

УДК 339.9012



### Сергій Ніколайчук

Кандидат економічних наук,  
начальник управління методології, аналізу  
та прогнозування платіжного балансу  
департаменту платіжного балансу  
Національного банку України  
E-mail: nikolaichuk@bank.gov.ua

### Василь Хом'як

Провідний економіст  
департаменту платіжного балансу  
Національного банку України  
E-mail: khomiak@bank.gov.ua

## Точка зору/

# Криза в єврозоні: результат відсутності фіскальної дисципліни чи накопичення зовнішніх дисбалансів?

*Досліджуються фактори та умови, які спричинили розгортання кризи в єврозоні, аналізуються можливі сценарії подолання цієї кризи. На думку авторів, поточний кризовий стан єврозони став результатом не так відсутності фіскальної дисципліни в окремих країнах, як внутрішньої кризи платіжного балансу внаслідок накопичення зовнішніх дисбалансів у периферійних державах. На основі аналізу розвитку подій у єврозоні автори розробили відповідні рекомендації для України, щоб уникнути проблем у зовнішньому секторі як у найближчій перспективі, так і в довгостроковій, враховуючи потенційно можливу інтеграцію української економіки в міждержавні об'єднання.*

*Investigated are factors and conditions that caused the development of the crisis in the Eurozone; discussed are possible scenarios of crisis overcoming. The authors consider that the current crisis state of the Eurozone resulted not from just lack of fiscal discipline in some countries but became the indicator*

*showing the internal crisis of the balance of payments at the expense of accumulation of external imbalances in peripheral countries. Having analyzed the development of the Eurozone crisis, the authors worked out appropriate recommendations for Ukraine to avoid problems in the external sector as in the nearest future so in the long-term perspective taking into consideration the possible integration of Ukrainian economy in interstate unions.*

**Ключові слова:** криза платіжного балансу, криза в єврозоні, зовнішньоекономічні дисбаланси, дефіцит поточного рахунку.

**Key words:** balance of payments crisis, Eurozone crisis, external imbalances, current account deficit.

## ВСТУП

З 2008 року Європейський Союз не може вийти з кризового стану. Боргові проблеми регіону досі залишаються головним ризиком розвитку світової економіки. Крім того, такі економічні потрясіння ставлять під сумнів подальше існування монетарного об'єднання в нинішньому форматі, порушуючи питання про доцільність

використання єдиної європейської валюти чи необхідність тіснішого фіскального та банківського союзу.

Глобальна фінансово-економічна криза стала тим механізмом, що виявив нестійкість фінансово-бюджетної політики, насамперед у таких країнах, як Греція, Португалія, Ірландія, Італія та Іспанія (зазвичай їх об'єднують під умовними назвами "периферійні" або "південні" країни ЄС). Падіння еко-

номічної активності призвело до суттєвого скорочення податкових надходжень і, відповідно, зростання бюджетних дефіцитів до рівнів, що експертами та інвесторами розглядалися як надмірні. Насамперед ідеться про Грецію, де проблеми у фіскальній сфері накопичувалися впродовж багатьох років, задовго до кризи, через невиважену соціальну політику та високі темпи зростання заробітної плати (при цьому

справжні розміри бюджетного дефіциту приховувалися владою, котра надавала викривлені статистичні дані). В Іспанії та Ірландії формування дефіцитів бюджетів у надзвичайно високих обсягах було спричинено заходами щодо порятунку фінансової системи внаслідок роздутих боргів приватного сектору.

Разом зі зростанням загальної схильності до ризиків суттєве збільшення бюджетних дефіцитів мало наслідком значне підвищення “премії за ризик” для периферійних країн та, відповідно, вартості обслуговування їх суверенних боргів (див. графік 1). У результаті утворилося замкнуте коло: кошти для покриття виплат за існуючими борговими зобов’язаннями залучалися під високі процентні ставки, що додатково збільшувало обсяги боргового навантаження. При цьому відбулася дивергенція процентних ставок за державними облігаціями “південних” та “північних” країн єврозони, куди відбувалася “втеча капіталу” (Німеччина, Франція, Нідерланди та ін.).

Серед експертів і представників владних інституцій Європи існують різні погляди на фундаментальні чинники поточної боргової кризи. Зокрема, останнім часом досить поширеною є думка про те, що таку складну та глибоку кризу не можна пояснити лише порушенням фінансової дисципліни і невдалою політикою урядів окремих країн. Швидше за все, причини лежать у площині внутрішніх дисбалансів усередині цього міждержавного об’єднання.

Отже, метою статті є вивчення фундаментальних причин, які створили сприятливі умови для розгортання поточної боргової кризи в єврозоні, та аналіз існуючих сценаріїв подолання цієї кризи.

Зазначена мета переслідує не лише науковий інтерес, а має і прикладний

характер для української економіки. З одного боку, країни єврозони є важливим торговельним та інвестиційним партнером України, до того ж стан європейської економіки значною мірою визначає перспективи розвитку світової економіки та глобальних товарних ринків. Тому подальша доля Європейського Союзу є одним із найвагоміших чинників, які в майбутньому впливатимуть на стан вітчизняної економіки.

З другого боку, “кризовий досвід” єврозони — надзвичайно корисний урок для України, оскільки завжди дешевше вчитися на чужих помилках, ніж на своїх. Це стосується як поточної ситуації в зовнішньому секторі економіки нашої держави, що має багато спільних рис із периферійними країнами ЄС, так і довгострокової перспективи з урахуванням можливої інтеграції української економіки в міждержавні об’єднання з усіма ризиками, що виникають унаслідок цього.

