

УДК 339.74:339.72.053.1

КОНЧИН В.І, к.е.н.
МАКСИМЕНКО М.В.
м. Київ

ПРИЧИНИ ТА ПРОЯВИ БОРГОВОЇ КРИЗИ В ЄС І СУПЕРНИЦЬКІ ПІДХОДИ АНТИКРИЗОВОЇ ПОЛІТИКИ

Анотація. У даній статті розкрито феномен боргової кризи в Європейському Союзі, зокрема в Європейському монетарному союзі (Єврозоні). Оцінено роль країн PIIGS (Португалії, Італії, Ірландії, Греції, Іспанії) у загостренні кризових процесів в Єврозоні та Спільному ринку ЄС загалом. Представлено дискусію науковців, економістів-практиків та політиків з приводу причин та наслідків кризи в Єврозоні, а також обгрунтовано напрями подолання даної проблеми.

Ключові слова: суверенна боргова криза, країни GIPSI (PIIGS), урядовий борг, "токсичні" активи (toxic assets), Європейський фонд фінансової стабільності (EFSF), довгострокова операція з рефінансування (LTRO), Маастрихтські критерії конвергенції, заходи жорсткої економії (austerity).

Аннотация. В данной статье раскрыт феномен долгового кризиса в Европейском Союзе, в частности в Европейском монетарном союзе (Еврозоне). Проведена оценка роли стран PIIGS (Португалии, Италии, Ирландии, Греции, Испании) в обострении кризисных процессов в Еврозоне и на Совместном рынке ЕС в целом. Представлена дискуссия исследователей, экономистов-практиков и политиков касательно причин и последствий кризиса в Еврозоне, а также обоснованы направления преодоления данной проблемы.

Ключевые слова: суверенный долговой кризис, страны GIPSI (PIIGS), правительственный долг, "токсические" активы (toxic assets), Европейский фонд финансовой стабильности (EFSM), долгосрочная операция по рефинансированию долгов (LTRO), Маастрихтские критерии конвергенции, меры жесткой экономии (austerity).

Abstract. The article deals with a phenomenon of debt crisis in European Union, particularly in European Monetary Union (Eurozone). The role of PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain) in the deepening of debt crisis in Eurozone and in EU-Common market in general is assessed. Preconditions and consequences of debt crisis in Eurozone, presented by researchers, practitioners in economic sphere and politicians, are discussed. Directions of overcoming the above problem are proved.

Keywords: sovereign debt crisis, GIPSI (PIIGS), governmental debt, toxic assets, European Financial Stability Facility (EFSF), Maastricht convergence criteria, Austerity.

Постановка проблеми. Світова фінансова економічна криза 2008–2010 рр. проявилася у системних диспропорціях реального і фінансового секторів і була викликана неспрацюванням, в першу чергу, фінансових ринків. Ця криза охопила приватний сектор, зокрема, банківсько-фінансові установи й компанії з виробництва товарів та послуг, які тісно пов'язані між собою фінансовими зобов'язаннями. Нарощення фінансових взаємних зобов'язань приватного сектору, проведення ним спекулятивних фінансових операцій на фондових біржах проявилася у формуванні критичної маси "токсичних" активів. Втрата ліквідності у фінансовому секторі викликала кризу ліквідності у реальному секторі і це закінчилося фазою економічної рецесії. З початку 2009 р. внаслідок Вашингтонської та Лондонської резолюцій країнами Великої двадцятки у співпраці з Міжнародним валютним фондом та Світовим банком тимчасово вдалося запобігти продовженню економічного спаду. Вироблення нового глобального фінансово-кредитного механізму забезпечило протягом наступних років

перехід у фазу тліючого економічного піднесення. Не дивлячись на здавалося б відносно стабільну ситуацію, на глобальному ринку викликає занепокоєння розгортання державних боргових криз в ряді країн і особливо в тих, які донедавна вважались найстабільнішими і найміцнішими економіками світового господарства – США і ЄС. Наступною світовою і міжнародною регіональною економічною кризою швидше за все буде державна боргова криза, етимологія якої криється в критичному нагромадженні і подальшому зростанні державної заборгованості країн, передусім, боргів урядів, які намагалися роками створювати ілюзію високого рівня добробуту своїх суспільств.

Суверенна боргова криза в ЄС – це фінансова криза сьогодення, яка на даному етапі розвитку проявилася у деяких країнах Єврозони ускладненням рефінансування (обслуговування) державного боргу без допомоги третіх осіб.

Є дві конкуруючі гіпотези щодо причин виникнення боргової кризи в Єврозоні. Відповідно до першої,

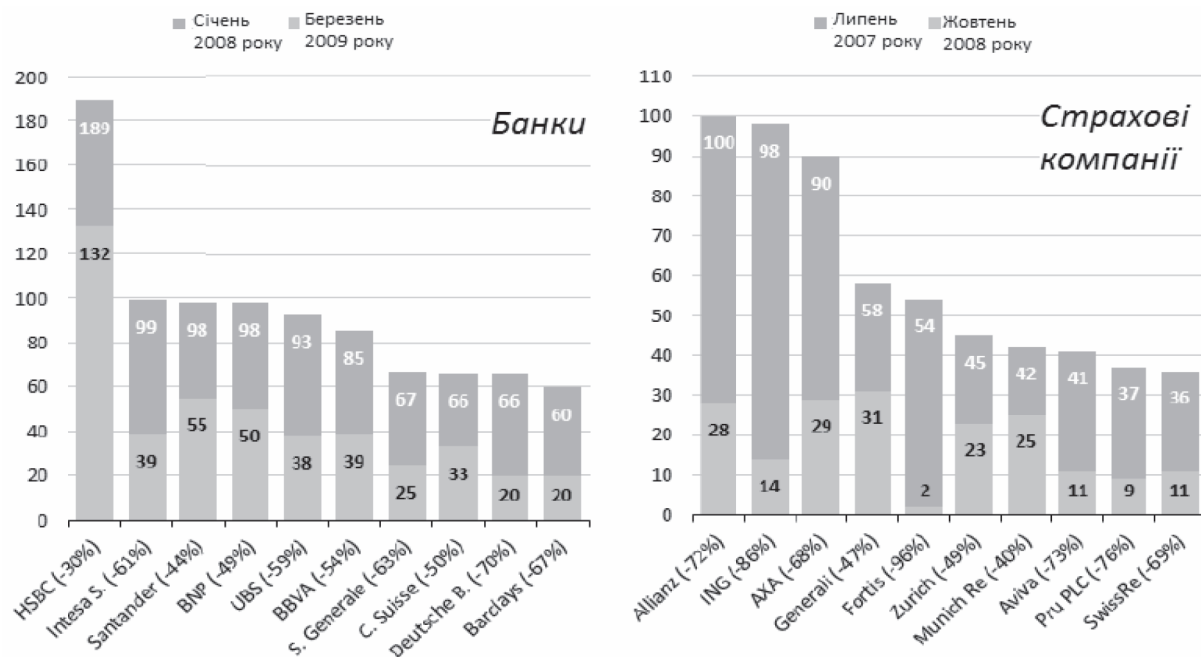


Рис.1. Ринкова вартість 10 найбільших банків і страхових компаній Європи, млрд. доларів США
Джерело: Ernst & Young World Takaful Report 2009

криза проявилася внаслідок суміші фінансової недисциплінованості та спекулятивних атак ринків, які вийшли з під контроль (ринок кредитних деривативів, таких як CDO, CDS). Відповідно до другої гіпотези, криза була викликана внутрішнім дисбалансом між державами-членами Євросоюзу через недосконалість устрою Європейського Монетарного Союзу (ЄМС).

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Наукові розробки щодо феномена суверенної кризи в ЄС та зокрема в Єврозоні належать таким західним вченим, як: Б.Айхенгрін, Ч.Виплош, П. Де Грауве, Б.ДеЛонг, Д.Гросс, Б.Камінецькі, Р. Кабрал, П.Кругман, Г.Менк'ю, М.Мендел, Р.Нелсон, К.Райнхарт, К.Рогофф, Н.Рубіні, М.Сімкович, С.Цечетті, Г-Б.Шефер.

До вітчизняних науковців, що досліджували проблематику монетарної та фіскальної конвергенції та розвитку боргової кризи в ЄС, належать О.Барановський, А.Бояр, Ю. Деркач, А. Закутня, В.Козюк, С. Пацківський, О. Соскін, В.Чужиков.

