

СТАН ТА НАСЛІДКИ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ БОРГОВОЇ КРИЗИ

У статті визначено релевантні боргові індикатори, проаналізовано динаміку європейської боргової кризи та «кризи євро», визначено їх вплив на світові економічні процеси. Охарактеризовано можливі наслідки європейської боргової кризи для фінансових систем країн з розвинутою та з перехідною економіками.

Ключові слова: ЄС, фінансова криза, державний борг, дефіцит бюджету, маастрихтські критерії (критерії конвергенції), державні цінні папери, CDS (кредитно-дефолтні свопи), ризик дефолту.

Надмірне загострення боргових проблем більшості країн Європейського Союзу після світової фінансової кризи все частіше привертає увагу сучасних економістів, адже наслідки європейської боргової кризи відчуються в усьому світі через глибоку інтеграцію європейського ринку капіталу у світову фінансову систему. Питання формування та управління державним борговим портфелем знайшли відображення у працях П. Артюса, Р. Дж. Барро, Ж.-К. Бартелемі, Дж. Булоу, С. Грея, В. Дугласа, Д. Елмендорфа, Дж. Кейнса, Д. Коена, П. Кругмана, Г. Менківа, Д. Рікардо, К. Рогофа, А. Сміта, Дж. Е. Стігліца та П. Харрода.

Значний внесок у дослідження ефективності боргової політики в умовах глобальних фінансових дисбалансів зробили вітчизняні науковці Д. С. Базилевич, О. І. Барановський, Я. В. Белінська, З. С. Варналій, Т. П. Вахненко, А. С. Гальчинський, В. Ю. Дудченко, Я. А. Жаліло, І. Б. Заверха, Н. В. Зражевська, В. В. Козюк, В. А. Комаров, В. В. Лісовенко, В. Я. Майстришин, А. М. Марункевич, А. М. Мних, В. В. Новицький, Я. В. Онищук, О. В. Плотніков, М. Я. Сидорович, О. В. Царук, О. В. Шевченко, В. О. Шевчук, Н. Б. Ярошевич та ін.

Запропонована стаття має на меті оцінити сучасний стан та можливі наслідки європейської боргової кризи для країн з розвинутою і з перехідною економіками.

На фоні поглиблення глобалізаційних процесів, взаємна інтеграція економік набирає все більших обертів. Ці процеси стосуються всіх сфер діяльності економічних агентів, у тому числі і ринків капіталів, де відбувається залучення фінансових ресурсів для забезпечення фінансування внутрішніх потреб держави. У зв'язку з цим більшість країн світу відчують вплив міжнародної фінансової кризи, гостра фаза якої почалася з банкрутства Lehman Brothers 15 вересня 2008 року і завершилася 9 березня 2009 р., коли індекс Доу-Джонса досяг мінімального значення. Як наслідок, порушення кредитних потоків виявилось досить тривалим, аби завдати значного збитку промислово розвиненим країнам, що виявилися в епіцентрі кризи. Серйозну небезпеку для стабільності світової економіки становлять високий (і зростаючий) рівень державної заборгованості і бюджетних дефіцитів, нестійкість банківської системи і надлишку ліквідності, зменшення економічного зростання країн ЄС [5].

Останнім часом найбільш гостро ці кризові явища простежуються у країнах Європейського Союзу, зокрема у Португалії, Ірландії, Італії, Греції та Іспанії (країни «PIIGS») (рис. 1).

Зокрема найвищим рівнем співвідношення державного боргу до ВВП серед країн ЄС станом на початок 2011 р. відзначаються Греція (145 %) і Італія (118,4 %); найбільший дефіцит державного бюджету по відношенню до ВВП має Ірландія (-31,3 %) і Греція (-10,6 %).