**АНАЛІЗ ПРИЧИН КРИЗИ В ЄВРОЗОНІ**

Серед експертів та аналітиків не існує єдиної точки зору щодо причин кризи в єврозоні. Скажімо, представники так званого “німецького погляду” вважають, що головною причиною проблем у єврозоні є порушення фінансової дисципліни в окремих країнах. А тому для вирішення цих проблем необхідно проводити жорстку фінансову політику в периферійних країнах, що приведе до вирівнювання існуючих дисбалансів [1].

Альтернативну точку зору називають “кейнсіанським поглядом”, відповідно до якого великий суверенний борг у периферійних країнах став результатом внутрішньої кризи платіжного балансу в єврозоні. І ця криза проявляється насамперед у хронічних

дефіцитах поточного рахунку, які після 2008 року вже стало неможливо фінансувати шляхом залучення боргового капіталу на ринкових засадах [2].

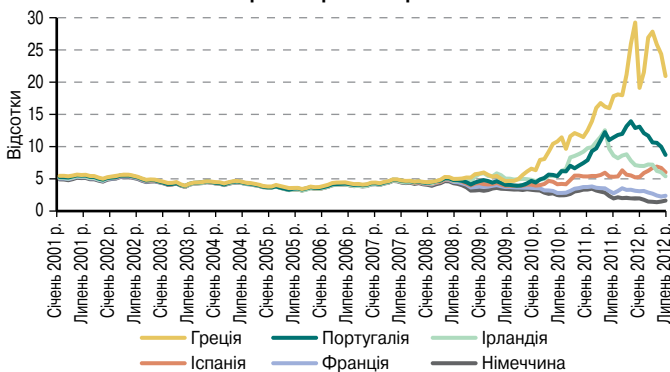
**“НІМЕЦЬКИЙ ПОГЛЯД”: КРИЗА СПРОВОКОВАНА ВІДСУТНІСТЮ ФІСКАЛЬНОЇ ДИСЦИПЛІНИ**

Спочатку проаналізуємо аргументи прихильників “німецького погляду”, згідно з яким основною причиною боргової кризи стали надмірні рівні бюджетного дефіциту та державного боргу в “південних” країнах єврозони.

Так, далеко не всі країни єврозони проводили фінансову політику відповідно до маастрихтських критеріїв (див. таблицю 1). Але значні розміри бюджетних дефіцитів у докризовий період були характерні не лише для периферійних країн єврозони, а й для Німеччини, Франції та інших “північних” партнерів. Як наслідок більшість країн єврозони мала високий рівень державного боргу напередодні глобальної фінансово-економічної кризи. Лідирували тут Греція та Італія, значний рівень боргу також був у Португалії, але одночасно з переліченими країнами високий рівень державного боргу (більше 60% від ВВП, що суперечило маастрихтським критеріям) також мали Бельгія, Німеччина, Франція, Австрія. Натомість Ірландія та Іспанія вирізнялися високою фінансовою дисципліною.

Отже, з одного боку, низький рівень державного боргу не допоміг уникнути кризи в Іспанії та Ірландії, а з другого — країни з достатньо високим рівнем державного боргу та фінансовою політикою, яку можна характеризувати як недисципліновану, залишаються локомотивом економіки єврозони та виступають кредиторами для проблемних держав. Тому пояснення кризових

Графік 1. Дохідність 10-річних державних облігацій в окремих країнах єврозони



Джерело: Reuter Thomson Database.

Таблиця 1. Державний борг та структурне сальдо бюджету в окремих країнах єврозони

Країна	Державний борг, % від ВВП			Структурне сальдо бюджету, % від ВВП	
	2000 р.	2007 р.	2012 р.	Середнє за 2001–2007 рр.	Середнє за 2008–2012 рр.
Ірландія	37.5	25.0	117.7	-3.4	-10.0
Фінляндія	43.8	35.2	52.6	3.7	0.7
Іспанія	59.4	36.3	90.7	-1.3	-7.2
Нідерланди	53.8	45.3	68.2	-1.1	-3.5
Австрія	66.2	60.2	74.3	-1.9	-2.3
Франція	57.4	64.2	90.0	-3.0	-3.9
Німеччина	60.2	65.4	83.0	-2.6	-1.3
Португалія	48.4	68.3	119.1	-5.1	-7.6
Бельгія	107.8	84.0	99.0	0.3	-3.3
Італія	108.5	103.1	126.3	-4.7	-3.4
Греція	103.4	107.4	170.7	-6.8	-13.2

Джерело: IMF WEO database [3].

явищ у периферійних країнах лише браком фіскальної дисципліни, на нашу думку, не відображає повною мірою причинно-наслідкові зв'язки.

Емпіричні дослідження факторів кризи в єврозоні продемонстрували такі результати щодо ролі показників бюджетного дефіциту й урядового боргу в поясненні значного зменшення схильності до ризику серед інвесторів. Фіскальні змінні виявилися статистично значущими в поясненні зростання дохідностей суверенних облігацій у першій фазі фінансової кризи, але їх економічна важливість була досить обмеженою. Наприклад, фіскальні фактори пояснюють лише 20% фактичного зростання спредів дохідності за суверенними облігаціями в період між липнем 2008 року та березнем 2009 року [4]. Крім того, ще меншу пояснювальну потужність мали такі фактори, як ефекти ліквідності й оголошення урядових заходів щодо порятунку банківської системи, тоді як глобальне зниження схильності до ризиків відіграло найбільшу роль у поясненні зростання спредів.