Метою статті є огляд процесів, що відбувалися в економічній системі ЄС у передкризовому періоді і в період розгортання суверенної боргової кризи в ЄС/ЄМС, аналіз причин та проявів боргової кризи Єврозони, оцінка ефективності антикризової політики ЄЦБ, Європейської Комісії та МВФ, а також обґрунтування запропонованих заходів двох суперницьких ідеологічних груп – нео/посткейнсіанців та неолібералів.

Основні результати дослідження. В 2007 р., в останньому році до початку фінансової кризи, урядові фінанси в країнах Європейського Союзу і Єврозони перебували в найсильнішому стані протягом останніх десятиліть, в основному за рахунок сприятливих економічних умов. Глобальна фінансова криза 2008-2009

рр. сильно вплинула на економічну активність країн Євросоюзу, в основному це виразилося в розгойдуванні фінансової системи, зменшенні рівня добробуту і довіри, що, в свою чергу, призвело до зниження попиту і глобальної торговельної діяльності. Хоча спочатку збитки від ризикового кредитування економічних суб'єктів, які мають труднощі з обслуговуванням власного боргу (sub-prime lending), понесли американські фінансові інституції, зниження вартості активів фінансових інституцій за оцінками було більш значущим в Європі, особливо у Великобританії і країнах Єврозони. В 2009 р. компанія Ernst & Young підрахувала, що внаслідок кризи і подальшого погіршення довіри ринкова вартість 10 найбільших європейських банків і страхових компаній зменшилася на 51% і 70% відповідно. Як показано на **рис. 1.**, зменшення ринкової вартості 10 найбільших фінансових інституцій варіюється між 30% і 96%.

Введення жорстких умов кредитування і зниження добробуту домогосподарств у результаті падіння цін на активи призвело до збільшення заощаджень, що негативно вплинуло на ринок нерухомості і, в кінцевому результаті, зменшило рівень виробництва. Середній реальний рівень ВВП у 2009 р. знизився більше, ніж на 4% в країнах Єврозони і Євросоюзу, це була найбільш виражена рецесія з часів Другої світової війни. За виключенням Німеччини економічний підйом в Єврозоні є дуже повільним. Це показує графік поквартальних темпів зростання ВВП (див. **рис. 2**). У першій чверті 2010 р. Єврозона і Євросоюз в цілому знову досягли позитивних показників зростання ВВП, але помірні показники росту економіки другого кварталу 2010 р. показали, що докризовий рівень продук-

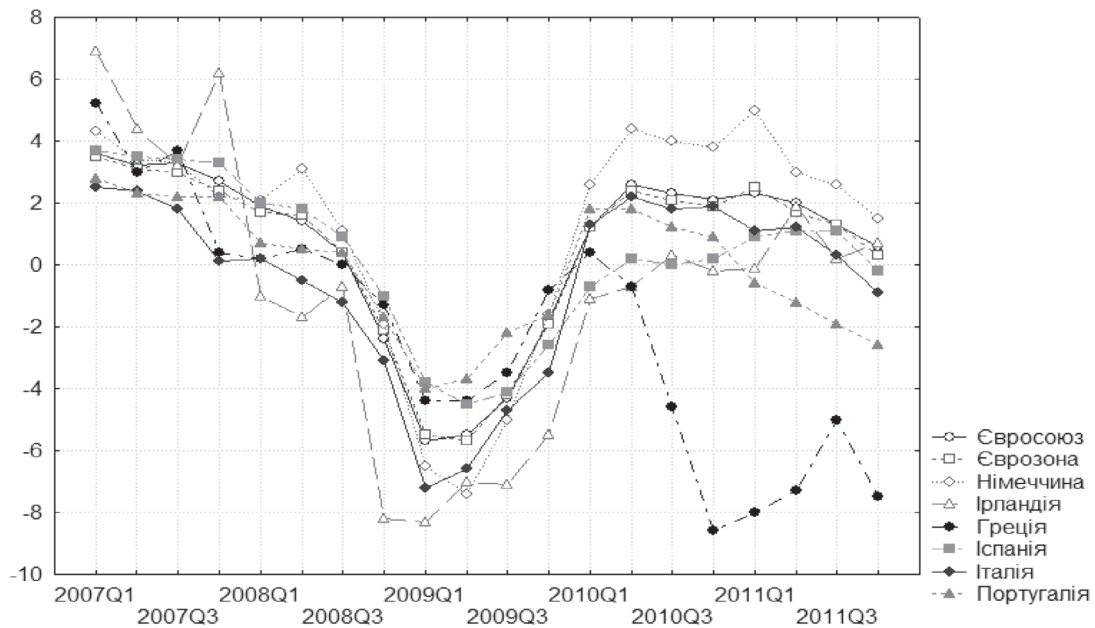


Рис.2. Рівень зростання реального ВВП у 2007-2011 рр. (% до попереднього року). Побудовано авторами на основі даних Eurostat

тивності поки що недосяжний. В Греції скорочення рівня виробництва зберігається на рівні понад 7%. В Італії та Іспанії ріст обсягів виробництва за останній рік ледве втримувався в позитивному діапазоні, а наприкінці 2011 р. був нижче нульової позначки.

Обсяги міжнародної торгівлі в Єврозоні також критично зменшилися в останньому кварталі 2009 р., так як інвестиції в бізнес і попит на товари тривалого користування (що є залежними від умов кредитування і інтенсивності торгівлі) значно зменшилися (див. **рис.3**).

Зменшення обсягів міжнародної торгівлі було відчутнішим, ніж можна було очікувати, можливо завдяки одночасному впливу таких факторів, як шок попиту та недоступність фінансування торгівлі й збільшення чутливості торгівлі в результаті глобалізації і розвитку глобальних каналів постачання.

Уряди реагували швидко, намагаючись підтримати як сукупний попит, так і фінансовий сектор. Безпосередній вплив вищезгаданих чинників у поєднанні з автоматичними стабілізаторами (на основі бюджетно-

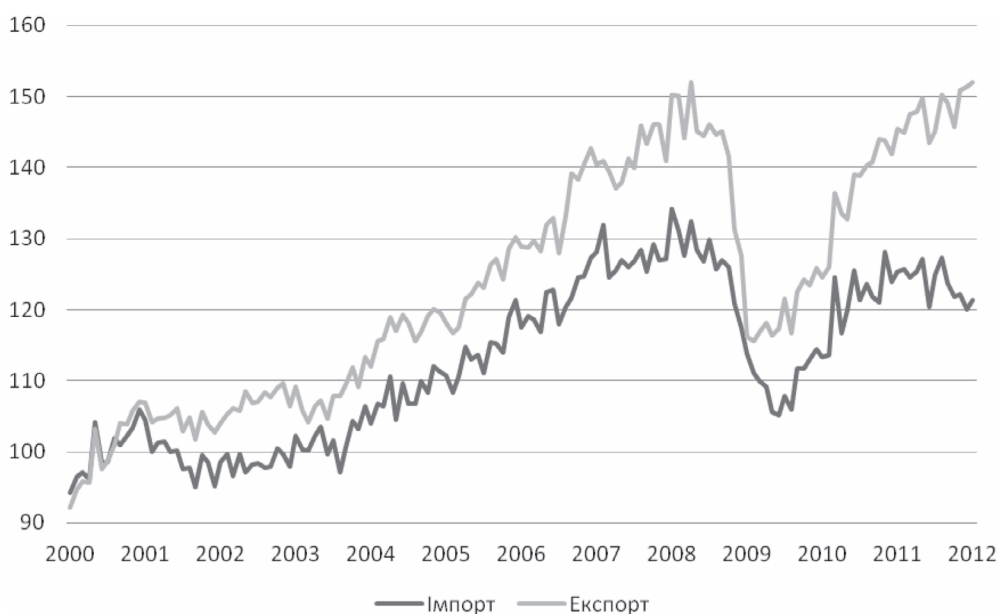


Рис.3. Обсяги міжнародної торгівлі країн Єврозони (% , 2000 рік = 100%) Побудовано авторами на основі даних ЄЦБ

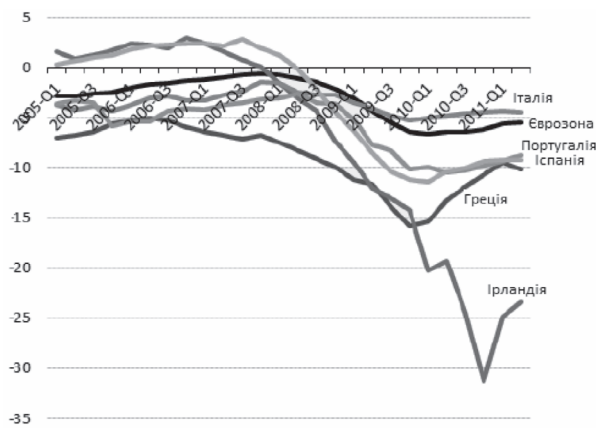


Рис. 4. Дефіцит/профіцит бюджету в проблемних країнах, у % від ВВП.
Побудовано авторами на основі даних Eurostat

податкової політики Євросоюзу) призвів до різкого погіршення урядових фінансів і балансу державного сектору.

