

*Резнікова Н.В.\**

## **ЄВРОЗОНА В СИСТЕМІ ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ: АСПЕКТИ КРИЗОВОГО РОЗВИТКУ**

Перше десятиліття XXI століття ознаменувалось глобальними фінансовими потрясіннями, що зачепили як розвинені країни світу, так і країни, що розвиваються. Більше того, десята річниця запровадження євро збіглась в часі зі зміною статусу Європи з полюсу стабільності для глобальної економіки на регіон наростаючих глобальних дисбалансів.

Беручи до уваги, що ЄС не є повноцінним політичним союзом, слід констатувати відсутність так званого «країнового» забезпечення євро, що виключає підтримку валюти з боку окремої єдиної держави. Все це актуалізує питання вивчення можливостей подальшого впливу розвитку євროзони на перспективи відновлення глобальної економіки.

Специфічні питання функціонування світової валютно-фінансової системи у взаємозв'язку із актуальними проблемами національних економік знаходились в ракурсі наукових інтересів багатьох зарубіжних дослідників. Серед них Б. Айхенгрін, Ф. Бергстен, П. Кенен, П. Кругман, Д. Кейн, Р. Мандел, А. Поусен, Дж. Пісані-Фері, С. Фішер, Дж. Франкель. Вітчизняні вчені І. Бураковський, А. Гальчинський, З. Луцишин, В. Мазуренко, О. Рогач, А. Румянцев, А. Філіпенко, О. Шнирков не оминули в своєму теоретичному доборку дослідження проблем перебудови світової валютної системи.

Витоки нової кризи, на думку провідних аналітиків, варто шукати не в США, а в Європейському Союзі. Нинішня економічна криза сильно вдарила по всіх європейських країнах, але найбільше - по Греції, Португалії, Ірландії, Іспанії, Італії. Впровадження євро автоматично гарантувало приріст довіри до слабкіших економік поширенням низьких процентних ставок по євроні. Втім, все частіше лунають голоси про те, що зона євро за існуючих реалій та інституційної недосконалої масштабно не дотримується бажаної фінансової дисципліни, що ставить під сумнів подальшу її життєздатність і вимагає більш глибокого дослідження проблем її функціонування на тлі ризику розгортання нового витка кризи.

Коріння проблеми сягає самого Пакту стабільності та зростання (ПСЗ)<sup>1</sup>. Нині він сприймається суперечливим і нереалізовуваним силоміць через відсутність дієвих механізмів перегляду засад національного суверенітету країн-членів. Прикметно, що з часу функціонування Європейського валютного союзу (ЄВС) офіційна політична лінія визначала ПСЗ як інституційний механізм, котрий ідеально відповідає забезпеченню фіскаль-

<sup>1</sup> Пакт стабільності і зростання (англ. Stability and Growth Pact, SGP) - угода між державами ЄС, що стосується податкової і бюджетної політик. Пакт заснований на статтях 99 і 104 Угоди про утворення Європейського співтовариства (з поправками, прийнятими у 1993 році у Маастрихті) і пов'язаних з ними рішеннях. Він передбачає контроль над податковою політикою і санкції (після декількох попереджень) до країн-порушників. Підписаний у 1997 році. Критерії, які зобов'язані дотримувати члени Євросоюзу, такі: річний дефіцит бюджету - не більше 3 % ВВП; національний борг - менше 60 % ВВП або наближається до цієї величини.

\* кандидат економічних наук, доцент кафедри світового господарства та міжнародних економічних відносин Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

ної дисципліни і координації у межах ЄМС. Проте лише спроба Греції звернутися за допомогою до МВФ засвідчила вразливість всієї зони євро перед ризиком розгортання кризи системного боргу.