Водночас глобальне зниження схильності до ризиків мало найбільший вплив на країни зі слабким станом державних фінансів. Зокрема, держави з м'якою фіскальною політикою виявилися вразливішими до змін у зовнішньому середовищі, тоді як ризик дефолту був менш залежним від змін глобальної схильності до ризиків у країнах зі стійкою фіскальною позицією [5]. Але хоча ці емпіричні факти свідчать, що фіскальні фактори певною мірою вплинули на зростання дохідності суверенних облігацій в умовах загального зниження схильності до ризиків, постає питання: чому це відбулося в “південних” країнах єврозони і не відбулося в інших країнах з високими бюджетними дефіцитами та державними боргами, таких як Японія, США і Великобританія?

### “КЕЙНСІАНСЬКИЙ ПОГЛЯД”: КРИЗА СТАЛА РЕЗУЛЬТАТОМ ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНИХ ДИСБАЛАНСІВ

Прихильники “кейнсіанського підходу” стверджують, що боргові проблеми стали наслідком зовнішньоекономічних дисбалансів, які полягали у формуванні значних профіцитів у “північних” країнах і дефіцитів – у “південних”. Уповільнення припливу боргового капіталу до периферійних країн під час глобальної кризи на фоні хронічного дефіциту поточного рахунку викликало дефіцит ліквідних коштів, що стало спусковим механізмом розгортання боргової кризи. Фактично йдеться про кризу платіжного балансу, тобто ситуацію, коли дефіцит поточного рахунку вже не може бути профінансований за рахунок потоків капіталу, що потребує або девальвації обмінного курсу (неможливо в умовах єврозони), або виключного фінансування за офіційними джерелами чи за допомогою резервних активів. У рамках такого монетарного союзу, як єврозона ця ситуація отримала назву “внутрішня криза платіжного балансу”: в цілому зовнішня позиція об'єднання була стійкою, водночас усередині існували суттєві дисбаланси [6].

Розглянемо проблему з цієї точки зору детальніше. Так, сальдо поточного рахунку було додатним у таких країнах, як Німеччина, Нідерланди, Фінляндія, Бельгія, Австрія в докризовий період, відповідно й під час і після кризи у більшості з них воно збереглося. Водночас периферійні країни системно акумулювали дефіцит за поточним рахунком ще з початку 2000-х років. Зокрема, у 2001–2007 роках дефіцит поточного рахунку в Португалії у середньому становив 9.2% від ВВП, у Греції – 8.5%, в Іспанії – 6.0%, в Ірландії – 2.1% (див. графік 2, таблицю 2). Тобто фактично мав місце чистий приплив товарів і послуг із “північ-

них” країн до “південних”. Значною мірою фінансування такого припливу відбувалося за рахунок боргового капіталу. Як наслідок зовнішні борги у периферійних країнах накопичилися в дуже великих обсягах. Зокрема, на кінець 2008 року зовнішній борг Португалії становив 192% від ВВП, Іспанії – 146%, Греції – 148% від ВВП. Аномальним випадком є приклад Ірландії, де зовнішній борг сягнув майже 1000% від ВВП внаслідок велетенської “бульбашки” на ринку нерухомості, роздутої інвестиціями ірландських банків за рахунок боргових залучень (див. графік 3).

Проаналізуємо причини виникнення цих зовнішньоекономічних дисбалансів та їх наслідки. Впровадження єдиної валюти з делегуванням функцій національних банків до Європейського центрального банку призвело до встановлення фактично режиму фіксованого обмінного курсу. Впровадження євро ліквідувало валютний ризик для периферійних країн, що стимулювало приплив до них капіталу. Ці країни характеризувалися вищим рівнем інфляції і відповідно нижчими реальними процентними ставками порівняно з країнами-сусідами.

Зниження процентних ставок у результаті впровадження євро сприяло формуванню значного попиту на боргові ресурси як з боку державних органів, так і з боку приватних секторів периферійних країн. При цьому інвестори з півночі Європи активно скуповували облігації, емітовані у периферійних країнах, які мали такі ж ставки за дохідністю (див. графік 1), а валютні ризики були нівельовані в рамках єдиного монетарного союзу.

Але запровадивши єдину валюту і встановивши однакові номінальні процентні ставки, не вдалося вирівняти різницю в продуктивності праці між країнами єврозони, яка раніше компенсувалась за рахунок курсової різниці. Проблема загострило й те, що іноземний капітал більшою мірою спрямовувався на стимулювання внутрішнього споживання та вкладення на ринку нерухомості, а не на продуктивне інвестування, що посягло зерна майбутньої кризи.

