

Рогач О.І.\*

## СВІТОВІ ФІНАНСИ: ПОСИЛЕННЯ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ТА ГЛОБАЛЬНИХ ДИСБАЛАНСІВ

*В статті розглядаються тенденції розвитку світової економіки та світових фінансів в 2010-2011 роках, сучасна політика подолання наслідків кризи та вирішення боргових проблем країн. Аналізується ситуація в країнах Європейського Союзу, які стали епіцентром сучасної боргової кризи.*

**Ключові слова:** світова фінансова криза, політика кількісних послаблень, криза суверенних боргів.

*В статье рассматриваются тенденции развития мировой экономики и мировых финансов в 2010-2011 годах, современная политика преодоления последствий кризиса и решения долговых проблем.*

**Ключевые слова:** мировой финансовый кризис, политика количественных смягчений, кризис суверенных долгов.

*The article analyses the main developments in world economy and finance in 2010-2011, contemporary approaches to overcoming the effects of the recent economic crisis and solving debt problems. The argument focuses on the situation in the EU, which currently is the center of sovereign debt crisis.*

**Key words:** world financial crises, quantitative easing, sovereign debt crises.

### Друга хвиля світової фінансової кризи?

2010-2011 роки породили нові песимістичні прогнози щодо розвитку світової економіки і зростання ризиків наступної хвилі світової фінансової кризи. Для багатьох країн ці роки були періодом стагнації та втрати попередніх економічних позицій (див. табл. 1). Хоча загальний рівень світових заощаджень знаходиться сьогодні на рекордному рівні 24% від ВВП, цей показник приховує значні дисбаланси недостатнього рівня заощаджень в США з одного боку та надлишкового заощадження у трьох інших головних економіках – Китаю, Японії, Німеччині (а також у багатьох інших країнах експортерів).

Таблиця 1.

Кількість країн, в яких ВВП на душу населення в 2011 році був нижчим, ніж в 2007 році\*

Країни	Кількість
ЄС	22 (27)
Інші розвинуті країни	6 (7)
Латинська Америка	13 (32)
Інші країни із новими ринками	20 (118)

\* в дужках зазначена загальна кількість країн групи.

Джерело: *The Proust Index // The Economist*. – 2012. – February 25.

\* доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Деякі вчені вважають, що погіршення в 2011 році ситуації в міжнародній економіці та світових фінансах є продовженням світової фінансової кризи 2008 року, оскільки фундаментальні причини останньої не були усунені і радикальна реформа світової фінансової архітектури не відбулась. Після певної ремісії ці старі хвороби знову починають давати взнаки і викликають дисбаланси та гострі суперечності. Інші дослідники підкреслюють, що на відміну від ситуації 2008 року, коли кризові імпульси були генеровані іпотечною кризою в США, зараз вони пов'язуються із скороченням витрат, інвестицій, споживчого попиту, неефективністю заходів стимулювання зростання та бюджетними дефіцитами країн.

Хоча міжнародні фінансові ринки в останні два роки компенсували інвесторам частину їх збитків внаслідок світової фінансової кризи 2008 року, вони були надзвичайно нестабільними і породжували нові ризики кризових подій. Падіння темпів зростання ВВП в багатьох країнах світу, величезні дефіцити бюджетів, зростання державного боргу, зниження рівня споживання – ці та інші гострі проблеми ще більше посилювали такі очікування. Висока ліквідність на фондових ринках зробила вартість активів завищеною і відірваною від реальної економіки, що ледве виходила із кризи.

Збільшення волатильності ринків відображує зростання їх нестабільності та невизначеності. В 2011-2012 роках ця нестабільність приводила до того, що величезні маси капіталу панічно рухалися перепливаючи із цінних паперів то в японську єну або швейцарський франк, то в нафту або в золото, то в долар або знову в здешевлені акції, не затримуючись надовго в жодному із зазначених активів. Лихоманка ринків інколи була викликана не тільки діями ФРС, центробанків країн, фінансових інституцій, а навіть заявами політичних діячів або певними чутками.