Відповідно до Маастрихтських критеріїв номінальної конвергенції країни Єврозони та ті, що протягом двох років мають приєднатися до неї, фактично зобов'язані обмежувати дефіцит бюджету урядів (не більше, ніж 3% від ВВП) та контролювати рівні державних боргових зобов'язань (не більше, ніж 60% від ВВП). Дефіцит бюджетів Єврозони в 2007 р. становив лише 0,7%, а вже наприкінці 2010 р. – 6,2%. (див. **рис. 4**). У першій половині 2011 р. середній бюджетний дефіцит країн Єврозони трохи зменшився і в другому кварталі становив вже 5,5%. Незважаючи на поліпшення загального балансу державних бюджетів в Єврозоні, в таких країнах, як Греція, Іспанія і Португалія дефіцит бюджету залишається дуже високим. Зокрема в Греції,

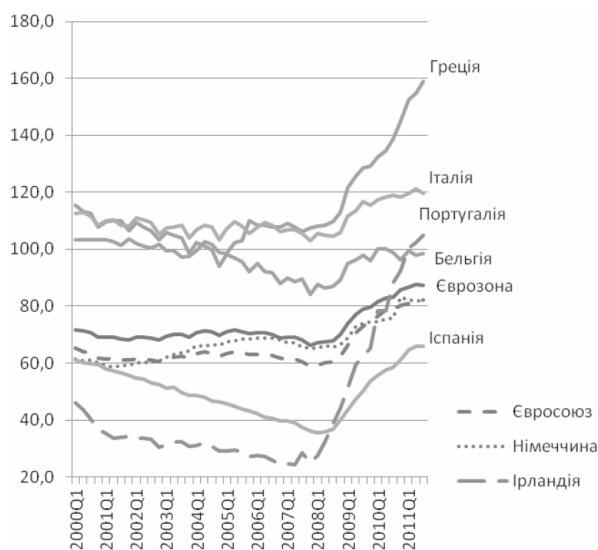


Рис. 5. Частка урядового боргу від ВВП у проблемних країнах, у %.
Побудовано авторами на основі даних Eurostat

не дивлячись на жорсткі заходи економії, які допомогли покращити дефіцит бюджету і знизили його до 10% в 2011 р., його поточний рівень залишався вищим, ніж у докризовий період. Уряд Ірландії досі не може подолати значний бюджетний дефіцит, який тримається на позначці понад 20% (у 2010 р. він склав 31,3%).

Що стосується рівня урядової заборгованості, то частка валового урядового боргу від ВВП в Єврозоні зріс від 69% у першій половині 2007 р. до 85,5% на кінець 2010 р. і продовжував подальше зростання в першій половині 2011 р. (див. **рис. 5**). У другій половині 2011 р. урядовий борг Єврозони досяг 87,3% до ВВП. У Греції цей показник останнім часом зріс аж до 152%, а в Ірландії він становить 102,4% у порівнянні з 24,8% в першому кварталі 2007 р. Італія, якій вдавалося до 2011 р. уникати вибуху кризи, що охопила Грецію і Ірландію, незважаючи на слабе економічне зростання і значний урядовий борг, сьогодні також стає регіоном, де починає набирати оберти криза. Частка державного боргу від ВВП нещодавно перевищила 120% і, ймовірно, буде зростати.

В країнах Єврозони, а особливо в тих, де дефіцит державного бюджету і суверенних боргів різко зросли, криза довіри стала причиною збільшення вторинного ринку урядових цінних паперів. Дохідність за урядовими облігаціями у розмірі 6% і вище означало, що фінансові ринки мають серйозний сумнів в кредитоспроможності відповідної країни. Це ускладнило для урядів умови довготермінового фінансування. На прикладах Греції, Португалії та Ірландії можна бачити, що 7% доходності за урядовими облігаціями є граничними, і після цього країни вимушені просити про допомогу треті сторони. Хоча купонні ставки за довгостроковими облігаціями в Італії та Іспанії знаходяться на рівні 6%, спостерігається зростаючий тренд і, можливо, вони перевищать рівень 7% (див. **рис. 6**).

Криза суверенних боргів продовжує чинити негативний вплив на реальний сектор економіки. У багатьох європейських країнах зріс рівень безробіття, в більшості випадків за рахунок жорстких заходів економії, що включають скорочення працівників державного сектору. Рівень безробіття в Греції, Ірландії та Португалії істотно зростає і в другій половині 2011 року становив 17,1%, 14,4% і 12,5% відповідно (див. **рис. 7**). Показники рівня безробіття в Євросоюзі свідчать про те, що країни Єврозони і ті, валюта яких прив'язана до євро (Латвія, Литва, Болгарія), зазнають вищих рівнів безробіття в порівнянні з країнами з плаваючим курсом національної валюти по відношенню до євро (Польща, Великобританія, Швеція, Румунія, Чехія).

З кінця 2009 р., серед провідних інвесторів виникли побоювання з приводу ймовірності прояву кризи урядових боргів через зростання рівня державного боргу у багатьох країнах світу разом з хвилею зниження державного боргу в деяких європейських країнах. У перші тижні 2010 р. було відновлено тривогу з приводу надмірного державного боргу. Перелякані

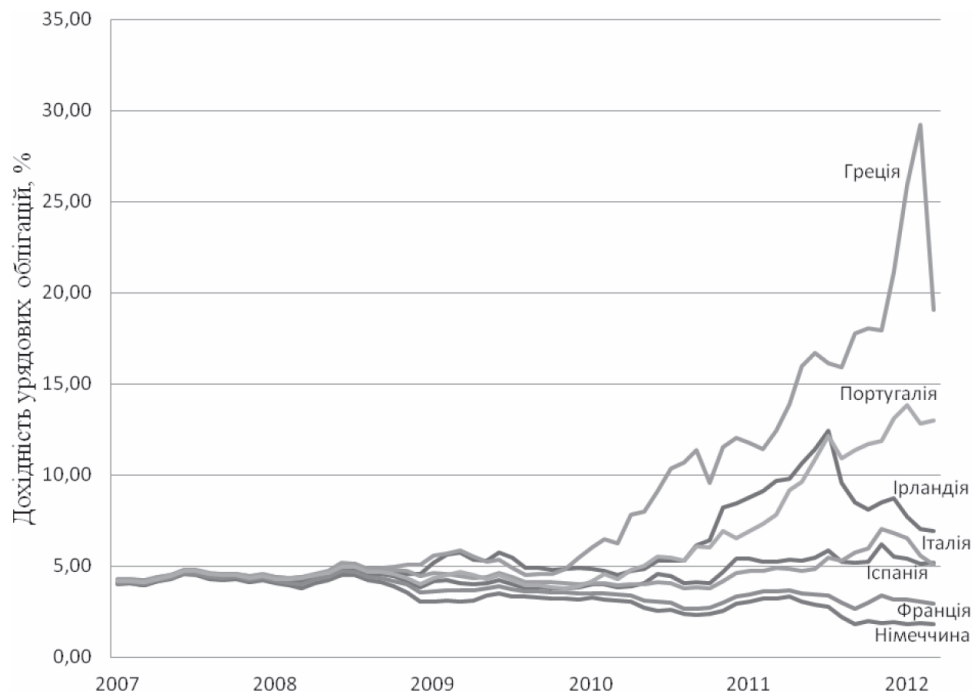


Рис. 6. Дохідність урядових облігацій на вторинному ринку у 2007-2012 рр.
Побудовано авторами на основі даних Eurostat