Такий механізм працював до світової кризи 2008 року, коли в умовах дефіциту ліквідності інвестори з “північних” країн уже не хотіли кредитувати периферійні країни єврозони. Аналіз потоків приватного капіталу в периферійні країни продемонстрував, що в усіх п'яти згаданих ви-

Таблиця 2. Окремі показники в країнах єврозони

Країна	ІСЦ, зміна за рік, %		ВВП на душу населення, зміна за рік, %		Сальдо поточного рахунку, % до ВВП	
	2001–2007 рр.	2008–2012 рр.	2001–2007 рр.	2008–2012 рр.	2001–2007 рр.	2008–2012 рр.
Нідерланди	2.5	1.8	1.6	-0.4	6.0	6.4
Фінляндія	1.4	2.7	2.9	-1.2	5.7	0.6
Німеччина	1.7	1.8	1.4	0.2	3.9	5.8
Бельгія	2.0	2.6	1.4	-0.4	2.8	-0.6
Австрія	1.9	2.2	1.7	-0.1	2.0	2.9
Франція	1.8	1.7	1.1	-0.6	0.3	-1.7
Італія	2.4	2.4	0.7	-1.5	-0.7	-2.7
Ірландія	3.3	0.5	3.1	-2.2	-2.1	-0.8
Іспанія	3.2	2.3	1.8	-1.2	-6.0	-4.9
Греція	3.3	2.9	3.9	-2.1	-8.5	-10.4
Португалія	3.1	1.9	0.6	-0.1	-9.2	-8.6

Джерело: IMF WEO database [4].

ще країнах спостерігався суттєвий приплив капіталу з 2002-го до 2007 року. Потім відбувся неочікуваний вплив, спровокований дефіцитом ліквідності в країнах-кредиторах під час світової глобальної кризи [7]. Зокрема, у Греції приплив приватного капіталу в 2002–2008 роках становив близько 40% від ВВП 2007 року і приблизно таким же був вплив після кризи. В Ірландії приплив зафіксовано не такий значний, а вплив сягнув 70% від ВВП 2007 року. В інших трьох країнах вплив приватного капіталу були меншими, але теж значними.

Це призвело до ускладнень із фінансуванням бюджетних дефіцитів у периферійних країнах (насамперед у Греції, Португалії, Ірландії), які в пошуках ліквідності стали розмішувати свої суверенні облігації за значно вищими процентними ставками, ніж “північні” країни єврозони. Отже, криза платіжного балансу, ознаками якої стали хронічний дефіцит поточного рахунку та раптова зупинка припливу капіталу, призвела до розгортання проблем із обслуговуванням державного боргу в периферійних країнах і зростанням премії за ризик.

Відповідно до “кейнсіанського підходу” заходи фіскальної політики неспроможні нівелювати фундаментальні причини кризи. виправити ситуацію можна було тривіальним чином, за допомогою традиційних інструментів коригування зовнішніх дисбалансів (девальвації обмінного курсу). Проте через відсутність такого механізму в умовах монетарного союзу довелося тривалий час шукати інші інструменти, спроможні ліквідувати утворені дисбаланси всередині єврозони. Ситуація ускладнюється ще й розгортанням політичної кризи між країнами-кредиторами та країнами з дефіцитним бюджетом [4].

Але перед тим, як перейти до розгляду можливих варіантів розв’язання проблеми зовнішніх дисбалансів у єврозоні, проаналізуємо сутність платіжного балансу окремих країн в умовах валютного союзу.

### ЩО ТАКЕ ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС В УМОВАХ ВАЛЮТНОГО СОЮЗУ?

У стандартній формі презентації платіжного балансу сальдо поточного рахунку (СAB) відповідає оберненому сальдо фінансового рахунку (FAB):

$$СAB + FAB = 0, \text{ або } СAB = - FAB, \quad (1)$$

тобто, наприклад, дефіцит поточного рахунку покривається потоками капіталу. Для аналітичних цілей часто з фінансового рахунку виділяють зміну резервів центрального банку ( $\Delta RES$ ) та обсяги виключного фінансування (EF), наприклад, кредити МВФ, що йдуть на покриття розривів у платіжному балансі в кризові періоди:

$$СAB + FAB_M = - \Delta RES - EF, \quad (2)$$

де  $FAB_M$  – потоки капіталу ринкового характеру.

Якщо ж країна є членом валютного союзу, її центральний банк втрачає можливість проводити власну монетарну політику, і, відповідно, здійснювати інтервенції на валютному ринку, тобто змінювати свою резервну позицію. Тому фіксація обмінних курсів між країнами єврозони забезпечена необмеженими кредитами, що надаються кожному національному центральному банку євросистеми через Таргет-2 (Target 2), онлайн платіжну систему в реальному часі, через яку проводяться операції в межах єврозони. Тобто замість забезпечення платежів за допомогою резервів країни єврозони можуть покрити дефіцит у платіжному балансі за рахунок залучень національним центральним банком через систему Таргет-2 (детальніше див. у додатку). Отже, тотожність 2 у цьому випадку матиме такий вигляд:

$$СAB + FAB_M = - T2 - EF, \quad (3)$$

де  $T2$  – фінансування з боку євросистеми через систему Таргет-2 (зміна в чистих зобов’язаннях національного центрального банку відносно решти учасників євросистеми). Офіційне фінансування у випадку єврозони передбачає допомогу від МВФ та ЄС, а та-

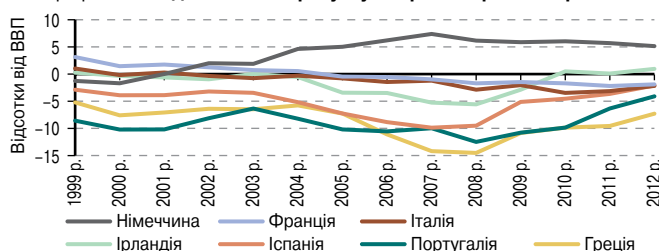
кож обсяги купівлі ЄЦБ державних облігацій у резидентів у рамках Програми ринкових цінних паперів – SMP (Securities Markets Programme).

