, ennek terhe erős leértékelődési nyomást helyezett a hrivnya árfolyamára. A „hitel-boom” laza feltételei a válság begyűrűzésekor a nemteljesítő hitelek növekedéséhez vezettek, a likviditási válság kiszárította a külső finanszírozási forrásokat. A bankrendszerbe vetett bizalom megrendült, az összeomlást csak nemzetközi pénzügyi intézményektől felvett kölcsönrel tudta az ország átmenetileg elkerülni.

A bankrendszer összeomlását az állami és külföldi tulajdonban lévő bankok feltőkésítésével sikerült elkerülni, de stabilitása máig sem állt helyre, a kockázatos hitelek aránya a teljes hitelállományon belül becslések szerint 17-41% között mozog. A bankfelügyelet további szigorítása, a transzparens működés jogi kereteinek javítása továbbra is elsődleges feladat (IMF 2011). 2008-2009 folyamán a gazdaság leállásával az import iránti kereslet visszaesett, a folyó fizetési mérleg egyensúlyba került, az infláció mérséklődött. Az általános bizonytalanság az FDI-beáramlás megcsappanásához vezetett, 2009-ben és 2010-ben a válság előtti szinthez képest körülbelül a felére csökkent. 2010-ben a világgazdaság talpra állása (többek között az acél világpiaci árának emelkedése), a belső kereslet lassú élénkülése és a 2012-es Labdarúgó Európa Bajnokságra való előkészületek által ösztönzött beruházások segítettek a válságból való kilábalást (IMF 2011), és a 2009-es -15,1%-os értékhez képest a GDP 4%-kal emelkedett.

Összefoglalás

Az előző fejezetekben ismertetett folyamatok világosan mutatják, hogy az ország rendkívül kiszolgáltatott a világgazdaságban zajló változásokkal szemben. Mind a kétezres évek közepén megfigyelt lassulás, mind a 2008-ban kibontakozó válság a külgazdasági feltételek kedvezőtlen alakulása mellett és elsődlegesen a belső egyensúlytalanság számlájára írható. A felelőtlen fiskális politika, a fenntarthatatlanul magas szociális kiadások, a túlfűtött fogyasztói piac, az intézményrendszer hiányosságai és a kiterjedt árnyékgazdaság okolható azért, hogy Ukrajna nem képes mélyebb megrázkódtatások nélkül átvészelni a külgazdasági sokkokat. Mindenekelőtt felelős költségvetési politika kialakítása és követése szükséges. A 2008/09-es súlyos recesszió megnehezítette az államháztartás bevételi oldalának finanszírozását, a 2010-es választásokra való felkészülés a kiadási oldalon vezetett meggondolatlan költekezéshez, 2009-ben a költségvetési hiány a GDP 8,9%-ra rúgott. A fenntarthatatlanul magas szociális kiadások és a rendszeresen felülértékelt bevételekre alapozott költségvetés deficitje a válság kiheverése után ismét hozzáférhető pénzpiacokról és a nemzetközi pénzügyi intézményektől felvett kölcsönökből vált finanszírozhatóvá, az államadósság ismét növekedésnek indult (Betliy et al 2011). A felelős költségvetési politika kialakítása terén napjainkban biztató tendencia figyelhető meg, a 2011-ben elfogadott költségvetési törvény reálisnak tűnik, a nemzetközi pénzügyi intézmények, mindenekelőtt az IMF elvárásaihoz igazodik (IMF 2011, Betliy et al 2011). Az államháztartás egyensúlyba hozásának egyik legnagyobb akadály a nyugdíjrendszer fenntarthatatlansága. A gyorsan fogyó népesség és az elöregedő társadalom a minimál nyugdíj – a minimálbért jóval meghaladó - folyamatos emelkedésével, a régió országaihoz képest a legalacsonyabb nyugdíjkorhatárral, és a GDP-hez viszonyított legmagasabb nyugdíjakra fordított kiadásokkal (18%), a privilegizált csoportoknak nyújtott rendkívül magas juttatásokkal párosul, miközben a kötelező nyugdíjjárulékok magas szintje a bérek kifizetését az árnyékgazdaságba kényszeríti. (Betliy et al 2011) Fejlesztésre vár az elavult, gyors ütemben amortizálódó és a fellendülés éveiben jelentősen igénybe vett infrastruktúra – az ipari balesetek és üzemzavarok felszámolása amellet, hogy komoly kiadási terhet jelent az állam számára, a gazdasági károk következtében a bevételi oldalon is veszteségekhez vezet. A túlnyomó részt állami tulajdonban lévő gázszektor, út- és vasúthálózat a legelmaradottabb ágazatok közé tartozik, a monopol alapokon működő rendszer mértéktelen költségvetési forrásokat emészt fel, a kedvezményekre és állami támogatásokra épülő működés hosszú távon fenntarthatatlan, a fejlesztések elkerülhetetlenek az ország versenyképességének javításához. (Betliy et al 2011) Mindezek mellett a legnagyobb hátrányt és kockázatot a kedvezőtlen üzleti környezet – az állami szabályozások, a gyakran és kiszámíthatatlanul változó törvényi előírások és az általánosan elterjedt korrupció