При цьому слід зазначити, що 14 із 27 країн-членів ЄС і 12 із 17 країн зони євро перевищують критерії конвергенції за Маастрихтською угодою щодо співвідношення державного боргу до ВВП, а також 19 із 27 і 14 із 17 відповідно за критерієм співвідношення дефіциту державного бюджету до ВВП [6]. Зокрема, саме Німеччина і Франція, які були у числі засновників Європейського Союзу, вперше порушили критерій державного боргу у 2002 і 2003 рр. відповідно, у результаті чого на самміті ЄС у 2005 році ними були ініційовані зміни до раніше укладеного між членами ЄС Пакту стабільності і зростання про незастосування штрафних санкцій при порушенні Маастрихтських критеріїв заради забезпечення економічного зростання [9]. Поміж тим, Бельгія, Греція, Італія та Австрія не досягали граничного значення показника державного боргу і на момент укладання Маастрихтської угоди, не вдалося їм наблизитися до цього критерію конвергенції і в наступному (Австрія відповідала цьому критерію тільки на момент укладання угоди). Греція - єдина країна, яка була залучена до зони «євро» при подвійному недотриманні критеріїв конвергенції (разом із постійним перевищенням тривідсоткового дефіциту бюджету).

Фінансування дефіциту бюджету за рахунок позикових коштів збільшує боргове навантаження на країни ЄС, і, як наслідок, змушує переоцінювати інвесторів свій ризик щодо державних цінних паперів. Так, наприклад, станом на 3 листопада 2011 року дохідність 10 річних облігацій Греції зросла майже удвічі за останні чотири місяці і досягла 31 %, Португалії - 12,1 %, Ірландії - 8,33 %, Італії - 6,24 %, Іспанії - 5,53 % [10].

Разом із дохідністю урядових облігацій зростають також і спреди за суверенними кредитно-дефолтними свопами і, як наслідок, показник ймовірності дефолту за борговими зобов'язаннями (рис. 2) [4].

З економічно розвинутих країн за 2009-2011 рр. цей показник найбільше зріс у Греції (у 15,5 разів), Португалії (у 8,5 разів) та Ірландії (у 5,5 разів), що свідчить про зростання інвестиційного ризику за борговими цінними паперами країн Європейського Союзу (табл. 1). Значно підвищилась і ймовірність дефолту таких країн як Португалія (більш ніж у чотири рази), Бельгія, Ірландія, Данія (у три рази). За оцінками СМА найбільш ймовірний дефолт Греції (90,6 %) та Португалії (61,3 %). Істотно зросла ймовірність дефолту Бельгії, Данії, Словенії, Франції, Італії, Фінляндії, Німеччини, Нідерландів, Іспанії, Австрії, Словаччини, що свідчить про зростання напруги у всьому єврозоні.

При цьому слід зазначити, що співвідношення валових і чистих зобов'язань по CDS за даними DTCC (The Depository Trust & Clearing Corporation) станом на 28.10.2011 р. в середньому склало 1300 % від чистих позицій (1100 % за суверенними облігаціями) і за 2009-2011 рр. збільшилося на 30 % (на 19 % за суверенними облігаціями) (табл. 2) [12].

Водночас рівень спекуляцій для більшості країн ЄС зріс більше ніж на 100 %, що значно зменшує ефективність антикризових заходів «проблемних» країн. Окрім країн «PIIGS» значене зростання спекуляцій характерне також для країн Східної Європи, зокрема Угорщини, Чехії, Польщі, Болгарії, Румунії, Словаччини, а також країн Балтики (рис. 3). Таким чином, за відсутності боргових проблем у згаданих країн загалом відчувається значний негативний вплив фінансових труднощів західних сусідів.