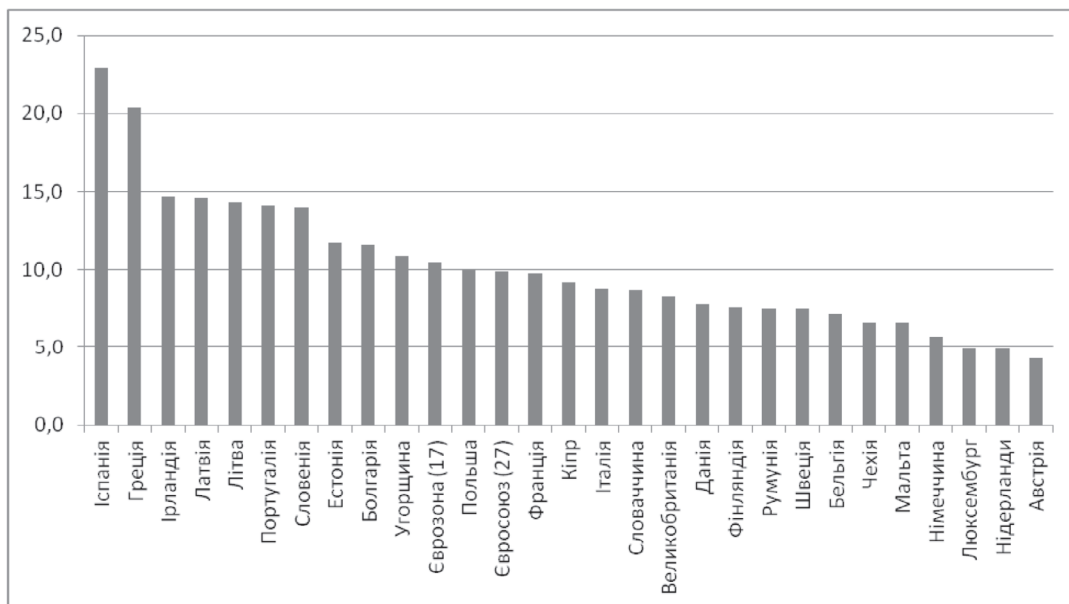


Рис. 7. Рівень безробіття в країнах Євросоюзу станом на кінець 2011 року
Побудовано авторами на основі даних Eurostat

інвестори вимагали все більших процентних (купонних) ставок за облігаціями урядів низки країн з високим рівнем боргу, дефіциту бюджету і дефіциту рахунку поточних операцій. Це, в свою чергу, ускладнило в подальшому фінансування урядами дефіциту бюджету та обслуговування існуючого боргу, особливо в умовах зниження темпів економічного зростання і належності великої частки боргу іноземним кредиторам, як у випадку з Грецією, Португа-

лією та Ірландією [10]. Уряди вимушені були негайно реагувати, обираючи заходи суворої економії (підвищення податків і скорочення державних витрат). Це призводило до зростання соціальної напруженості і масових протестів. Виникли суперечки серед економістів, багато з яких вважали, що збільшення дефіциту бюджету є нормальним явищем тоді, коли економіка стикається з труднощами і заходи жорсткої економії є недоречними.

Існує велика кількість факторів, які могли спричинити виникнення і розгортання європейської боргової кризи, причому серед провідних економістів світу й досі виникають дискусії з приводу того, що саме стало причиною виникнення кризи.

Одним з найважливіших аргументів щодо причин виникнення кризи є те, що низка держав-членів ЄС порушили Маастрихтські фіскальні критерії номінальної конвергенції (більш того, урядовий борг Італії та Греції не відповідав встановленому критерію ні напередодні приєднання до Євросони у 1999 р., а ні у будь-який час існування Європейського монетарного союзу). Уряди цих країн вміло маскували рівні дефіциту бюджету і боргових зобов'язань, використовуючи складні валютні і кредитні деривативи, відмічає Майк Сімкович [12,13]. Ці інструменти були розроблені відомими інвестиційними банками США, які отримали вигоди в значному обсязі за такого роду послуги.

Європейська урядова боргова криза є результатом комплексу складних факторів, серед яких, як зазначив М.Льюїс, є глобалізація фінансової системи; легкі умови кредитування в період з 2002 по 2008 рр., які спровокували високоризикове кредитування і запозичення; міжнародні торгові дисбаланси, "бульбашки" вартості нерухомого майна, які луснули; повільне економічне зростання, починаючи з 2008 р.; фіскальна політика, що направлена на збільшення державних надходжень і державних видатків; заходи, які проводилися країнами для порятунку проблемного банківського і приватного секторів і призвели до збільшення боргового тягаря приватного сектору та відшкодування втрат за рахунок населення[9].

Поширеною думкою є те, що зростання рівня заборгованості країн Європи було викликано надмірними державними витратами для забезпечення соціального і економічного добробуту (welfare state), що не є виправданим з огляду на недостатній потенціал наявності для європейського бізнесу порівняльних переваг (comparative advantage).

Загострення кризи Євросони пов'язується з підвищенням рівня державного боргу з метою порятунку фінансового сектора від дефолту під час світової фінансово-економічної кризи, яка почалася в 2007 р., і глобального економічного спаду в наступних періодах.

Негнучкість монетарної політики також могла стати причиною поширення кризи. Оскільки членство в Євросоні ґрунтується на єдиній грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці, окремі держави-члени не можуть самостійно збільшувати грошову масу в країні (шляхом додаткової емісії грошей) для того, щоб заплатити кредиторам і пом'якшити їхній ризик дефолту. Гнучка монетарна політика, з одного боку, здатна вести до девальвації спільної валюти Євро по відношенню до торгових партнерів Євросони, що робить експорт дешевшим і в принципі може поліпшувати торговельний баланс і забезпечувати на цій основі зро-

стання ВВП і податкових надходжень у номінальному виразі [4]. З іншого боку, активи випущені в валюті, яка девальвує, приносить збитки їх власникам. Наприклад, на кінець 2011 р., після 25% падіння рівня обмінного курсу та інфляція у 5%, власники боргових цінних паперів Євросони втратили близько 30% вартості майбутніх виплат. Така ситуація змушує виводити значні обсяги фінансового капіталу з країн Євросони. Європейський центральний банк зорієнтований на монетарну стабільність і незалежність від урядів, тому грошова емісія для стимулювання попиту і погашення боргових зобов'язань фактично неможлива і це робить монетарний інструментарій нейтральним у подоланні боргових криз і запобіганні дефолту.

Втрата довіри розглядається як ще одна причина розгортання кризи. До її початку вважалось, що державний борг в Євросоні в безпеці і немає причин турбуватися з цього приводу. Банки володіли істотною кількістю облігацій країн з більш слабкою економікою, таких як Греція, з невисокою преміальною (купонною) ставкою. З початком розвитку кризи стало очевидно, що облігації Греції і, можливо, облігації інших країн стали більш ризикованими, адже підвищилась їх преміальна ставка. Розповсюдження інформації про ризики, що пов'язані з європейським урядовим боргом, відбувалося за рахунок банків, які заробляли значні суми, будучи андерайтерами на ринках облігацій [1]. Втрата довіри була індексована зростанням цін урядових кредитних дефолтних свопів, що вказує на очікування ринку щодо кредитоспроможності країн.

Як заявив міністр фінансів Німеччини Вольфганг Шойбле для Financial Times: "Криза проявилася внаслідок комбінації фінансової недисциплінованості та спекулятивних атак ринків, які вийшли з під контроль (ринки кредитних деривативів, таких як CDO, CDS)".

Ангела Меркель приписує частину вини за виникнення кризи фондам хеджування та іншим спекулянтам, заявивши, що: "... інституції врятовані за рахунок урядових фондів експлуатують бюджетну кризу в Греції та інших країнах" [2].

5 грудня 2011 року S&P опублікувала довгострокові урядові рейтинги по 15 країнам-членам Євросони з негативним прогнозом. У публікації було вказано, що це пов'язано з "системним стресом від п'яти взаємопов'язаних факторів: 1) посилення кредитних умов в Євросоні; 2) значне підвищення відсоткових премій за урядовими облігаціями все більшого числа країн, включаючи деяких з тих, облігації яких на даний момент мають рейтинг AAA; 3) триваючі розбіжності серед європейських політиків про те, як вирішити нинішню кризу, а також втрата довіри учасників ринку до політиків відносно того, чи вдасться в довгостроковій перспективі забезпечити сильнішу економічну, фінансову і фіскальну конвергенцію між членами Євросони; 4) високий рівень заборгованості державного і приватного сектору; 5) підвищення ризику економічного спаду в Євросоні в 2012 р.[6]