Нобелівський лауреат П. Кругман це пояснює тим, що валютний союз сам по собі не може функціонувати без достатнього рівня фінансової конвергенції та ще й за відсутності високого ступеня економічної інтеграції [1]. Крім того, єврозона не здатна стимулювати фінансову дисципліну. Навпаки, створення ЄВС знизило і пом'якшило стимули, усуваючи ризик обмінного курсу на рівні окремих країн. Водночас схема страхування «неявного порятунку» ініціювала тенденцію зниження премії за ризик по кредитах і спредах прибутковості облігацій. Така конвергенція процентної ставки базується, в основному, на м'яких бюджетних обмеженнях і явно конфліктує з тим, що країни-засновники зони євро мали на увазі.

Через відсутність дієвих стимулів управління нежиттєздатним фінансовим дефіцитом та накопичення державного боргу окремими країнами ЄС є передбачуваним результатом. Більше того, така стратегія виявилася раціональною для ринків, які розраховували на допомогу з боку Співтовариства у разі виникнення відчутних проблем в окремих його країнах.

Отже, чи не головною проблемою єврозони стає сприйняття ринками проблем не окремих країн-членів, а ризиків загальної стабільності ЄВС. Відомий фахівець Д. Грос акцентує: шойно ринки відреагували на безвідповідальну податкову політику та падіння продуктивності праці в окремих країнах ЄС, як механізм «пасивної» фіскальної інтеграції запустив значні трансфери – хоча й через кредити і відповідні вимоги – слабкішим країнам, що виявилось єдиним виходом утримання єврозони від розпаду [2].

То ж спроба якісної комунітаризації політик у межах ЄС є досить проблематичною на фоні поглиблення інтеграції та подальшої гармонізації національних політик у галузі макроекономічного управління. Так, конкретні рішення щодо державної допомоги або націоналізації компаній приймалися суто на національному рівні, а вже пізніше узгоджувались з інститутами Євросоюзу. Така позиція вкотре підтверджує тезу британця А. Мілворда про стимули інтеграції у межах ЄС, а саме: провідне місце посідає прагнення утримати своє центральне положення в існуючому світопорядку, але ж ніяк не впевненість у її позитивному результаті у довгостроковій перспективі [3].

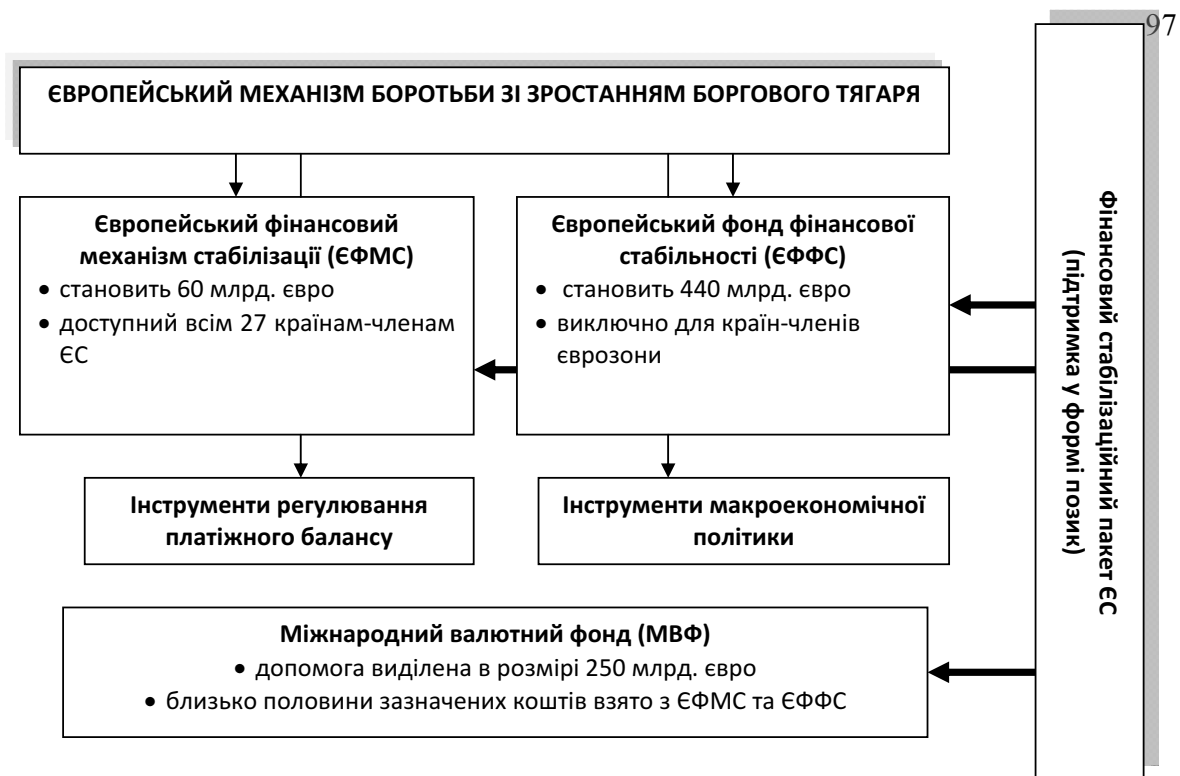
Суверенна проблема боргу Єврозони, яка виникла наприкінці 2009 року, сприяла чіткому усвідомленню того факту, що світова фінансова криза та економічний спад не лише не закінчилися, але й набудуть свого подальшого розвитку. Прийняте на початку травня 2010 року європейськими лідерами рішення про створення фінансового механізму стійкості, що передбачав дотримання зобов'язань з забезпечення ліквідності близько \$ 1 трлн., стало потужним сигналом для ринку і допомогло на нетривалий проміжок часу нормалізувати ситуацію на ринку європейських державних облігацій.