– jelenti a befektetők számára. (Betliy et al 2011) Becslések szerint Ukrajnában a gazdasági tevékenység mintegy 30%-a még mindig az árnyékgazdaságban zajlik, ezen érték alapján az egykori szocialista országok és a posztszovjet térség egészét tekintve a legrosszabbul teljesítők közé tartozik. (Ehrke et al 2011) Nem odátható tovább az adórendszer reformja, a vállalatok számára kedvezőtlen üzleti környezetet teremtő magas adóterhek csökkentése, a fizetési kötelezettség alól kibúvókat nyújtó rendszer réseinek befalazása. Közép-távon elengedhetetlen a hazai értékpapírpiac fejlesztése, ezáltal a vállalatok tőkéhez juttatása, a befektetők mozgásterének bővítése. E piacok nyilvános működése segítené a hazai vállalatok működésének átláthatóbbá tételét, árnyékgazdaságból való kiszakadásukat, továbbá ösztönözné a külföldi beruházásokat, végső soron gazdasági növekedéshez vezetne.

Irodalom

- Aslund, Anders (2002): Why Has Ukraine Returned to Economic Growth? Institute for Economic Research and Policy Consulting. Working Paper No. 15.
- Aslund, Anders. (2009): How Ukraine Became a Market Economy and Democracy. Institute for International Economics. Cambridge University Press, New York.
- Bassett, Shelia – Löhmus, Peter – Mumssen, Christian – Tchaidze, Robert – Mensbrugge, Emmanuel van der – Moissinac, Vincent – Nielsen, Lyngé (2003): Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report No. 03/173. Washington D.C.
- Betliy, Oleksandra – Chukhai, Anna – Kuziakiv, Oksana – Movchan, Veronika (2011): Ukraine's Economy After the Crisis: Several Stories. Institute for Economic Research and Policy Consulting, Kyiv, Ukraine. Journal „Russkij Vopros” 1.
- Chelsky, Jeff – Ribakova, Elina - Schaefer, Andrea - Sologub, Dimitry (2007): Financial Dollarization In Ukraine – Roots and Risks. In: Flanagan, Mark – Schaefer, Andrea – Chelsky, Jeff – González, María – Halikias, Ioannis – Elina, Ribakova: Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report No. 07/47. Washington D.C., pp. 66-95.
- Dabrowski, Marek (2007): Ukraine at a Crossroads. Center for Social and Economic Research. Studies and Analyses. Warsaw.
- Ehrke, Jürgen – Betliy, Oleksandra – Kirchner, Robert – Giucci, Ricardo (2011): Proposals to De-shadow Ukraine's Economy. Policy Paper Series (PP/04/2011). Institute for Economic Research and Policy Consulting.
- Flanagan, Mark - González, María (2007): The Macroeconomic and Fiscal Impacts of Energy price Shocks in Ukraine. In: Flanagan, Mark – Schaefer, Andrea – Chelsky, Jeff – González, María – Halikias, Ioannis – Elina, Ribakova : Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report No. 07/47. Washington D.C., pp. 7-18.