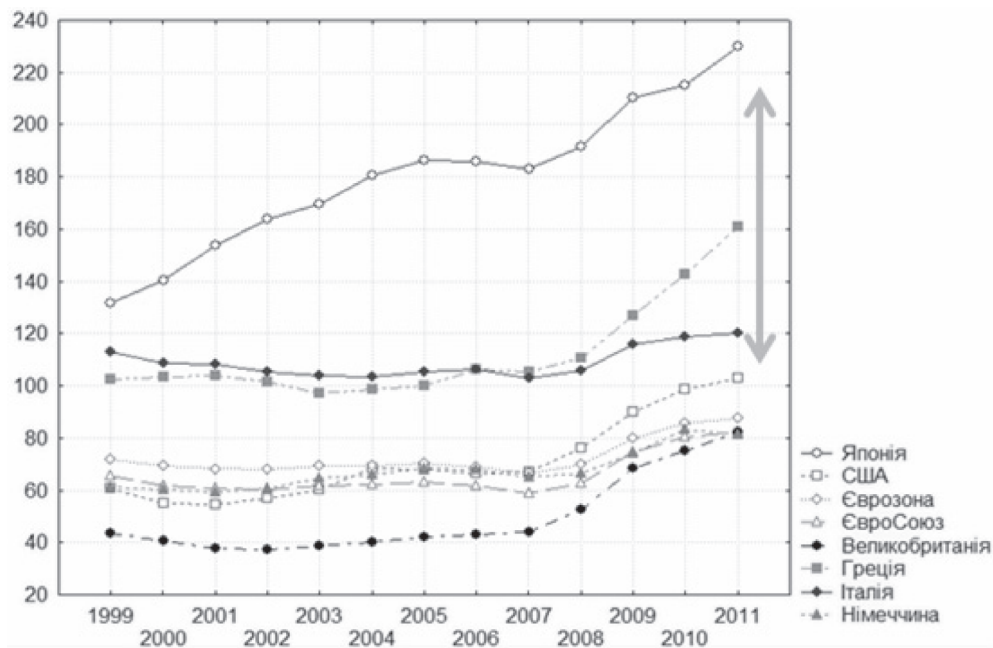


Рис.8. Рівень загального урядового боргу у 1999-2011 рр., у % від ВВП.
Побудовано авторами на основі даних IMF, EuroStat

Мартін Вольф, журналіст Financial Times, стверджує, що основою кризи є зростаючий торговельний дисбаланс за умов зростаючих дефіцитів бюджету та державного боргу у країнах Єврозони. Він зазначає, що попередні кризи, у період 1999-2007 рр., урядовий борг Німеччини і коефіцієнт дефіциту бюджету був значно вищий, ніж у найбільш постраждалих країнах-членах Єврозони. Проте Німеччина у цей період нарощувала позитивне сальдо торгового балансу у процентному відношенні до ВВП. Водночас при нарощуванні дефіциту бюджету і державної заборгованості Італією, Іспанією, Португалією та Ірландією, їхня позиція торговельних балансів була значно гіршою [15].

К.Лапавітас, А. Кальтенбруннер, Дж. Ламбринідіс висувують аргумент, що криза була викликана внутрішнім дисбалансом між державами-членами Євросоюзу через недосконалість устрою Європейського Монетарного Союзу (ЄМС) і гострий внутрішній розкол між центром та периферією (з одного боку Німеччина, з іншого – Іспанія, Португалія, Греція). Цей розкол пов’язаний з прогресуючою втратою конкурентоспроможності периферії по відношенню до центру. Втрата конкурентоспроможності спричинила систематичний дефіцит рахунку поточних операцій периферії, що посилює дисбаланси в Єврозоні [8].

У пошуках пояснення поточної кризи урядових боргів Х.-Б. Шефер виділив три основні фактори:

1. Криза інвестиційного банку Lehman Brothers, що призвела до збільшення частки урядового боргу від ВВП у Єврозоні приблизно на 20 відсотків. Без падіння Lehman Brothers урядовий борг в Єврозоні не ста-

новив би 80%, як це було в 2010 р., а лише 60% від ВВП. В таких країнах Півдня ЄС, як Португалія й Італія, звичайно, до падіння Lehman Brothers цей показник був би вищим за 60%, і навіть набагато більшим в Греції, але набагато нижчим в Іспанії – країні, яка мала низький рівень дефіциту бюджету, а в деяких роках навіть виявляла профіцит. Для Німеччини ця криза додала 15% до урядового боргу від ВВП, що мало практично аналогічний ефект, як втрати від реуніфікації Німеччини у з 1990 р., що оцінюються у розмірі 20% урядового боргу від ВВП. Без цих двох подій для Німеччини частка урядового боргу від ВВП була б меншою, ніж 50%. Загальнопоширена думка, що криза виникла внаслідок забезпечення європейськими державами високого рівня економічного і соціального добробуту їхніх громадян (welfare state), на думку науковця, є помилковою. Звичайно, ці заходи відіграють велику роль в проблемних країнах Єврозони. І скрізь в Європі існує “дружелюбний політик”, який обіцяє громадянину дохід, який перевищує середній дохід. Але навряд ця ситуація в Єврозоні суттєво відрізняється від ситуації в багатьох країнах Заходу. І це стає більш очевидним, якщо звернути увагу на урядові борги інших багатих країн. У 2011 р. рівень урядового боргу США від ВВП становив 102%, що значно вище, ніж в Єврозоні, у Великобританії – 84%, а в Японії – 204%, що вище, ніж в будь-якій країні Єврозони, в тому числі в Греції (див. **рис. 8**). Але жодна з цих країн не стикається з подібними кризами через їхній державний борг, як Греція або Італія. Також в історичній ретроспективі, як показує приклад Великобританії, рівень державного боргу проблемних країн Єврозони не є надмірно високим. Показник урядового боргу до ВВП після

наполеонівських війн і після Другої світової війни становив близько 250%. І цей борговий тягар не привів країну до банкрутства і не скалічив британську економіку, але з часом загальмував економічне зростання.

2. Конституція Європейського центрального банку (ЄЦБ), яка робить його кредитором останньої інстанції для комерційних банків, але не для країн. Виникає питання, чому деякі проблемні країни Єврозони зіштовхнулися з високими купонними ставками за урядовими облігаціями, коли в той самий час США, Великобританія і Японія не мали проблем щодо утримання відсоткової ставки за урядовими облігаціями на рівні 2%. Правовий статус Європейського центрального банку не дозволяє йому сповістити кредиторів, що він буде скуповувати урядові облігації у випадку виникнення кризи ліквідності. У США, Великобританії і Японії, і як відомо, в усіх інших країнах світу центральні банки можуть виступати в ролі кредитора останньої інстанції для банків і (прямо або опосередковано) для країн, а також мають право повідомляти кредиторів про наміри купувати урядові облігації. ЄЦБ ж не може купувати урядові облігації на первинному ринку, а лише здатен здійснювати операції з урядовими цінними паперами на вторинному ринку, проте в обмеженій кількості. Незважаючи на свою правову місію, ЄЦБ не буде купувати облігації країн з великою заборгованістю, поки купонна ставка не досягне певної позначки. Якби ЄЦБ міг надавати позики країнам так, як це роблять центральні банки інших країн, навіть з ризиком інфляції, країни PIGS не опинилися б у переддефолтному стані.

3. Різниця розвитку заробітних плат в Німеччині і Південних країнах ЄС, яка збільшила конкурентоспроможність Німеччини і зменшила її на Півдні. Коли з моменту старту ЄМС обмінний курс в країнах Єврозони став фіксованим, міжнародна конкурентоспроможність німецької економіки неухильно зростала. Результатом стало позитивне сальдо торгового балансу Німеччини та негативне для "країн-свиней" (PIGS), що чітко видно з **рис. 9**. За рахунок того, що процентні ставки в Південних країнах ЄС є все ще трохи вищими за процентні ставки в Німеччині, німецький експорт капіталу в ці країни фактично фінансував їх урядові дефіцити, а також був представлений у вигляді приватних інвестицій в економіку цих країн, що в кінцевому результаті призвело до спаду доходності капіталу (наприклад, внаслідок житлового буму в Іспанії та Італії). Введення євро призвело до нарощування величезного, але в багатьох випадках непродуктивного капіталу в Південних країнах ЄС і відтоку капіталу з Німеччини, що загальмувало модернізацію її економіки. Німецькі банки знайшли більш привабливим купити токсичні активи США і продовжувати позичати гроші банкам Південної Європи, а не фінансувати фірми в Німеччині. Це було непередбачуваним наслідком введення євро. Що стосується втрати конкурентоспроможності, то це пов'язано з тим, що заробітна плата в Південних країнах ЄС зростала швидше ніж в Німеччині. За 11 років існування ЄМС заробітна плата в Німеччині зростала на 5%, а в країнах PIGS більше ніж на 30%. Це збільшило німецький експорт і зменшило німецький імпорт з Південних країн ЄС [11].