### НАСЛІДКИ ФУНКЦІОНУВАННЯ СИСТЕМИ ТАРГЕТ-2 ДЛЯ КРАЇН ЄВРОЗОНИ

Система Таргет-2 була доволі гнучкою і мала б забезпечити ефективне функціонування всієї євросистеми, якби дефіцити, що утворювалися у тій чи іншій країні, були тимчасовими. І справді, до того, як криза ліквідності вразила європейський міжбанківський ринок у серпні 2007 року, позиції національних центральних банків у системі Таргет-2 були незначними. Але в 2007 році низка країн, в основному периферійних, активніше стала використовувати ресурси даної системи, регулярно залучати кошти, тоді як “північні” держави виступали в ролі чистих кредиторів. У результаті наприкінці 2009 року Німеччина мала додатну позицію в розмірі 178 млрд. євро, а за станом на кінець жовтня 2012 року – майже 700 млрд. євро. Водночас сукупний дефіцит усіх п’яти проблемних країн (Греція, Італія, Ірландія, Португалія та Іспанія) на цю дату становив 950 млрд. євро (див. таблицю 3). Під час фінансової кризи банки в периферійних країнах, де відбувалися впливи депозитів, потребували ліквідності, але не могли залучити її на міжбанківському ринку (також через брак надійної застави), і тому все частіше змушені були покладатися на фінансування з боку центральних банків.

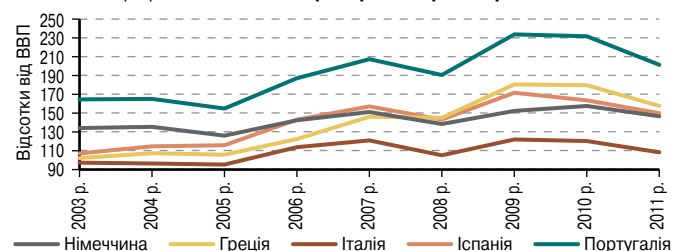
Водночас банки в “північних” країнах суттєво скоротили свою потребу в рефінансуванні з боку центральних банків. Так, обсяги рефінансування, надані через Бундесбанк німецьким банкам, скоротилися з 250 млрд. євро на початку 2007 року до 77 млрд. євро на кінець жовтня 2012 року. З другого боку, попит розташованих у проблемних країнах банків на ліквідність ЄЦБ за цей же період суттєво збільшився. Тобто

Графік 2. Сальдо поточного рахунку в окремих країнах єврозони



Джерело: IMF WEO database [4].

Графік 3. Зовнішній борг окремих країн єврозони



Джерело: Світовий банк, IMF WEO database.

дисбаланси в системі Таргет-2 можуть інтерпретуватися як свідчення змін у розподілі операцій рефінансування і як механізм покриття потреб у ліквідності для банків у проблемних країнах.

Важливо також акцентувати на головній причині, через яку ЄЦБ змушений був втрутитись у подолання кризового стану в периферійних країнах, – це системний дефіцит ліквідності в

банках, що супроводжувався зниженням якості активів під заставу. Погіршення якості заставних активів не стало б проблемою для єврозони, якби банки адекватно використовували надану ліквідність для уникнення аналогічних дисбалансів у майбутньому. Проте комерційні банки основну частку виділеної ліквідності спрямовували на збільшення своїх активів за рахунок суверенних облігацій периферійних

країн, які пропонували високу дохідність. Таким чином утворювалось замкнене коло: периферійні країни пропонували високу дохідність за своїми облігаціями, оскільки потребували грошей для перекредитування своїх активів, а банки скуповували дані облігації для роздуття своїх активів [8].

Крім того, накопичення таких дисбалансів стало додатковим джерелом фінансування квазіфіскальних дефіцитів периферійних держав, оскільки в подальшому отримані кошти від центральних банків спрямовувалися на купівлю державних облігацій проблемних країн – активу, який щораз гірше котирувався на міжбанківському ринку. Тобто за своєю сутністю цей механізм не дуже відрізнявся від фінансування через Європейський фонд фінансової стабільності.

У Німеччині дане питання викликало чимало дебатів і набуло гострого політичного забарвлення. Крім того, саме факт жвавого обговорення необхідності скорочення цих дисбалансів чи збільшення ціни за ресурси системи Таргет-2 призвів до зростання сумнівів щодо наявності необмеженого доступу до кредитних ресурсів у системі Таргет-2. А це відповідно викликало сумнів у тому, що спекулятивна атака на євро, чи, швидше, на борги проблемних економік неможлива. Тобто скептицизм інвесторів щодо необмеженості фінансування дефіцитів платіжного балансу з боку центральних банків, у яких спостерігається профіцит платіжного балансу, став одним із головних чинників виведення капіталів із проблемних країн. А це спричинило поглиблення внутрішньої кризи платіжного балансу в євразоні.

Отже, впродовж усього часу існування євразони переважали погляди, що платіжний баланс непотрібний окремим країнам цього монетарного об'єднання, оскільки в його рамках вони є, по суті, регіонами однієї держави. А в одній державі внутрішні регіональні дисбаланси не призводять до проблем зі стабільністю монетарної системи.

Але у випадку євразони ситуація виявилась іншою з двох причин. Першу – сумніви інвесторів у необмеженості кредитування дефіцитних центральних банків профіцитними – нами детально розкрито вище.