Свідченням збереження значних ризиків дестабілізації світових фінансів став приклад зниження агентством S&P вперше в історії рейтингу США (коли політичні суперечки не дозволили Конгресу США прийняти узгоджене рішення щодо підвищення межі державного боргу країни). Це викликало справжній місячний переляк на світових фінансових ринках. Погіршення ситуації було також пов'язано із зростаючими ризиками того, що загострення боргової кризи євросони може викликати падіння фінансових ринків в Східній Європі. Зокрема, на думку експертів Goldman Sachs Group Inc., Україна та Туреччина є найбільш вразливими щодо можливості повторення нової хвилі кризи порівняно із іншими країнами ЦСЄ, Близького Сходу та Африки.

В цих обставинах в деяких країнах було оголошено про продовження реалізації політики кількісних послаблень (quantitative easing). Ці заходи повинні були стимулювати збільшення грошової маси і підтримати попит на фондових ринках, а через них і надати поштовх зростанню реальної економіки. Кінцева мета таких програм була досить зрозумілою, але в цьому контексті виникало головне питання – в якій мірі додаткова емісія прийде в реальний сектор і чи взагалі прийде? Програми стимулювання попиту, які передбачали великі вливання ліквідності в економіку, викликали значне зростання дефіцитів бюджетів. З іншого боку, існували очікування, що в разі початку заходів по вилученню ліквідності, зростання реальної економіки уповільниться або навіть зупиниться. Ознаки такого сценарію розвитку подій показали в після кризовий період США, Японія, Великобританія, Австралія, Франція, та навіть Китай.

### **Два підходи щодо відновлення зростання та вирішення боргових проблем**

Дискусія серед економістів визначила два підходи щодо вирішення проблеми зменшення витрат боргового тиску. Перший із них полягає в тому, що головні країни із

високим рівнем боргу, такі як США та Великобританія, без зайвих вагань можуть використовувати агресивну політику кількісних послаблень щоб перенести частину витрат по зменшенню боргу на кредиторів, інституційних інвесторів, та країни із позитивним сальдо торгового балансу. Звісно політика кількісних послаблень побічно також стимулює зростання експортних товарних цін, а отже вигідна країнам експортерам. Але такі ефекти можуть бути досить суперечливими та нетривалими. Наприклад, якщо інвестори відчують загрозу зростання інфляції, вони спрямують свої ресурси в інші країни, що викличе зростання відсоткових ставок і відповідно витрат США по борговим запозиченням.

Головні очікування щодо групи країн із високим боргом, були направлені на те, чи вдасться США уникнути початку чергового етапу емісійного стимулювання економіки. США обрали інший шлях і посилили підтримку приватного попиту за рахунок зростання дефіциту бюджету. Збільшення ліміту державного боргу після драматичних політичних дискусій в серпні 2011 року, дозволило адміністрації президента Обами спрямувати додатковий трильйон доларів на соціальні виплати, що може збільшити реальні доходи американських домогосподарств приблизно на 10%, отже стимулюватиме додатковий попит та зростання [1, с. 8-9].

Емісійний механізм стимулювання економічного зростання несе в собі ризики збільшення інфляції, що, в свою чергу, буде викликати знецінення тих реальних доходів, що отримують споживачі, а значить і обмежувати майбутній попит. Важливим при цьому є питання: хто отримує значну частку цієї емісії? Наприклад, в розпал світової фінансової кризи майже вся додаткова емісія була націлена на фінансовий сегмент економіки. На відміну від цього, другий етап цього процесу (QE 2) переважно був спрямований на бюджет. Перерозподіл потоків емісійних грошей був викликаний не тільки гострою критикою суспільства («чому ми повинні рятувати за гроші платників податків тих, хто є винуватцем кризи?»), але й зростаючими ризиками входження реального сектору економіки в рецесію.