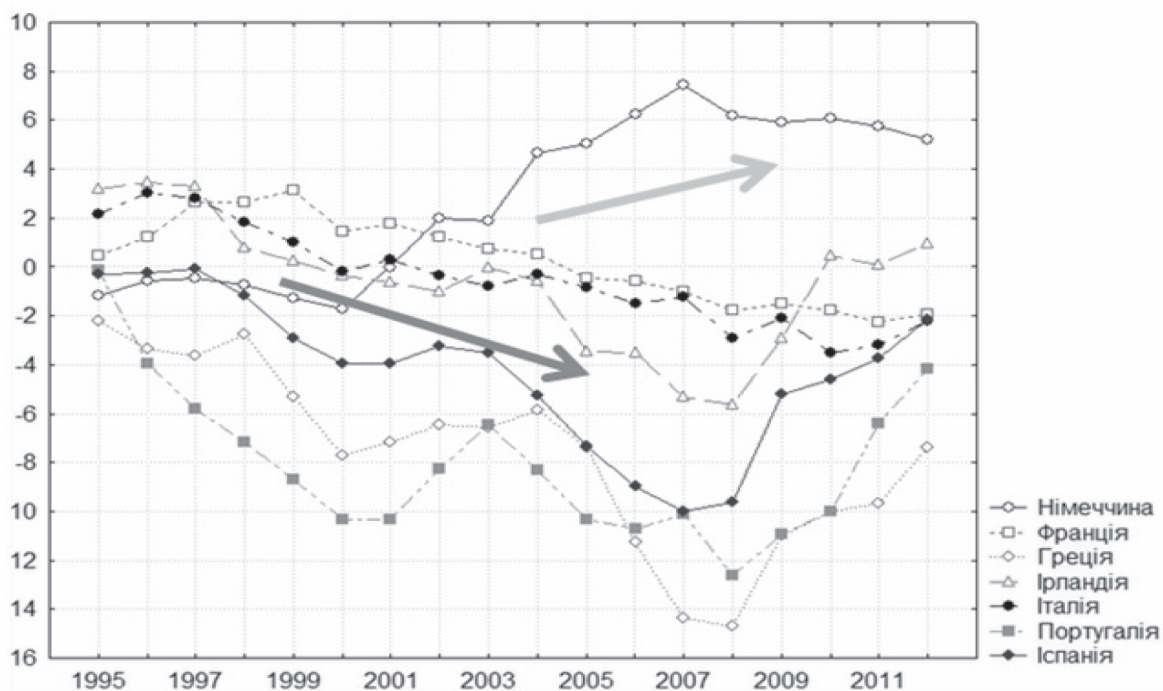


Рис.9. Сальдо балансу поточних операцій в 1995-2011 рр., у % до ВВП
Побудовано авторами на основі даних МВФ

Думки Б.Айхенгріна з приводу причин виникнення кризи співпадають з думками Х.-Б. Шефера. Основними причинами, що викликали кризу, науковець визначає: відсутність адекватного механізму корекції дисбалансів між членами Єврозони; обмеженість країн у монетарній політиці (відсутність банківського регулювання на рівні країн); проблеми з постачанням ліквідності для Південних країн ЄС [3].

П. Кругман також підтримує ідею про те, що криза в Єврозоні виникла внаслідок втрати цінних конкурентних переваг країнами GIPSI (“країнами-циганями”) [7]. Він наводить аргументи стосовно факторів виникнення боргової кризи. Серед країн GIPSI (див. **рис. 10**, світлі стовбці) лише одна країна, Італія, входить в топ-п’ятірку за високим розміром частки урядових соціальних витрат від ВВП в передкризовому періоді. Будучи виразником неокейнсіанської ідеології демократичної партії Білого Дому, П. Кругман шляхом графічної порівняльної маніпуляції вказує на неможливість використання ідеї про те, що витрати уряду на “welfare state” стали основним чинником виникнення боргової кризи.

Порівнюючи середнє співвідношення дефіциту бюджету до ВВП за 1999-2007 рр. в країнах Єврозони (див. **рис. 11**), не всі з країн GIPSI показують наявність проблеми по цьому показнику, а лише Греція й Італія.

П. Кругман пропонує також звернути увагу на баланс поточних операцій (частиною якого є торговельний баланс) у період 1999-2007 рр. За цим показником ситуація стає зрозумілішою, адже всі з проблемних країн показують наявність дефіциту балансу поточних операцій (див. **рис. 12**).

“Те, що ми шукаємо, – є проблемою платіжного балансу: після створення європейського монетарного союзу, капітал багатих країн заповнив Південь ЄС, що призвело до роздування “бульбашки” в країнах Південної Європи (overvaluation)... Це не ідеальне пояснення проблеми, але це основна ідея, яку слід враховувати, коли думаємо про те, де ми знаходимося”, – зауважив Пол Кругман [7].

Джордж Сорос зазначив в цьому контексті: “Творці єдиної європейської валюти вважали, що дисбаланси були створені в державному секторі, не ро-

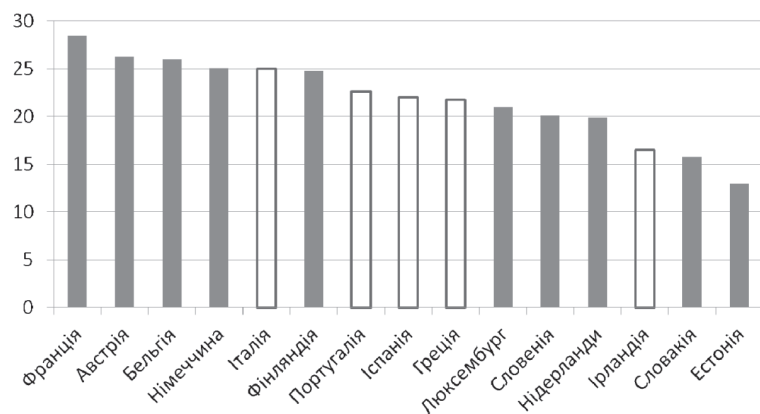


Рис.10. Частка урядових соціальних витрат (welfare state) у 2007 р., у % від ВВП [7]

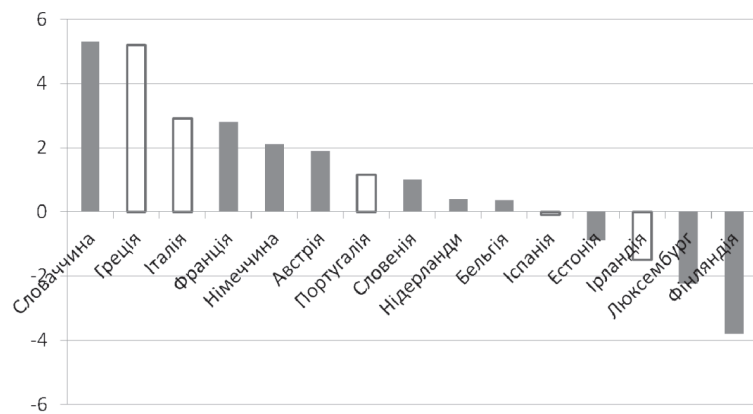


Рис.11. Середній дефіцит бюджету у 1999-2007 рр., у % від ВВП [7]

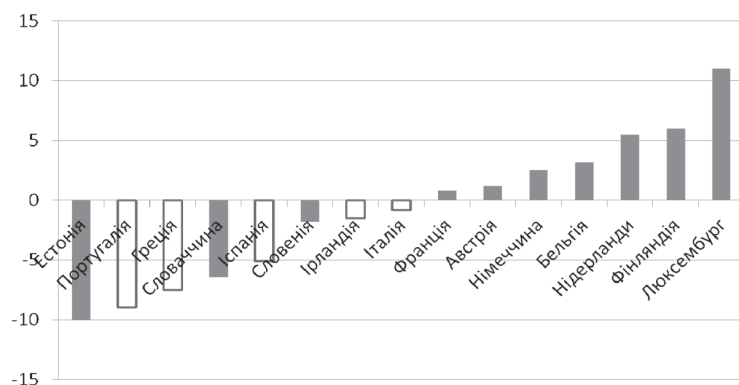


Рис.12. Середній баланс поточних операцій у 1999-2007 р., у % від ВВП [7]

зуміючи, що ринки самі по собі можуть створити дисбаланс”.

Аналізуючи останні публікації, теги і блоги з коментарями економістів і дослідників з приводу вирішення проблеми європейської суверенної боргової кризи, можна виділити дві принципово протилежні ідеологічні групи. На перший погляд може здаватися, що на меті ці групи мають одне і теж саме, однак вони

пропонують все ж таки різні підходи і методи вирішення проблеми, що неодмінно вплине на кінцевий результат.