- Giucci, Ricardo – Kirchner, Robert – Poletaeva, Yuliya (2007) : Private foreign borrowing and credit growth in Ukraine: Trends and Policy recommendations. Institute for Economic Research and Policy Consulting.
- Halikias, Ioannis (2005): Ukraine: External Risks and Opportunities. In: Rossi, Marco – Schaefer, Andrea – Tiffin, Andrew – Li Lian Ong - Halikias, Ioannis: Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report No. 05/416. Washington D.C., pp.29-54.
- Hofman, David (2008): Long-term Trends in World Steel Prices and Implications for Ukraine. In: Flanagan, Mark – Moulin, Laurent – Hofman, David – Zakharova, Daria: Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report No. 08/228. Washington D.C., pp. 5-16.
- IMF (2005a): Ukraine: 2004 Article IV. Consultation – Staff Report; Staff Supplement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion. IMF Country Report No. 05/15, Washington D.C..
- IMF (2005b): 2005 Article IV Consultation and Ex Post Assessment of Longer-Term Program Engagement – Staff Reports; Staff Supplement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion. IMF Country Report No. 05/415, Washington D.C..
- IMF (2007): Ukraine: Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion. IMF Country Report No. 07/50. Washington D.C..
- IMF (2008a): Ukraine: Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF Country Report No. 08/ 227. Washington D.C..
- IMF (2008b): Ukraine: Request for Stand-by Arrangement – Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion, and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF Country Report No. 08/384. Washington D.C..
- IMF (2009): Ukraine: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria – Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion. IMF Country Report No. 09/270. Washington D.C..
- IMF (2011): Ukraine: First Review Under The Stand-By Arrangement – Staff Report; Staff Statement; Press Release on the Executive Board Discussion. IMF Country Report No. 11/52. International Monetary Fund, Washington D.C.
- Kirchner, Robert – Movchan, Veronika – Giucci, Ricardo (2007): The Structure of foreign Direct Investment in Ukraine and its Macroeconomic Implications. Institute for Economic Research and Policy Consulting.
- Kononov (2010): Ukraine's inward FDI and its policy context. Vale Columbia Center on Sustainable International Investment.

- Moulin, Laurant (2008): Core Inflation Indicators in Ukraine. In: Flanagan, Mark – Moulin, Laurant – Hofman, David – Zakharova, daria: Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report No. 08/228. Washington D.C., pp. 16-36.
- Pifer, Steven – Aslund, Anders – Elkind, Jonathan (2009): Engaging Ukraine in 2009. Policy Paper Number 13. Foreign Policy at Brookings. The Brookings Institution, Washington D.C.
- Schaechter, Andrea – Chelsky, Jeff – González, María (2007): Ukraine: Statistical Appendix. IMF Country Report No. 07/48. Washington D.C.
- Segura, Edilberto – Pogarska, Olga – Ustenko, Oleg – Kasyanenko, Sergey (2008): Banking Crisis in Ukraine: Origins, Remedies and Consequences. The Bleyzer Foundation.
- Segura, Edilberto – Pogarska, Olga – Ustenko, Oleg – Kozyarivska, Larisa – Kasyanenko, Sergey (2009): Ukraine's Financial Crisis: Past, Present and Future. The Bleyzer Foundation. <http://www.sigmaybleyzer.com/File/economic/Ukrainian%20Financial%20Crisis.pdf> (letöltés ideje: 2009. 07. 06.)
- TBF (2009): The Impact of the Global Liquidity Crisis on Ukraine and the Road to Economic Recovery. Position Paper, The Bleyzer Foundation . <http://www.usubc.org/reports/TBFPositionPaperForum09En.pdf> (letöltés ideje: 2009.11.24.)