Отже, перманентне перевищення критеріїв конвергенції країн ЄС і, зокрема, «зони євро», призведе до низки негативних наслідків як для самих членів європейської спільноти, так і для всього світу, оскільки за роки свого існування євро став гідним конкурентом долару і ієні на світових фінансових ринках, зайнявши місце другої резервної валюти (до 26 % на кінець 2010 року), а Європейський центральний банк перетворився на другий найбільший у світі Центробанк, що має в своєму розпорядженні значні золотовалютні резерви (з урахуванням резервів євросистеми більше 700 млрд. євро) і кращу репутацію у сфері протистояння інфляції [5, 7, 9]:

1. Поточні боргові проблеми призводять до зниження темпів зростання в Європі. Через важкий борговий тягар країни ЄС будуть вимушені скорочувати дефіцити бюджетів, а комерційні банки внаслідок фінансових втрат знижують обсяги міжбанківського кредитування, що також не сприятиме економічному піднесенню. Звертаючи увагу на те, що Європа є ринком збуту для приблизно чверті об'єму загальносвітового експорту, можна очікувати уповільнення зростання світового ВВП (табл. 3) [8, 11] і, як наслідок, зниження цін на сировинні матеріали;

2. Європейська боргова криза, і, зокрема, ймовірний дефолт Греції (ймовірність дефолту складає до 90 %) обертається подальшим знеціненням євро, через що знижується конкурентоспроможність експортоорієнтованих країн на Європейському ринку, зокрема, найбільших втрат зазнають країни БРІК (табл. 4) [11]. У той же час зниження курсу євро зменшить витрати споживачів і компаній, що імпортують товари з Європи.

3. Утримуючи на низькому рівні процентні ставки в європейських країнах, криза може сприяти перетканню капіталів на ринки держав з перехідною ринковою економікою. Цей капітал може розглядатися як джерело прямих іноземних інвестицій, проте в умовах фінансової нестабільності, як правило, він має спекулятивний характер. З іншого боку, збільшення процентних ставок за міжнародними суверенними облігаціями стимулює загальне підвищення відсоткових ставок у країні, оскільки зростає вартість залученого капіталу для корпоративного сектора.

4. Криза надзвичайно підсилить волатильність фінансових ринків. Так протягом 2011 року спостерігається зниження фондових індексів у всьому світі. Зокрема, найбільшого «падіння» станом на 17 жовтня 2011 року зазнали ринки України, Греції, Австрії, Люксембургу, Фінляндії, Данії, Чехії, Аргентини, Бразилії (більше 20 %) (табл. 5), а також акції транснаціональних фінансово-кредитних установ Commerzbank, Bank of America Corp, Societe Generale SA, Morgan Stanley, Citigroup, Unicredit SpA, Lloyds TSB, Credit Agricole SA (більше 50 %) [2]. В умовах невирішення боргових проблем ЄС падіння ринків продовжиться. Окрім того, індекс VIX, за допомогою якого визначаються витрати на хеджування проти волатильності курсів акцій, за останні два місяці збільшився удвічі. Це веде до підвищення рівня і волатильності спредів на облігації країн з економікою, що розвивається, а також до посилення коливань валютних курсів у різних країнах світу [5];

5. Кризові явища спричинили значне підвищення ціни на золото – до позначки 1790 дол. США за унцію станом на 7 листопада 2011 р. (рис. 4) [1], – що пояснюється постійно зростаючим попитом з метою мінімізації інвестиційних ризиків;

6. Криза ускладнює фінансове становище як емітентів, так і інвесторів у єврооблігації. Зокрема міжнародними рейтинговими агентствами переглядаються кредитні рейтинги у бік зниження більшості країн ЄС, а також банків, що є держателями значних обсягів єврооблігацій. Зокрема, протягом жовтня 2011 року було переглянуто рейтинги найбільших фінансово-кредитних установ Греції (National Bank of Greece, EFG Eurobank Ergasias SA, Alpha Bank AE, Piraeus Bank, Emporiki Bank of Greece, General Bank of Greece), Португалії (Millennium bcp, BES, Banco BPI), Іспанії (Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)), Італії (Intesa Sanpaolo, UniCredit), Швейцарії (UBS, Credit Suisse Group AG), Великобританії (Lloyds Banking Group PLC, Royal Bank of Scotland, Barclays, HSBC), Франції (BNP Paribas SA, Societe Generale SA, Credit Agricole SA), Німеччини (Deutsche Bank AG), США (Morgan Stanley, Goldman Sachs Group Inc., Bank of America Corp), Угорщини (МКБ Bank Rt);