Але чимало експертів наполягають на ризику розгортання банківської кризи єврозони. Так, ситуація набуває загрозливих масштабів у французькій банківській системі, яка стала заручницею проблемних країн ЄС, які заборгували їй понад 800 млрд. євро, половина яких знаходиться на від'ємному сальдо провідних банків Франції. Близько 20% європейських банків уже потребують своєчасної рекапіталізації, проте пошук відповідних інвесторів ризикує стати тривалим. Серед країн, чий банки частково не пройшли так звані стрес-тести станом на вересень 2011 року – Іспанія (7 банків), Німеччина (1 банк), Італія (1 банк), а також фінансові установи Греції, Португалії, Кіпру та Словаччини. Це автоматично ризикує перетворити Європейський Союз у центр глобальної кризи та в аутсайдера

процесу глобального похвалення. Вразливість його й без того хитких фінансових ринків підсилюється необхідністю розв'язання внутрішніх проблем.

Складовими європейського механізму боротьби зі зростанням боргового тягаря і кризою ліквідності виступають Європейський фонд фінансової стабільності (ЄФФС), Європейський фінансовий механізм стабілізації (ЄФМС), інструменти регулювання платіжного балансу та інструменти макроекономічної підтримки (Рис.1).

Прикметно, що функціонування ЄФФС та ЄФМС обмежується трирічним терміном, тоді як імплементація решти стабілізаційних інструментів стосується не всіх держав-членів ЄС, а лише країн поза зоною євро. У цьому зв'язку виникає питання найближчого майбутнього: як програма регулювання кризи бачить подальше функціонування Європейського фонду фінансової стабільності і Європейського фінансового механізму стабілізації після трирічного періоду? У дещо вужчому аспекті проблематика обмежується пошуком найоптимальнішого режиму державного управління після закінчення терміну дії пакету рятувальних заходів.



**Рис. 1.** Структура фінансового стабілізаційного пакету ЄС

Джерело: розроблено автором.

Не виникає сумнівів, що будь-який новий механізм повинен містити: чіткі правила процедури прийняття рішень; фінансування, кредитні вимоги, моніторинг, акумулювання ресурсів; за необхідністю, визначення повноважень щодо сприяння запозиченню й кредитуванню діяльності як у виняткових випадках, так й з метою сприяння впорядкованому врегулюванню проблем суверенного боргу й приватних боргів великих фінансових установ.

Отже, транспарентність прийняття стабілізаційних заходів та їхня своєчасність стали б відповіддю на закиди окремих західних науковців, серед яких А. Алесіна та С. Ардагна, щодо недосконалості інституційного каркасу єврозони та відсутність в ній необхідної фінансової дисципліни [4].