Друга причина полягала в тому, що монетарне об'єднання потребує підтримки централізованого бюджету для абсорбування тимчасових шоків в економіках окремих його членів, або, ін-

## Додаток

### Система Таргет-2 (Target 2)

Таргет-2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, європейська автоматична система миттєвих переказів для валових розрахунків у реальному часі) – операційний інструмент євросистеми, через який національні центральні банки країн-членів надають послуги з платежів і розрахунків для операцій у межах євразони. Зобов'язання в межах євразони виникають у результаті різних видів операцій і можуть мати або не мати "реальну" протилежну частину: вони можуть бути результатом обміну товарами, що потребує міжкордонного платежу (тобто імпорту), чи переведенням депозиту до іншої країни євразони. Коли відбувається рух капіталу (наприклад, переведення депозиту) з грецького банку до німецького через Таргет-2, операція проходить через грецький центральний банк і Бундесбанк, при цьому в першого виникають зобов'язання перед другим. Таргет-2 може використовуватися для всіх кредитних операцій у євразоні як для міжбанківських, так і для клієнтських платежів. Існують операції, для яких система обов'язкова для використання. Проте для всіх інших платежів – міжбанківських і комерційних (у євро) – учасники ринку можуть використовувати Таргет-2 чи будь-яку іншу платіжну систему на свій розсуд. Банки надають перевагу системі Таргет-2, оскільки більшість європейських банків присутня в ній, і платежі здійснюються невідкладно та за рахунок коштів у центральних банках (це дає змогу комерційним банкам переказувати один одному кошти з рахунків у центральних банках).

Проведення платежів у межах євросистеми через Таргет-2 призвело до зростання міжнародних зобов'язань, що визначалися кожного дня в агрегованому вигляді на чистій основі, формуючи в результаті чисту позицію в Таргет-2 для кожного національного центрального банку (додатну, від'ємну чи нульову). У системі не існує встановлених заздалегідь лімітів для операцій, а отже, для розміру позицій Таргет-2 також. Щоденно на чисті позиції нараховується відповідна процентна ставка за основними операціями рефінансування.

Позиції в Таргет-2 кожного центрального банку акумулюються на основі операцій, що проводяться з іншими національними центральними банками в євразоні, але кінцева позиція є вимогою або зобов'язанням до ЄЦБ, кінцевого регулятора ліквідності. Таким чином, ситуація відповідає тій, якби ЄЦБ був посередником для всіх операцій між національними центральними банками.

Таблиця 3. Баланси країн у системі Таргет-2

Країна	Позиції в Таргет-2, млрд. євро		Запозичення в ЄЦБ	Система "Швидкої допомоги ліквідності" (ELA)
	01.01.2010 р.	01.11.2012 р.	01.11.2012 р.	01.11.2012 р.
Австрія	-19.6	-39.1	18.0	
Бельгія	-42.5	-29.1	39.7	
Фінляндія	4.4	70.4	3.7	
Франція	-62.0	-4.9	175.4	
Німеччина	177.7	695.5	76.8	
Греція	-49.0	-107.8	30.9	101.0
Ірландія	-53.5	-90.4	111.6	40.0
Італія	55.3	-280.8	280.7	
Люксембург	52.6	113.3	5.0	
Нідерланди	15.4	125.0	27.7	
Португалія	-23.4	-71.7	54.9	
Іспанія	-41.1	-400.1	412.6	

Джерело: ЄЦБ, національні центральні банки країн євразони.

шими словами, фіскального союзу. Проте в єврозоні монетарна політика здатна протидіяти тільки загальним шокам, що однаково зачіпають усі країни — члени монетарного союзу. Коригування ж реальних обмінних курсів в окремих регіонах як реакція на індивідуальні шоки повинні відбуватися через зміни цін та заробітних плат у цих регіонах. Оскільки процес зміни цін та заробітної плати є інертним, то процес вирівнювання дисбалансів доволі затяжний, і це призводить до суттєвих втрат у ВВП та на ринку праці. Таким чином функція регулювання регіональних дисбалансів у ВВП та на ринку праці покладається на фіскальну політику. Недостатня централізація фіскальної політики в єврозоні за умов монетарного союзу не забезпечила можливостей для вирівнювання дисбалансів, і, відповідно, для належного функціонування цього об'єднання.

### АНАЛІЗ МОЖЛИВИХ ВАРІАНТІВ ПОДОЛАННЯ КРИЗИ

**З**а умов фіксованого обмінного курсу між різними державами коригування дисбалансів відбувається завдяки потокам капіталу від країн із дефіцитом поточного рахунку до країн із надлишковим профіцитом, що призводить до відповідних змін у цінах та доходах. Тобто у державах з дефіцитом поточного рахунку, де спостерігається відплив капіталу, уповільнюється зростання внутрішніх цін (отже, підвищується цінова конкурентоспроможність) та скорочується внутрішній попит (відносно зовнішнього). У результаті це веде до скорочення дефіциту поточного рахунку. Центральні банки можуть спробувати протидіяти таким ефектам — наприклад, центральний банк у дефіцитній країні збільшувати обсяги кредитування для послаблення ефектів падіння внутрішнього попиту і навпаки — центральний банк у профіцитній країні проводитиме операції зі стерилізації надлишкової грошової маси внаслідок припливу капіталу. Найімовірнішим розвитком подій у такому випадку буде спекулятивна атака на обмінний курс, і в разі її успішності — зміни обмінного курсу з відповідним коригуванням зовнішніх дисбалансів.

В умовах монетарного союзу — такого, як єврозона, національні центральні банки не можуть проводити ні політику стерилізації, ні політику коригування обмінного курсу. Водночас, як це зазначалося вище, ризик спеку-

лятивних атак на економіку зі значними дефіцитами поточного рахунку не зникає. Тому для нівелювання цих ризиків необхідно посилювати обмінний курс у “північних” країнах та девальювати — в “південних”. І в умовах східної фази економічної кризи мова має йти, швидше, про необхідність посилення валют у профіцитних країнах.