7. При подоланні наслідків кризи задля забезпечення стабільності європейської валюти Європейський центральний банк та центральні банки країн єврозони втратять частину золотовалютних резервів, зокрема через придбання «проблемних» облігацій та створення стабілізаційного фонду. Водночас, враховуючи поступки країнам «PIIGS» у рефінансуванні та реструктуризації і/або списанні частини заборгованості, тягар кризи перекладається на платників податків інших країн;

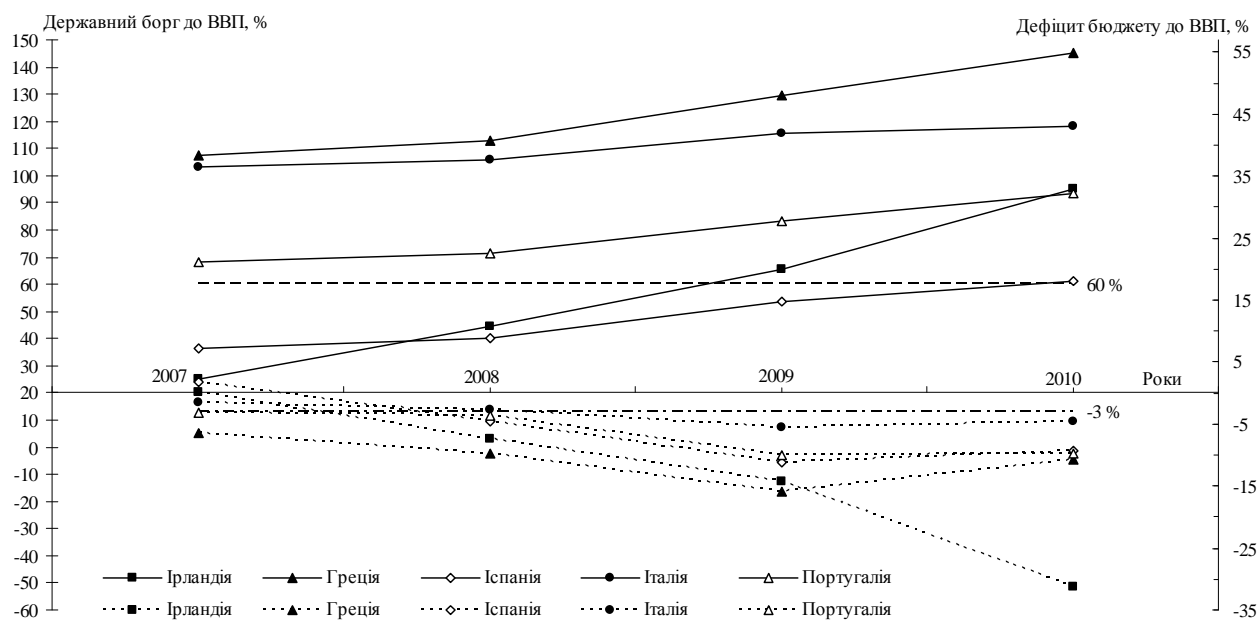


Рис 1. Показники державного боргу та дефіциту бюджету до ВВП для країн «PIIGS» за 2007-2010 рр., % [11].