Неоднозначну реакцію викликав сам факт створення Суверенного фонду ЄС з точки зору повернення довіри інвесторів до тих країн співдружності, які найбільше постраждали під час кризи 2008-2010 років і мають істотні боргові зобов'язання. Суверенний фонд єврозони у 440 млрд. євро виступить кредитором першої інстанції, допомагаючи країнам фінансувати або рефінансувати свої боргові зобов'язання шляхом участі в аукціонах, які ці країни будуть організовувати з метою продажу нових боргових паперів для погашення попередніх зобов'язань. Це значить, що приватні інвестори відіграватимуть роль кредиторів другого порядку, а, отже, їхні ризики - у площині повернення боргів у випадку загострення кризових проявів у економічно постраждалих країнах ЄС.

Європейський суверенний фонд, у функції якого за відсутності адекватного попиту з боку приватних інвесторів на європейські боргові цінні папери входить купівля останніх, не вирішить проблеми відтоку приватного/портфельного капіталу з боргового ринку ЄС. Однак, інституційні важелі вирішення європейських економічних проблем на кшталт створення Спільного боргового ринку, Спільного європейського уряду або Спільного Міністерства фінансів не розглядаються як альтернатива фінансовим інтервенціям.

Дещо відмінний варіант інтерпретації проблеми демонструє американський економіст Т. Майер [5]. Він зазначає, що зона євро не може перетворитися в політичному і економічному аспектах у міцну основу для врегулювання криз за допомогою негнучкої програми боротьби з кризою і без будь-яких інструментів, які допомогли б упоратися з суверенним боргом у країнах єврозони. Зокрема, автор наполягає на необхідності переходу до нового європейського інтеграційного етапу - створення політичного союзу.

З огляду на емпіричність будь-яких теорій, вчені Ч.Алчіді, П. Гров, Д. Грос та Й. Ох запропонували багатоваріантний підхід до моделювання можливих сценаріїв майбутнього єврозони, серед яких – різні варіанти оптимістичного й песимістичний варіант розвитку подій [6] (Табл.1).

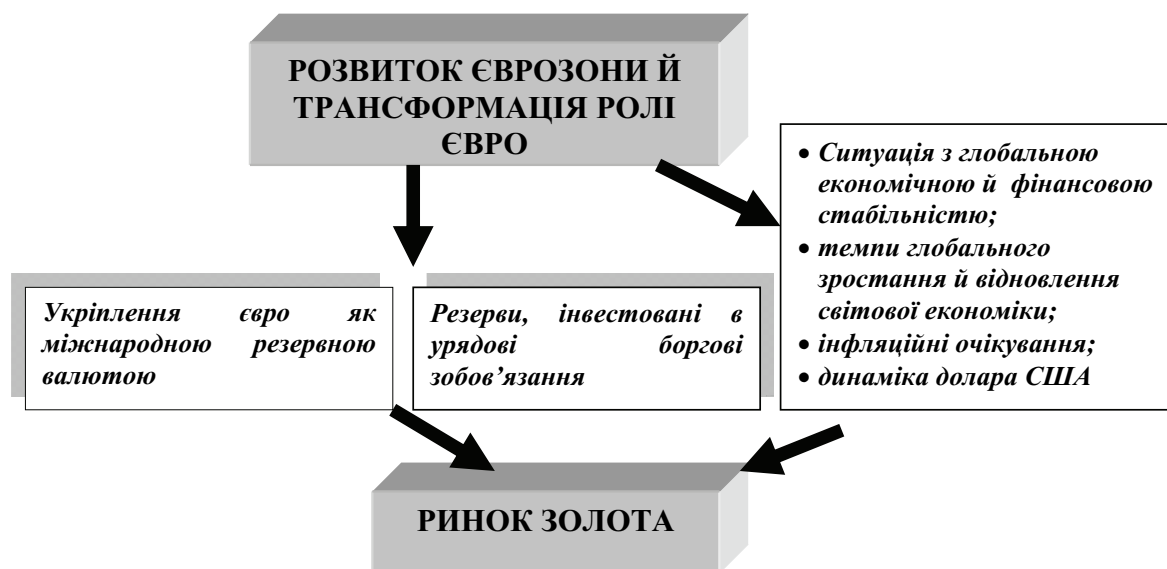
Беручи до уваги резонансність коливань євровалюти, варто врахувати вплив різних сценаріїв розвитку єврозони не лише на решту країн глобалізованого світу, але й на ринок золота, що став заручником глобальної валютної нестабільності. Попри поширену думку про чутливість ринку золота до показників зростання передусім Азійського регіону, інфляції, глобальної грошової маси та обмінного курсу долара США, існує ризик неврахування фактору торговельних зв'язків, ефекту доміно та політики центральних банків, що робить припущення про нейтральність впливу майбутнього єврозони на ринок золота надто амбітним.