Але проблема єврозони полягає в тому, що “північні” держави не бажають збільшувати інфляцію, натомість наполягають на внутрішній девальвації всередині “південних” членів монетарного об'єднання за рахунок жорсткої фіскальної політики. Дуже схожа тактика застосовувалася відносно країн, які потрапили у кризи платіжного балансу з фіксованим обмінним курсом за умов золотого стандарту чи Бреттон-Вудської системи. Але у випадку монетарного союзу така тактика не спрацює: для підтвердження цього факту порівняємо коригування сальдо поточного рахунку в країнах із фіксованим курсом, що не входять до єврозони, і в “південних” державах єврозони (див. графік 4). Очевидно, що динаміка суттєво відрізняється в цих двох групах країн: якщо в Болгарії, Латвії та Литві за декілька років дефіцити в 15–25% від ВВП перетворилися в профіцити, то для Греції, Португалії та Іспанії скорочення дефіцитів поточного рахунку було не таким значним і явно недостатнім для переконання інвесторів. Визначальним елементом, який відрізняє ці дві групи, є роль євросистеми у пом'якшенні ефектів впливу приватного капіталу. Вливання ліквідності не дає змоги провести необхідне коригування дефіцитів поточного рахунку в “південних” країнах.

Тому завдання коригування зовнішніх дисбалансів повністю покладається лише на реальну внутрішню девальвацію в дефіцитних країнах. Але це є досить складний шлях, який потребує немало часу для досягнення мети. Крім того, політика економічного стиснення стримується сильним опором населення країн периферії

єврозони. Греція є яскравим прикладом такої ситуації. Тому недовіра ринку щодо успішності такої стратегії і стала причиною зростання премії за ризик для державних облігацій “південних” країн.

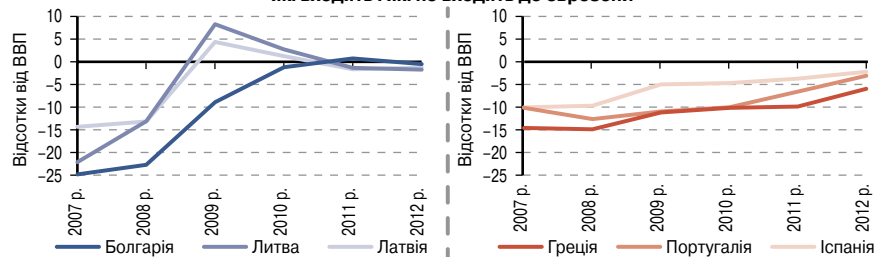
Альтернативний підхід полягає в тому, що Німеччина як головний кредитор може пришвидшити темпи зростання, встановивши вищий рівень інфляції, ніж в інших країнах єврозони. Це зробить можливим коригування цін, і накопичені дисбаланси між периферійними та “північними” країнами почнуть поступово вирівнюватись. Але ключовим питанням альтернативного підходу є наявність політичної волі у Німеччині змінювати багаторічну традицію низької інфляції. Важливо розуміти, що обидва ці підходи не є взаємовиключними та можуть застосовуватись одночасно.

### ВИСНОВКИ

**Я**к під час наукових дискусій, так і під час розроблення концепції впровадження єдиної європейської валюти несправедливо недооцінювалося питання зовнішньої позиції країн — членів валютного союзу. Дане питання не регулювалося ні Маастрихтським договором, ні Комісією з оцінювання успішності індивідуальних членів. Зазвичай Європейський центральний банк більше турбувало питання погіршення конкурентоспроможності окремих країн, ніж проблеми накопичення дисбалансів за поточним рахунком та чистою міжнародною позицією.

Але саме зовнішні дисбаланси всередині єврозони стали її проблемною точкою. “Південні” країни об'єднання виявилися вразливими до кризи платіжного балансу: з розвитком глобальної фінансово-економічної кризи вони вже не могли фінансувати накопичені дефіцити за поточним рахунком за допомогою припливу приватного капіталу. Водночас класичні механізми коригування зовнішніх

Графік 4. Порівняння динаміки сальдо поточного рахунку в країнах ЄС, які входять і які не входять до єврозони



Джерело: IMF WEO database [4].

дисбалансів у еврозоні виявилися непрацюючими, а сам підхід до фінансування дисбалансів у межах евро-системи стимулював подальше накопичення проблем.

Як наслідок країни еврозони виявилися вразливими до фінансової кризи, що призвело до значних проблем у банківському секторі та державних фінансах. Хвилювання інвесторів щодо структурних проблем цього монетарного об'єднання матеріалізувались у вигляді тиску на евро через ринок державних боргових цінних паперів. Хоча ці спекулятивні атаки частково можуть відображати погіршення фіскальної позиції в "південних" країнах, зовнішні дисбаланси всередині еврозони (профіцити на півночі та дефіцити на півдні) стали спусковим механізмом боргової кризи.

Постійні спроби вирішити проблему накопичених дисбалансів за рахунок фіскальних заходів поки що не дали бажаного результату. Це можна пояснити відсутністю адекватного валютного механізму, який традиційно використовується для врегулювання зовнішніх дисбалансів, суттєвими відхиленнями реальних обмінних курсів від своїх рівноважних рівнів та повільним економічним зростанням. Це давні проблеми еврозони, котрі досі не вирішені. Поточний режим жорсткої фіскальної політики нагадує лікування симптомів хвороби, а не боротьбу з її причинами.