Не можна заперечувати, що програма кількісних послаблень США значно збільшила попит на фондовому ринку. Наприклад, з серпня 2010 року, коли США проголосили готовність ФРС до другого раунду кількісного стимулювання (QE 2), до моменту закінчення цієї програми в червні 2011 року, індекс Standard & Poor's 500 зріс на 24 %. Зазначимо, що деякі експерти вважають, що якщо частка фінансового сектору в нових емісійних потоках 2012 року буде знову мала, то світові фінансові ринки після їх попереднього зльоту знову почнуть падати, причому досить сильно. При збільшенні ролі фінансового сектору в отриманні таких ресурсів, вони продовжать своє зростання.

Цілком ймовірним виглядає збільшення кількості країн, що почнуть застосовувати емісійне стимулювання внутрішнього попиту. Крім США активно використовує зараз цей механізм і Великобританія. В жовтні 2011 року в цій країні почався новий раунд QE. Банк Англії оголосив про намір купівлі державних облігацій на 75 млрд. фунтів ст. на додаток до 200 млрд. фунтів ст. що було здійснено в 2009-2010 рр. [2, с. 39]. За прогнозами фахівців, Японія також може прийняти новий пакет заходів кількісного пом'якшення. Також вже почав використовувати механізми політики кількісних пом'якшень і Китай, а згодом в коло таких країн можуть вийти країни Південно-Східної Азії і навіть, як не дивно це зараз виявляється, теперішні критики цієї моделі виходу із кризи – Німеччина та Франція.

Другий підхід щодо вирішення боргових проблем може бути застосований в іншій групі країн із надлишковим заощадженням, таких як Японія, Німеччина. Ці країни можуть продовжувати проводити політику жорсткої бюджетної економії, підтримуючи позитивні

реальні відсоткові ставки. Така політика (на вимогу одного із її головних ідеологів – Німеччини) показала свою часткову ефективність в Ірландії, але поки що пробуксовує в Греції. Але, як вже було зазначено, за певних обставин не виключено, що Японія (старіння населення спричиняє зменшення заощаджень), так Німеччина (загроза подальшого загострення фінансових проблем в єврозоні) можуть переглянути своє ставлення до політики кількісних послаблень і піти шляхом США [3, с. 2].

### **Ситуація в США**

США вдалося поновити позитивну економічну динаміку (зростання ВВП на 1.7% в 2011 році). В цілому макроекономічна статистика із США свідчить, що економіка, хоч і повільно, але зростає. Рівень закредитованості як домогосподарств так і корпорацій значно знизився порівняно із ситуацією три роки назад, що також є позитивним індикатором потенціалу зростання країни [4].

Індекси споживчої та ділової впевненості США не свідчать про наближення рецесії, а споживчі витрати населення зростають в середньому на 0,5% щомісячно. Хоча ситуація на ринку праці США все ще є складною, тенденція до її покращення очевидна. В 2009 році безробіття було на рівні 10,2% і економіка щомісячно втрачала 200 тис. робочих місць. В кінці 2011 рівень безробіття знизився до 8,6%, а економіка щомісяця створює 120 тис. нових робочих місць. Безробіття все більш набуває вигляду структурного, а не циклічного характеру [5].

Основним двигуном зростання американської економіки сьогодні виступають транснаціональні корпорації, які в умовах низьких витрат на заробітну плату та високого попиту з боку країн, що розвиваються, демонстрували в 2011 році рекордні показники прибутковості. На балансах провідних американських ТНК зосереджено приблизно 1,5 трлн. дол. реінвестованих доходів, які корпорації планують направити на інвестиції в основний капітал в найближчі роки за умов визначеності із податковою політикою країни.