**Таблиця 1**  
**Сценарії майбутнього Єврозони**

Назва сценарію	Опис сценарію розвитку подій
<i>Оптимістичний сценарій</i>	моделює ситуацію, за якою фінансові проблеми єврозони будуть вирішені у стислі терміни
<i>Сценарій плутанини</i>	описує сценарій, за якого єврозона переживає помірне відновлення. Втім, макроекономічні проблеми залишаються, що вимагає чималих зусиль для подолання структурної слабкості економік зони
<i>Сценарій «подвійного спаду»</i>	пояснює ситуацію початку нового спаду.
<i>Сценарій «кінця світу»</i>	моделює події, за якими єврозона фактично розпадається

Джерело: Alcidi C., Grauwe P., Gros D., Oh Y. *The Future of the Eurozone and Gold* [Електронний ресурс]. - 2010. - Режим доступу: <http://www.ceps.eu>

Дійсно, ціноутворення на золото як глобальний актив залежить від безлічі факторів. Серед них - темпи зростання різних регіонів, ситуація з глобальною ліквідністю і курс долара США. Слід також пам'ятати, що не вщухають розмови про так звану «незабезпеченість долара». Популяризатори цієї теми справедливо наводять всілякі оцінки забезпеченості американського долара національним багатством США – від «менше 45%» до «9-10%». При цьому ігнорується те, що долар США забезпечений національним багатством не в традиційному розумінні, а створюваними ними новими технологічними принципами, які в умовах глобалізації і розглядаються як головне національне багатство. І, на відміну від товару, що лише продається, головна їхня відмінність полягає в тому, що вони (принципи) «прив'язують» економіки всіх країн світу до американської, забезпечуючи залежність останніх вже не на фінансовому, а на більш фундаментальному, технологічному рівні.



**Рис.2.** Взаємозв'язок між золотом, євро і глобальною економікою

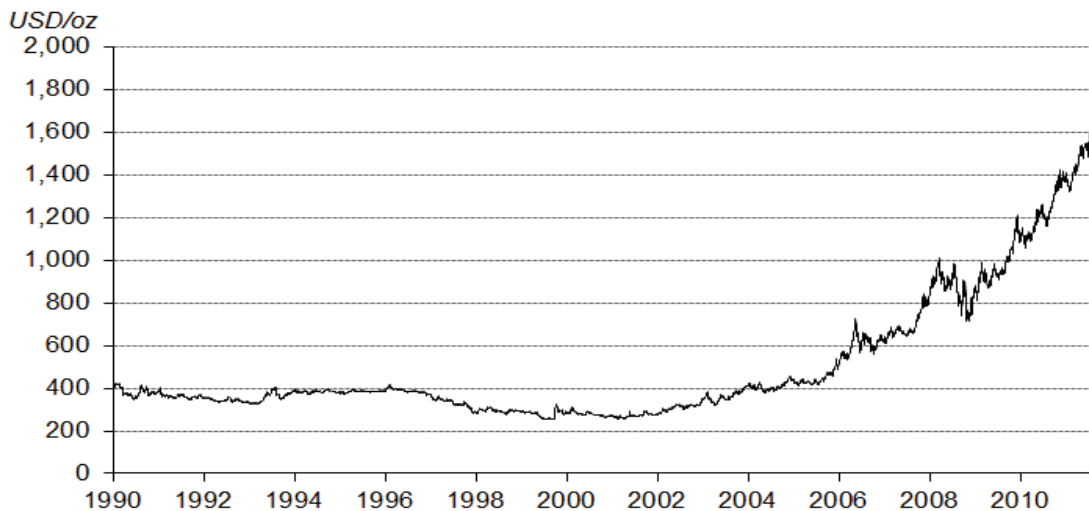
Джерело: Alcidi C., Grauwe P., Gros D., Oh Y. *The Future of the Eurozone and Gold* [Електронний ресурс]. - 2010. - Режим доступу: // <http://www.ceps.eu>