Основний виклик перед еврозоною полягає в тому, що механізми валютного регулювання не функціонують, тому необхідно знайти нові інструменти, які забезпечать врівноваження ситуації із зовнішніми дисбалансами під час класичних криз платіжного балансу. Існуюча політика еврозони, націлена на підтримку ліквідності для проблемних країн, лише поглиблює накопичені дисбаланси та не може забезпечити вихід із кризового стану.

Сумнівно, що стратегія продовження фінансування дефіцитів платіжного балансу "південних" країн увінчається поверненням до рівноваги в еврозоні. Швидше за все, такі заходи, ініційовані ЄЦБ, триватимуть доки, доки не вичерпаються резервні можливості фінансово стабільніших країн. Лише коли припиниться підтримка проблемних держав, тоді там відбудеться внутрішня реальна девальвація, посилення конкурентоспроможності і, як наслідок, відновиться рівновага в еврозоні.

Поки що реальна девальвація в про-

блемних країнах, крім Ірландії, не спостерігається. У "південних" країнах рівень інфляції не набагато нижчий, ніж в інших країнах еврозони. Отже, еврозона все ще далека від розв'язання своєї проблеми внутрішньої кризи платіжного балансу.

## УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Українська економіка має багато спільних рис із "південними" країнами еврозони, і криза платіжного балансу в 2008–2009 роках мала схожі причини. Незважаючи на те, що рівні бюджетного дефіциту та державного боргу до кризи перебували на прийнятних рівнях, економічна політика держави спрямовувалася на стимулювання внутрішнього попиту. Накопичені внаслідок такої політики та масового припливу іноземного капіталу надмірні рівні дефіциту поточного рахунку і зовнішнього боргу призвели за умов погіршення зовнішньої ситуації до серйозної валютної кризи, яка за короткий час переросла у повноцінну фінансово-економічну кризу.

На відміну від "південних" країн еврозони, в Україні відбулось різке коригування зовнішніх дисбалансів (дефіцит поточного рахунку скоротився з 7.0% від ВВП у 2008 році до 1.5% від ВВП у 2009 році) внаслідок девальвації обмінного курсу та різкого звуження внутрішнього попиту. Це дало змогу досить швидко повернутися до економічного зростання, стабілізувати роботу банківської системи та відносно швидко провести бюджетну консолідацію.

Але поточні тенденції в зовнішньому секторі економіки України знову ставлять перед науковцями та практиками складні питання. За результатами 2012 року дефіцит поточного рахунку, ймовірно, становить близько 8% від ВВП. На відміну від процесів 2006–2008 років, фактори його розширення лежать насамперед у площині розігрітого інвестиційного (а не споживчого) попиту і погіршення кон'юнктури зовнішніх ринків (а не припливу капіталу внаслідок сприятливої кон'юнктури). Тому таке розширення розглядається, швидше, як середньострокове відхилення від прийнятного довгострокового рівня, що, за нашими оцінками, становить 3–4% від ВВП [9]. Але чи дасть ринок змогу провести це коригування в середньостроковій перспективі без девальвації обмінного курсу та звуження внутріш-

нього попиту? Приклад еврозони наочно демонструє, що відтермінування необхідних коригувань лише поглиблює проблеми у зовнішньому секторі та реальній економіці. Отже, коригування зовнішніх дисбалансів має бути об'єктом пильнішої уваги при проведенні макроекономічної політики.

Ще один аспект зовнішніх дисбалансів полягає в потенційно можливій участі України в міждержавних об'єднаннях. Приклади "південних" європейських країн засвідчують, що відмова від проведення власної монетарної політики на користь валютного союзу в умовах суттєвого зниження сприйняття ризиків інвесторами може призвести до серйозних проблем. Тому ухвалення такого рішення має базуватися на виконанні численних передумов, що лежать у площині вищезгаданої фіскальної політики, стабільної фінансової системи тощо. Хоча, звичайно, нині всі розмірковування про можливий вступ України до монетарного об'єднання мають лише теоретичний характер.

### Література

1. Giavazzi F., Spaventa L. *Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Euro area.* — CEPR Discussion Papers 8008, 2010.
2. Merler S., Pisani-Ferry J. *Sudden stops in the euro area.* — Policy Contributions 718, Bruegel, 2012.
3. *World Economic Outlook // International Monetary Fund.* — 2012. — October.
4. Dadush U., Wyne Z. *Is the euro rescue succeeding? An update.* — VoxEU.org, 20 April, 2012.
5. Favero Carlo A., Missale A. *Sovereign spreads in the Euro area: Which prospects for a Eurobond?* — CEPR Discussion Papers 8637, 2011.
6. Calvo A., Izquierdo A., Fernando L. *Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration.* — Inter-American Development Bank, Research Department Publications, 2008.
7. Alessandrini P., Fratanni M., Hughes Hallett A., Presbitero A. *External imbalances and financial fragility in the Eurozone.* — MoFiR working paper No. 66, 2012.
8. Mayer T. *The role of intra-euro payment system (Target 2).* — Trumanfactor.com, <http://trumanfactor.com/2011/euro-lands-balance-of-payments-crisis-6425.html>.
9. Николайчук С., Шаповаленко Н. *Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу: оцінка прийнятого рівня для України // Економіка та прогнозування.* — 2010. — № 2. — С. 74–87.