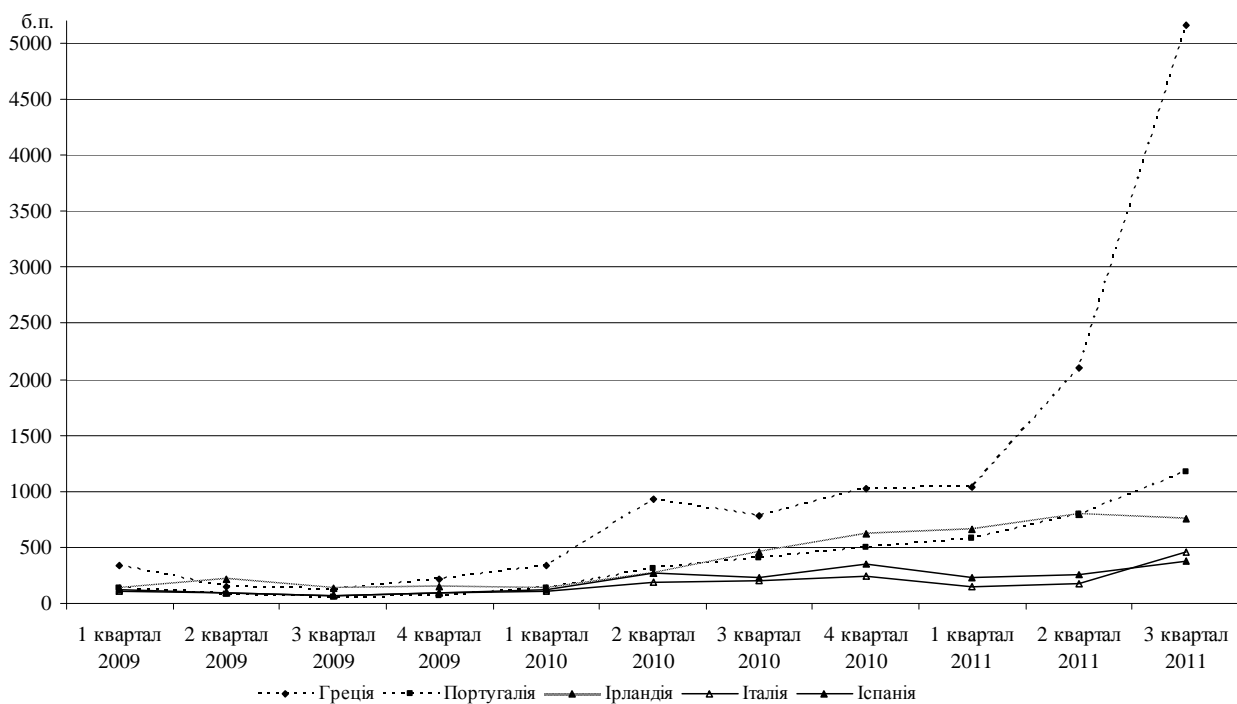


Рис 2. Динаміка спредів за суверенними кредитно-дефолтними свопами (CDS) країн «PIIGS» за 2009-2011 рр., б. п.*

* Складено за даними міжнародного аналітичного агентства Credit Market Analysis Limited (CMA) – CME Group Company

Таблиця 1. Показники спредів за суверенними кредитно-дефолтними свопами (CDS) та ймовірності дефолту (CPD) країн Європейського Союзу за 2009-2011 рр. (станом на кінець третього кварталу 2011 р.)