Слід звернути увагу ось на що: реальною проблемою США є їхня залежність від приливу капіталу, яким покривається колосальний і впевнено наростаючий зовнішньоторговельний дефіцит, а проблема країн єврозони – у так званій фінансовій фрагментації. Припущення про взаємопов'язаність розвитку валютної і фінансової інтеграційних складових в частині їхнього паралельного й рівнозначного трансформаційного зрушення, виявилось надто амбіційним. Стало зрозуміло, що валютний союз не забезпечив повної інтеграції фінансових ринків, а проблема поєднання валютної централізації зі структурно-фінансовою децентралізацією стала одним з обмежувальних факторів зростання міжнародної ролі євро.

На думку О. Булкот, ще один вагомий фактор полягає у конкуренції між євро та долларом США на фінансовому ринку за відвоювання позицій валюти приватних заощаджень та інвестицій [7]. Зауважимо, що розрив між операціями у цих валютах за зазначеними показниками є незначним. Звідси логічно постає запитання: якщо ринкові переваги змістились, як це сталося на міжнародному ринку облігацій, то чому це не може поширитись й на інші ринки? Здавалося б, дія таких фундаментальних факторів, як уповільнення економічного зростання в США та втрата державної кредитоспроможності мала б сприяти зростанню популярності євро при виконанні нею різних функцій міжнародних грошей. Проте, цього не сталося.



Стосовно ролі євро як валюти розрахунків із зовнішньоторговельних операцій, то тут зберігається загальносвітова тенденція – розрахунки за товари традиційно здійснюються у доларах США. А ось золото, незважаючи на втрату ним основних грошових функцій і виключення його з міжнародних розрахунків, продовжує мати значний попит як найліквідніший засіб збереження накопиченого капіталу [8, с.96]. Більше сорока років тривають дискусії щодо статусу золота у світових господарських відносинах з періодичною постановкою питання про часткове відновлення його монетарної ролі. Оскільки попит на золото формується під впливом різних факторів, чутливих до макроекономічної ситуації у різних регіонах, динаміку його ціни важко передбачити (Рис.3).



**Рис. 3** Динаміка ціни на золото у доларах США за унцію (1990-2011)

Джерело: <http://www.gold.org/investment/statistics/>

Суверенна боргова криза в єврозоні викликала багато невизначеностей щодо майбутнього зони і євро. Звичайно, ступінь цієї невизначеності залежить від інституційної вразливості ЄС. Зрозуміло, навряд чи відбудуться глибокі інституційні реформи вже у короткостроковій перспективі.

Вважаємо за доцільне виокремити п'ять основних чинників, які визначають можливі сценарії впливу валютного чинника на макроекономічну стабільність: 1) вирішальний вплив розвитку фінансових ринків на майбутнє єврозони; 2) зовнішній попит; 3) вплив динаміки обмінного курсу на ступінь економічного відновлення країн єврозони; 4) фінансовий чинник; 5) роль кредитно-грошової політики як інструмента підвищення довіри ринку і мінімізації довгострокових ризиків.