Відмітимо, що, з одного боку, відомі сучасні економісти-неокласики Б.Айхенгрін, Г.-Б.Шафер, Г.-В.Зінн та політики консервативного й ліберального спрямування ЄС, передусім А.Меркель, В. Шойбле, Г. Вестервелле, Н. Саркозі, К. Лагард, Д. Камерон вбачають вирішення проблеми боргової кризи Єврозони шляхом відмови від застосування експансіоністської фінансової політики. Натомість пропонуються заходи по зменшенню державних витрат з подальшою лібералізацією економіки через скорочення публічного сектору й форсування структурних зрушень у реальному секторі для відновлення конкурентоспроможності, зокрема принципу порівняльної переваги. Неоліберали вважають, що проведення заходів жорсткої економії дійсно призведе до погіршення економічної ситуації в проблемних країнах, зменшення вартості праці, підвищення рівня безробіття, росту процентних ставок, але лише у короткостроковому періоді, в той же час це дозволить зберегти добробут багатих країн (вартість євро і монетарну стабільність). В довготерміновому періоді така політика разом з лібералізацією економіки дасть результат у вигляді: індивідуального бажання до самореалізації для отримання благ, пошук ефективних методів виробництва, і розгортання науково-технічного розвитку; все це має підтримуватися за рахунок надходження прямих іноземних інвестицій, які надаватимуть "дешево" фінансування тим, хто пропонуватиме інноваційні проекти. Це в кінцевому результаті призведе до відновлення порівняльних переваг Південних країн ЄС таких, як Греція, Іспанія, Португалія, які були втрачені ними внаслідок вступу в Європейський монетарний союз (за рахунок швидкого зростання заробітних плат і доступу до дешевого фінансового капіталу ці країни фактично стали нарощувати свій добробут за рахунок притоку капіталу з багатих країн, причому не забезпечували структурні зрушення у реальному секторі, що призвело до роздування "бульбашки" добробуту).

Запропонована сьогодні політика жорсткої економії шляхом урізання бюджетних витрат (austerity) [8,17] є ключовою ідеєю у спасінні Єврозони від девальваційних й інфляційних процесів. Такий підхід тісно корелює з так званою "шоковою терапією", яка була застосована Маргарет Тетчер під час її перебування на посаді прем'єр-міністра Великої Британії. Отже, настав час платити за рахунками. Це є довгий і нелегкий шлях, особливо для країн GIPSI, що дозволить вирівняти торговельні баланси "багатих" і "бідних" країн Єврозони, вирішити проблему бюджетних дефіцитів (за рахунок податкових надходжень і попередньо знижених державних витрат), і, відповідно, зовнішньої урядової заборгованості, тому що функцію притоку капіталу в країну перейме приватний сектор у вигляді отримання прямих іноземних інвестицій.

Додатково обережно пропонується шлях до створення спільного фінансового інституту на кшталт єдиного монетарного органу – ЄЦБ, який би координував процеси фінансової конвергенції в Єврозоні (й можливо в цілому ЄС) і запобігав в майбутньому посиленню фінансових дисбалансів. Поки що таку функцію оздоровлення Єврозони виконує Європейський фонд фінансової стабільності (EFSF) [16], що спрямований на збереження надання фінансової допомоги державам Єврозони, які переживають труднощі з обслуговуванням боргів. Заснований 7 червня 2010 р. у місті Люксембург фонд EFSF може випускати облігації або інші боргові інструменти на ринку за підтримки Німецького бюро з управління заборгованістю для залучення коштів, необхідних для надання кредитів країнам Єврозони, що мають фінансові труднощі, та рекапіталізації банків і купівлі урядових боргів [14]. Фінансування фонду здійснюють держави ЄС. Найбільшу частку в інвестиційній структурі фонду мають країни, яким рейтинговими агентствами присвоєно найвищий кредитний рейтинг.

Відсутність фінансового союзу, зокрема єдиного фінансового інституту, в Єврозоні вже сьогодні спричиняє підрив монетарної стабільності ЄЦБ. Боргова криза набирає обертів і це змушує ЄЦБ йти на нетрадиційні кроки, які суперечать його конституції. ЄЦБ почав експансіоністську монетарну програму LTRO (Long-term refinancing operation), яка передбачає видачу майже безкоштовних кредитів комерційним банкам фактично для того, щоб реалізувати доступ урядів до дешевих ліквідних джерел рефінансування їхніх боргів. Чим швидше буде започатковано перехід до фінансового союзу, тим менше ЄЦБ втратить в таких процесах контроль над монетарною стабільністю, вважають неоліберали.

З іншого боку, оглядачі провідних економічних видань та учасники дискусії неформально зі сторони Білого Дому, такі як Дж.Сорос, П.Кругман, а також європейські політики, що представляють соціал-демократичні (соціалістичні) сили, зокрема Ф. Олланд, Ж.-М. Еро, П. Московічі, Г.Зігмар, пропонують альтернативно вирішувати проблему за допомогою кейнсіанських методів і продовжувати стимулювати попит та забезпечувати економічний розвиток за рахунок значного втручання держави через державні витрати. Неопосткейнсіанці і неосоціалісти критикують проведення заходів жорсткої економії з огляду на ефект зменшення добробуту і вважають, що вони призведуть економіку Єврозони в стадію подальшої рецесії та до соціального розшарування, особливо в тих країнах, де ці заходи застосовуються. Вони стверджують, що політика Austerity посилить дисбаланс між країнами Єврозони, і як наслідок, відбудеться її розпад.

П. Кругман, будучи представником неокейнсіанської ідеології, бачить розв'язання кризи суверенних боргів ЄС таким чином: "Криза євро вбиває європейські мрії. Спільна валюта, яка повинна була зв'язати

ти країни разом, замість цього створила атмосферу гіркої злоби і продовжує це робити. Я знаходжу переконливим, що рішення трансатлантичної еліти про те, що заходи жорсткої економії вирішать проблему кризи, є небезпечно невірним... І ключовим моментом є те, що два хибні діагнози [критично високий державний борг та значний дефіцит бюджету] призводять до застосування політики економії, не враховуючи реальну проблему. Ви можете скоротити витрати на загальний добробут (welfare state), але це має дуже мало спільного з експортною конкурентоспроможністю. Ви можете продовжити калічити економіку, застосовуючи методи жорсткої економії. Austerity покращує бюджетний баланс лише за погіршення економіки, збільшує попит на імпорт, і ймовірно, вестиме до поступової “внутрішньої дефляції”, яка буде викликана високим рівнем безробіття. І тепер, якщо йде мова про периферійні економіки, де Трійка (Європейська Комісія, ЄЦБ, МВФ) впроваджує жорстку економію, у них немає вибору крім виходу із Єврозони. Але європейські лідери інших країн Єврозони (non-GIPSI) повинні зрозуміти: все що дійсно необхідно країнам GIPSI – це загальноєвропейська інфляція”[7].

Дж. Сорос підтримує свого колегу по дискусії і говорить, що “...політики не розуміють природу кризи. В той час, як європейські лідери сконцентрували свою увагу на рівні державного боргу, проблема криється швидше в банківській системі та конкурентоздатності. А відповідно, через неправильно поставлений діагноз призначено неправильне лікування...- Ви не можете зменшити борговий тягар шляхом згортання економіки; рішення проблеми – тільки ріст!” – вважає Сорос. [5]

Нео/посткейнсіанці вважають, що для збереження єдності Євросоюзу і Єврозони та забезпечення соціальної складової необхідно продовжувати стимулю-

вати економіки проблемних країн за рахунок проведення експансіоністської фіскальної політики, активізувати попит за принципом “go out and buy”, змушуючи громадян робити покупки за рахунок їхніх заощаджень, навмисно провокувати інфляцію та девальвацію євро для активізації сальдо торговельного балансу і “полегшення” на цій основі обслуговування зовнішнього боргу. Вони закликають лідерів Європейського монетарного союзу девальвувати євро, обумовлюючи це можливістю відновлення цінових конкурентних переваг у проблемних країнах Єврозони, і наразі, загалом в ЄМС.

Такі дії призведуть до здешевлення товарів в середині Єврозони та фактично у появі цінових переваг Євросоюзу в світових масштабах, що є дуже вигідно для США, адже американські компанії, що локалізуються на території ЄС, отримають нові ринки збуту, а американські громадяни дешевші імпорتنі товари з Європи. Неокейнсіанці вважають, що такий сценарій відновить доцентрові рухи для локалізації інвестицій та виробництва на Спільному ринку ЄС. Проте вони замовчують наслідки такої короткострокової політики – збідніння країн Єврозони та в цілому ЄС. Особливо відчутно це буде для країн PIIGS. Крім цього, відбудеться руйнування засад конституції ЄЦБ та усієї відносно стабільної монетарної конструкції Євросистеми. Найважливішим трюком Білого Дому є його прагнення забезпечити процес скуповування американськими портфельними інвесторами боргів країн Єврозони та внаслідок девальвації євро отримати мегавиграш за борговими цінними паперами європейських урядів.