Re*	R	Країна	CPD (%)	CDS, б. п.	Темп приросту CDS, %	Темп приросту CPD, %
1	1	Греція	90,6	5156,92	1435	257
2	2	Португалія	61,3	1165,42	735	424
3	7	Ірландія	46,2	754,39	441	295
4	9	Угорщина	30,7	501,35	176	152
5	12	Хорватія	29,7	484,91	156	134
6	8	Італія	33,3	453,1	299	247
4	17	Румунія	26,2	420,19	110	97
8	20	Болгарія	24,4	384,03	99	88
10	14	Іспанія	28,2	372,67	222	188
7	24	Литва	20,2	312,53	36	35
13	23	Латвія	20,2	312,43	-15	-11
12	19	Ісландія	24,6	295,4	-24	6
9	30	Польща	18,1	277,72	188	170
14	31	Туреччина	18,0	274,99	62	57
15	32	Словенія	17,7	270,56	377	254
16	22	Бельгія	20,3	255,11	358	314
11	37	Словаччина	15,8	239,09	281	187
17	41	Франція	14,6	175,93	274	248
18	42	Австрія	13,5	160,31	190	176
19	52	Естонія	10,2	150,9	65	62
21	54	Чехія	10,1	148,2	116	110
22	50	Данія	11,8	140,73	315	293
20	55	Німеччина	9,0	105,69	234	221
23	56	Нідерланди	9,0	104,93	207	200
24	62	Великобританія	7,8	90,13	17	16
25	64	Фінляндія	6,8	79,14	244	224
26	65	Швейцарія	6,2	70,9	88	82
27	66	Швеція	5,1	59,4	78	70
28	68	Норвегія	4,4	50,25	190	175

*R та Re – місце у загальному рейтингу суверенних кредитних ризиків та рейтингу країн Європейського союзу (за показником CPD – кумулятивною ймовірністю дефолту), що складається міжнародним аналітичним агентством Credit Market Analysis Limited (CMA) – CME Group Company.

Таблиця 2. Країни Європейського Союзу, зобов'язання яких лягли в основу контрактів CDS за рівнем співвідношення номінальної вартості відкритих позицій по CDS та обсягу базових активів станом на 07.11.2008 і 28.10.2011 рр., млрд. дол. США*

Дата	07.11.2008			28.10.2011		
	Валові зобов'язання (Gross Notional)	Чисті зобов'язання (Net Notional)	Валові/чисті зобов'язання	Валові зобов'язання (Gross Notional)	Чисті зобов'язання (Net Notional)	Валові/чисті зобов'язання
Греція	35,14	7,51	4,68	74,42	3,70	20,10
Угорщина	33,57	4,55	7,37	66,06	2,51	26,37
Хорватія	4,23	0,72	5,91	8,94	0,49	18,13
Ірландія	17,01	4,59	3,70	42,72	3,93	10,88
Чехія	4,73	1,11	4,26	11,21	0,90	12,45
Польща	16,75	2,16	7,76	39,18	1,93	20,33
Португалія	24,80	5,10	4,86	68,18	5,59	12,20
Болгарія	15,84	1,69	9,36	19,75	0,84	23,38
Румунія	11,97	1,68	7,12	17,98	1,04	17,21
Іспанія	62,76	14,31	4,39	169,74	16,93	10,02
Латвія	6,37	0,93	6,82	9,33	0,60	15,50
Словаччина	5,39	1,02	5,26	10,34	0,86	11,97
Литва	3,25	0,72	4,53	6,41	0,62	10,30
Італія	151,15	16,94	8,92	306,62	21,20	14,46
Разом суверенні CDS	1 569,45	168,96	9,29	2 687,58	242,52	11,08
Разом CDS	15 411,04	1 555,68	9,91	15 595,00	1 189,15	13,11