Враховуючи ситуацію на фінансових ринках, обмінний курс міг би відігравати важливу роль як джерело зростання, принаймні для деяких країн єврозони. Утім, немає одностайності щодо факторів, які у змозі пояснити систематичний розвиток експорту єврозони. Немає єдиної думки про роль номінального обмінного курсу і немає оцінки еластичності експорту щодо обмінного курсу. А значне падіння номінального обмінного курсу та коригування з точки зору конкурентоспроможності дали б змогу країнам єврозони скористатися зростаючим попитом на експорт.

За оптимістичним сценарієм, відновлення єврозони сприятиме зростанню у глобальному масштабі шляхом відновлення довіри ринку і суттєвого поліпшення споживчого попиту. Це, в свою чергу, стимулюватиме промисловий попит на золото та, зокрема, актуалізуватиме ювелірний чинник, але, водночас, стабільність євро, як наслідок подолання структурних проблем всередині об'єднання, дещо знизить привабливість золота як ін-

вестиційного активу. У результаті, попит на іноземні резерви може збільшитися, а євро матиме всі шанси зміцнитись по відношенню до долара США.

Таблиця 2  
Сценарії розвитку єврозони та їхній вплив на ринок золота й валют [6]

Назва сценарію	Реакція глобальних фінансових ринків	Вплив на зростання світової економіки	Показники глобальної інфляції	Вплив на курс \$ США	Співвідношення резервних валют	Вплив на ринок золота
<b>Оптимістичний сценарій</b>	Позитивна	Позитивний	Неістотне зростання	Слабкий доллар	Більше євро	Стійкий попит (промисловий та ювелірний); менш істотний інвестиційний попит
<b>Сценарій плутанини</b>	Неістотна, проте здебільшого позитивна	Несуттєвий	Мінімум корекції	Багатояриантність впливу	Несуттєві зміни	Несуттєва корекція як з боку промислового та ювелірного попиту, так й з боку інвестиційних потреб
<b>Сценарій «подвійного спаду»</b>	Неістотна, проте здебільшого негативна	Несуттєвий	Мінімум корекції	Стійкий доллар	Несуттєві зміни	Сильніший інвестиційний попит; промисловий попит без змін
<b>Сценарій «кінця світу»</b>	Негативна, з ризиком розгортання глобальної кризи	Негативний	Неістотне падіння	Стійкий доллар	Зменшення євро	Істотне зростання попиту з боку інвесторів; зменшення ювелірного попиту

За сценарієм плутанини, є невелика ймовірність, що потрясіння на фінансових ринках Південної Європи викличуть глобальний економічний спад. Очевидно, що темпи зростання світової економіки, які спостерігалися до 2008 року, не відновляться протягом найближчих двох років, а це, у свою чергу, істотно не вплине на масштаби промислового використання золота.

Загальне падіння темпів економічного зростання у розвинених країнах може викликати зростання курсової волатильності обох валют – як долара США, так і євро, що не зможе не позначитись на суттєвій корекції попиту на золото з боку інституційних і приватних інвесторів.

За сценарієм подвійного спаду, спостерігаємо дещо іншу ситуацію: слабкі економічні показники у країнах-емітентах резервних валют будуть стимулювати попит на золото з боку приватних інвестицій як на надійний резервний актив. Однак, цей попит суттєво залежатиме від стану поточних балансів країн з емерджентними ринками. Як і за сценарієм плутанини, окремого значення набуває азійський фактор. Так, навіть у випадку уповільнення темпів зростання у цьому регіоні з причини зменшення споживчого попиту з боку США економічне зростання продовжуватиметься у цій частині світу.

Як наслідок, актуалізується проблема поступової зміни акценту з експортно-орієнтованої моделі зростання на розвиток внутрішнього ринкового потенціалу. Тому спад у зоні

євро лише частково вплине на промисловий попит на золото та використання його у ювелірній ніші.

Песимістичний сценарій передбачає загострення ситуації в економічно розвинених країнах світу, а отже, не усуває ризику настання глибокої рецесії, поглиблення валютно-фінансової невизначеності та суттєвого зростання попиту на золото.