Спробуємо схематично зобразити ефекти від застосування альтернативних підходів подолання боргової кризи ЄС, що пропонуються сторонами-суперниками дискусії (див. **рис.13** та **рис.14**).

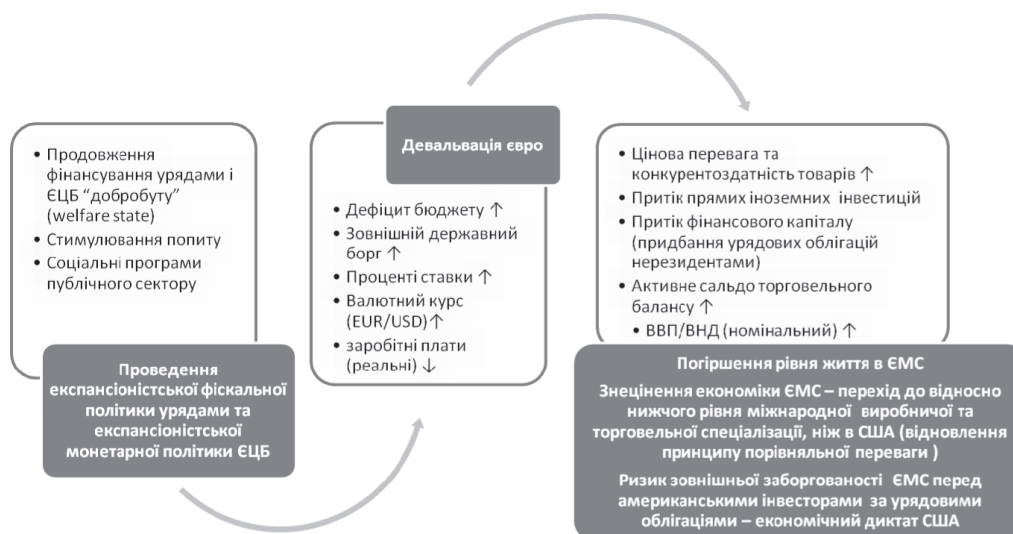
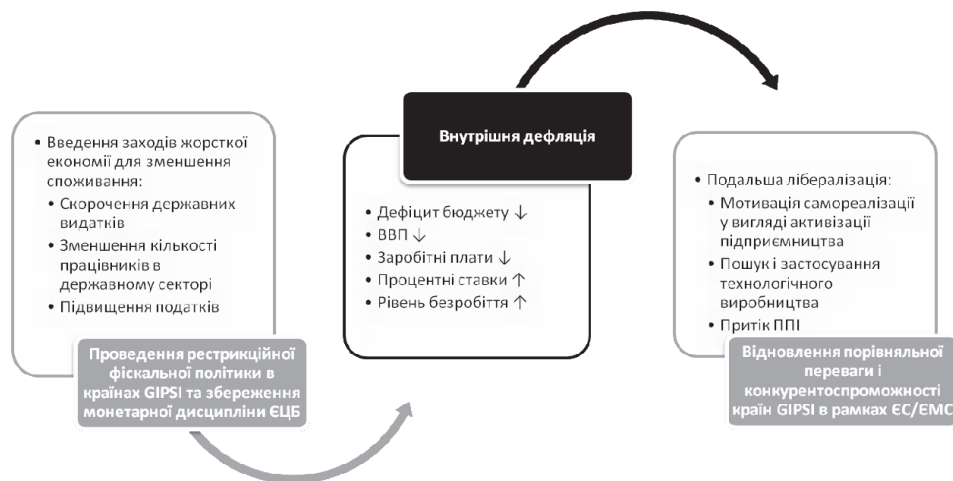


Рис.13. Кейнсіанський підхід виходу із кризи та його дійсні наслідки
Побудовано авторами



*Рис.14. Неоліберальний підхід виходу із кризи та результати від його реалізації.
Побудовано авторами*

Висновки. Враховуючи думки Х.-Б.Шефера, Б.Айхенгріна і П.Кругмана та інших дослідників проблеми боргової кризи ЄС, виходить, що підвищення рівня частки урядового боргу від ВВП, значний дефіцит бюджету, підвищення купонної ставки за урядовими облігаціями є лише наслідками кризи, які іноді помилково вважаються основними причинами її виникнення. Швидше за все, на наш погляд, основною причиною є втрата порівняльних переваг і конкурентоспроможності Південними європейськими країнами, такими як Іспанія, Португалія, а особливо Греція та Італія після приєднання до Єврозони. Саме це змушувало уряди цих країн нарощувати борги для штучного збільшення суспільного добробуту. Тому метою антикризової політики має стати низка заходів по відновленню порівняльної переваги і структурних зрушень через зростаючу роль приватної ініціативи та інновацій, а також згортання публічного сектору в Єврозоні. При цьому слід докласти зусиль по недопущенню дестабілізації монетарної стабільності в ЄМС та приведення економічної системи країн ЄС, принаймні, до референтних значень Маастрихтських критеріїв номінальної монетарної та фінансової конвергенції. Неоліберальний сценарій є більш оптимальним, не дивлячись на його слабкість з соціальної точки зору.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Alderman, L., S. Craig (2011). Europe's Banks Turned to Safe Bonds a Costly Illusion.- The New York Times. Retrieved 11 November 2011. – http://www.nytimes.com/2011/11/11/business/global/sovereign-debt-turns-sour-in-euro-zone.html?_r=2&page-wanted=1&hp
2. Donahue, P. (2010). Merkel Slams Euro Speculation. Warns of "Resentment". – Bloomberg, 23 February 2010. -<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aQ9wHnlOENSc>
3. Eichengreen, B. (2012). Implications of the Euro's Crisis for International Monetary Reform. – "A New International Monetary Order?" at the Allied Social Science Associated Meetings, Chicago, January 6, 2012. – http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/Implications_Euro_JrnPolModel_2012.pdf

4. Feldstein, Martin. The French Don't Get It. – Project Syndicate. A World of Ideas, December 2011. – <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-french-don-t-get-it>
5. George Soros says three months to save the euro. – BBS News, 4 June, 2012. – <http://www.bbc.co.uk/news/business-18320881>
6. Kraemer, M., F. Gill (2011). Standard & Poor's Puts Ratings On Eurozone Sovereigns On CreditWatch With Negative Implications (2011-12-05 EST). – <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245325380247>
7. Krugman, P. (2012) European Crisis Realities. The opinion Pages. The New York Times. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/02/25/european-crisis-realities/statistical>
8. Lapavistas, C., A. Kaltenbrunner, et al. (2010). The Eurozone between Austerity and Default. – RMF Occasional Report, September 2010. – <http://www.researchonmoneyandfinance.org/media/reports/RMF-Eurozone-Austerity-and-Default.pdf>
9. Lewis, Michael (2011). Boomerang – Travels in the New Third World. – W. W. Norton & Co., 2011, 224 p.
10. Public Debt as Percent of GDP 2006-2013. – Global Finance. Harvard Business School. Database. – Retrieved 19 May, 2011.- <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10394-public-debt-by-country.html#axzz1wvWcZ8C>
11. Schafer H.-B. The Sovereign Debt Crisis in Europe, Save Banks Not States. – Social Science Research Network – Working paper May 1, 2012 -<http://ssrn.com/abstract=2049299>
12. Simkovic, Michael (2009). Secret Liens and the Financial Crisis of 2008. – American Bankruptcy Law Journal, Vol. 83, p.253.
13. Simkovic, Michael (2011). Bankruptcy Immunities, Transparency, and Capital Structure. – Presentation at the World Bank, 11 January, 2011
14. Thesing, Gabi. (2011). European Rescue Fund May Buy Bonds, Recapitalize Banks, ECB's Stark Says. – Bloomberg, January 22, 2011. – <http://www.bloomberg.com/news/2011-01-22/ecb-stark-says-rescue-fund-may-buy-bonds-recapitalize-banks.html>
15. Wolf, Martin (2011). Merkozy failed to save the eurozone. – The Financial Times, 9 December, 2011. – <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/396ff020-1ffd-11e1-8662-00144feabdc0.html#axzz1wvHpGBYE>
16. http://en.wikipedia.org/wiki/European_Financial_Stability_Facility
17. <http://en.wikipedia.org/wiki/Austerity>