*Розраховано за даними DTTC – The Depository Trust & Clearing Corporation

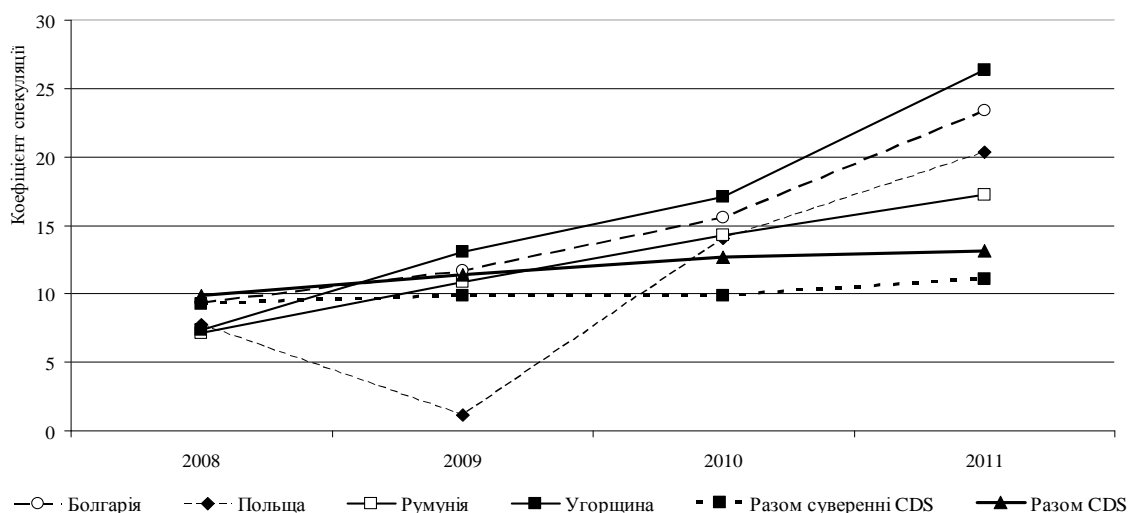


Рис. 3. Рівень співвідношення номінальної вартості відкритих позицій по CDS та обсягу базових активів деяких країн ЄС за 2008-2011 рр.*

*Розраховано за даними DTTC - The Depository Trust & Clearing Corporation

Таблиця 3. Динаміка ВВП Європи та світу протягом 2007-2012 рр., %

Країна (блок країн)	Рік					
	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Світ	5,4	2,8	-0,7	5,1	4,0	4,0
ЄС (27 країн)	3,1	0,5	-4,3	1,9	1,8	1,9
Євро зона (17 країн)	3	0,4	-4,2	1,8	1,6	1,8
Німеччина	3,3	1,1	-5,1	3,7	2,6	1,9
Франція	2,3	-0,1	-2,7	1,5	1,8	2
Італія	1,7	-1,2	-5,1	1,5	1	1,3
Великобританія	3,5	-1,1	-4,4	1,8	1,7	2,1

*Прогноз. Складено за даними МВФ та Євростату

Таблиця 4. Частка імпорту окремих країн світу до «зони євро» протягом 2007-2010 рр., %*

Країна	Рік			
	2007	2008	2009	2010
Єврозона	100	100	100	100
Китай	11,6	11,5	12,5	13,5
Великобританія	11,3	10,2	10,1	9,6
США	8,8	8,5	9,2	8,3
Росія	6,9	7,6	6,7	7,2
Японія	4	3,5	3,5	3,3
Бразилія	1,9	1,9	1,7	1,8
Індія	1,3	1,3	1,5	1,6

*Складено за даними Євростату

Таблиця 5. Динаміка падіння фондових ринків окремих країн світу протягом 2011 року, % (станом на 17 жовтня 2011 р.)*

Країна	США	Великобританія	Іспанія	Ірландія	Португалія	Китай	Німеччина	Японія	Франція	Індія	Росія	Італія	Бразилія	Фінляндія	Австрія	Греція	Україна
Зміни, %	2,6	7,3	8,9	9,7	12,6	13,4	13,7	14,4	15,4	16,7	17,7	19,2	20,6	26,1	27,2	45,1	46,9

*Складено за даними Bespoke Investment Group



Рис. 4. Динаміка цін на золото протягом 2007-2011 рр., дол. США за трійську унцію (за даними goldprice.org)

8. Країни, що приєдналися до Євросоюзу у 2004, 2007 році, зокрема Болгарія, Латвія, Литва, Польща та Румунія, у зв'язку із розвитком європейської боргової кризи не будуть готові в найближчому майбутньому увійти до «зони євро». При цьому країни, чії національні валюти прив'язані до євро і мають фіксований курс (Болгарія, Латвія та Литва), зазнають більших фінансових втрат порівняно з країнами, що дотримуються плаваючого курсу національної валюти (Угорщина, Польща, Румунія і Чехія);

9. Послаблення євро знижує купівельну спроможність європейських туристів і цінність грошових переказів, які заробітчани відправляють з Європи на батьківщину;

10. Нездатність стримати кризу збільшує ризики у зв'язку з державною заборгованістю інших промислово розвинених країн, а також, що неминуче, і вразливих держав з перехідною економікою.