Водночас, попри серйозні структурні зміни у світовій економіці, відсутній ризик суттєвого розгортання інфляційного чинника, роль якого у стимулюванні попиту на золото важко переоцінити. У ситуації загострення боргової кризи у країнах ЄС передбачається перегляд ціни на золото у бік зростання як з боку приватного сектора, так і офіційних інвесторів та надання часткової переваги долару США.

### **Висновок.**

Попри домінуючу регіональну роль євро виникають сумніви щодо спроможності цієї валюти як глобальної з огляду на хиткість фундаментальних показників окремих членів євросони. Макроекономічна нестабільність всередині євросони і збільшення ризику розпаду валютного союзу істотно впливає на попит на альтернативні активи центральних банків, серед яких, зокрема, золото.

З огляду на це інституційні інвестори стають заручниками ризику неплатоспроможності урядів країн євросони і падіння міжнародної купівельної спроможності євровалюти. В умовах зрушення фокусу проблем з корпоративного сектору в сектор державний (у порівнянні із ситуацією 2008 року) проблема відновлення економічної стабільності Європейського Союзу набуває неабиякої гостроти [6].

Це означає, що політична складова прийняття рішення є чи не найвирішальнішою для підтримки євро. Це те рішення, яке європейські лідери неминуче мусять вирішити: або це буде рішучий крок уперед, до набагато виразнішої політичної й фінансової інтеграції, або будуть встановлені чіткі обмеження відносно країн-членів, які не виконують основні вимоги ЄВС. Бо за нинішнього розвитку подій поглиблення інтеграційних процесів на нестабільному фінансовому підґрунті й за відсутності політичної волі є не лише малоімовірним, але й неефективним.

### **Джерела використаної літератури:**

1. P. Krugman. The Economic Failure Of The Euro [Електронний ресурс]. - 2011. - Режим доступу : <http://www.npr.org/2011/01/25/133112932/paul-krugman-the-economic-failure-of-the-euro>
2. Д. Гросс. Двадцять к одному [Електронний ресурс]. - 2011. - Режим доступу: <http://www.investgazeta.net/blogi/dvadcat-k-odnomu-159548/>
3. Milward. The European Rescue of the Nation State / Alan S. Milward. – 2nd ed. – 2000. – 485 p.
4. Alesina A., Ardagna S. The Euro and Structural Reforms / Alberto Alesina, Silvia Ardagna [Електронний ресурс]. - 2011. - Режим доступу: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1301927](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1301927)
5. Gros D., Mayer T. Financial stability beyond Greece: Making the most of the European Stabilisation Mechanism [Електронний ресурс]. - 2010. - Режим доступу: <http://www.europeworld.eu/>
6. Alcidi C., Grauwe P., Gros D., Oh Y. The Future of the Eurozone and Gold [Електронний ресурс]. - 2010. - Режим доступу: // <http://www.ceps.eu>



7. Булкот О. В. Проблеми та перспективи функціонування світової валютної системи на сучасному етапі / О. В. Булкот // VII Міжнар. наук.-практ. конф. молодих науковців: Транснаціоналізація міжнар. економіки та пошук шляхів інноваційної співпраці. Збірник матеріалів – К. : УДУФМТ, 2008.
8. Боринець С.Я. Міжнародні фінанси: Підручник. - К.: Знання-Прес, 2002. - 311 с.
9. World Gold Council. The gold price chronology 1971-2007 [Електронний ресурс]. - 2011. - Режим доступу: <http://www.gold.org>
10. World official gold holdings [Електронний ресурс]. - World Gold Council, 2011. - Режим доступу: <http://www.scribd.com/doc/53763013/World-Official-Gold-Holdings-January-2011>
11. World Updated official sector reserve statistics [Електронний ресурс]. - World Gold Council, 2011. - Режим доступу : <http://www.gold.org>
12. The International Role of Euro [Електронний ресурс]. – ЕСВ, 2010. – Режим доступу: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
13. World Gold Council. World Updated official sector reserve statistics [Електронний ресурс]. - 2011. - Режим доступу: [www.gold.org](http://www.gold.org)