Таким чином досвід європейської боргової кризи свідчить підтвердженням того факту, що неконтрольоване зростання дефіциту бюджету, державного боргу, фіксована прив'язка обмінного курсу до іноземної валюти у поєднанні з необмеженим рухом капіталів призведе до небезпечних наслідків. Слід зазначити, що певною мірою до розвитку європейської боргової кризи причетні і Франція з Німеччиною, що ініціювали у 2005 році запровадження змін до Пакту стабільності і зростання.

Європейська боргова криза суттєво вплине на світові фінансово-економічні відносини, змінивши інтенсивність та, певною мірою, структуру торгівлі товарами та послугами, а також потоків капіталу, буде стимулювати інвесторів переоцінювати системні ризики та пришвидшувати зростання ринку кредитних деривативів.

Список літератури

1. База даних щодо цін на золото [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.goldprice.org/spot-gold.html>.
2. Документи міжнародної інвестиційної компанії Bespoke Investment Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bespokeinvest.com>.
3. Документи Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.worldbank.org>.
4. Звіти міжнародного аналітичного агентства CME Group [Електронний ресурс] : / Global Sovereign Credit Risk Report. – Режим доступу : <http://www.cmavision.com/media-centre/>

view/.

5. Кризис Евро, или Потерянная парадигма [Електронний ресурс] / [Ури Дадуш, Сергей Алексашенко, Шимелс Али и др.] ; под ред. Ури Дадуша. – Режим доступу : http://carnegieendowment.org/files/Carnegie_Euro_Crisis_rus1.pdf.
6. Маастрихтська угода : Договір про створення Європейської економічної спільноти – 7 лютого 1992 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eurotreaties.com/maastrichttext.html>.
7. Марункевич Андрій. Сучасні боргові проблеми економічно розвинутих країн [Текст] / Андрій Марункевич, Марія Сидорова // Світ фінансів. – 2010. – № 4. – С. 219-228.
8. Світовий економічний огляд: робочий документ – вересень 2011 р. [Електронний ресурс] : / Міжнародний валютний фонд. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/update/02/pdf/0911.pdf>.
9. Сидорова, Е. А. Пакт стабільності і роста и бюджет Євросоюзу: что впереди? [Текст] / Е. А. Сидорова // Экономические стратегии. – 2010. – № 6. – С. 103-109.
10. Статистична база даних електронної версії журналу «Financial Times» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://markets.ft.com/RESEARCH/Markets/Government-Bond-Spreads>.
11. Статистична база даних європейської комісії «Євростат» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.
12. Статистична база даних з кредитних деривативів DTTC [Електронний ресурс] : / The Depository Trust & Clearing Corporation. – Trade Information Warehouse Data (Section I). – Table 6: Top 1000 Reference Entities (Gross and Net Notional). – Режим доступу : http://www.dtcc.com/products/derivserv/data_table_i.php.

РЕЗЮМЕ

Крайников Игорь

Состояние и последствия европейского долгового кризиса

В статье определены релевантные долговые индикаторы, проанализирована динамика европейского долгового кризиса и «кризиса Евро», определено их влияние на мировые экономические процессы. Охарактеризованы возможные последствия европейского долгового кризиса для финансовых систем стран с развитой и с переходной экономиками.

RESUME

Krainikov Igor

Status and implications of European debt crisis

The relevant indicators of debt loading and economic consequences of the European debt crisis and «crisis of Euro» are analysed in the article.

Стаття надійшла до редакції 10.04.2012 р.