Але країна продовжує відчувати тягар довгострокових проблем, таких як надзвичайно високий державний борг, що вже перевищив 15 трлн. дол. і складає 100% ВВП. Дефіцит державного бюджету країни продовжує стрімко збільшуватися і сягає 1,7 трлн. дол. або 9% ВВП. Слід зазначити, що, на відміну від європейських країн, великий державний борг США поки не викликає серйозних негативних наслідків для економіки країни. Оскільки долар США є резервною валютою, більшість країн світу продовжують інвестувати свої доларові надходження в американські казначейські зобов'язання. Довіра до американської економіки ще зберігається на високому рівні. Тому уряд США має можливість позичати гроші під надзвичайно низькі проценти (2 % річних по десятирічним облігаціям), не зважаючи на величезний борг. Але ситуація в майбутньому може змінитися. Згідно із деякими прогнозами, при збереженні сьогоднішніх тенденцій відношення державного боргу до ВВП країни може зрости до 140 % в 2030 році. Це змінить ставлення інвесторів до США і зменшить можливості зовнішніх запозичень [1, с. 10-11].

З метою запобігти майбутнім кризам фінансової системи ФРС оголосила в кінці 2011 року план нових вимог до банків. Згідно плану на першому етапі його реалізації проводяться стрес-тести банків. Всі американські банки з активами більш, ніж 50 млрд. дол. зобов'язані пройти такі стрес-тести і довести, що наявність капіталу першого рівня у них не менша ніж 5%. Другий етап плану передбачає впровадження вимог «Базель III», які вимагають частки капіталу першого рівня не нижче 7%. Ще одним запобіжником повторення ситуації 2008 року є нові законодавчі вимоги щодо посилення прозорості і покращення обліку в фінансових установах, що вступили в силу з червня 2011 року в США.

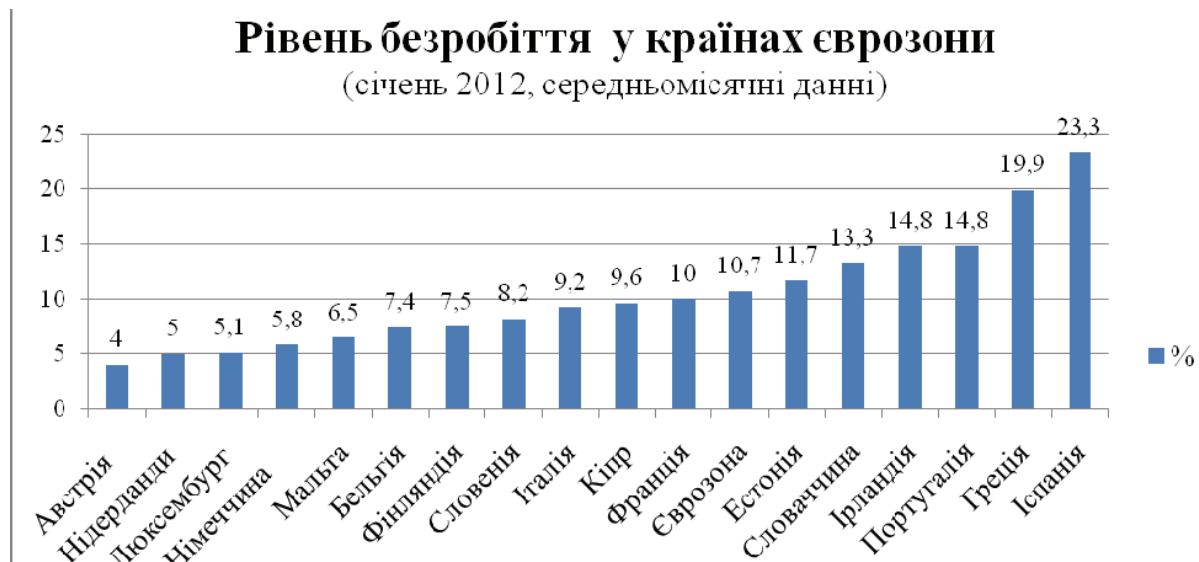
### Європа: епіцентр боргової кризи

Під час світової фінансової кризи більшість експертів та урядовців вказували на епіцентр кризи у США, де відбувались найбільш драматичні (за виключенням Ірландії) події. Але в останні два роки центром фінансової нестабільності поступово стала Європа. Кризові явища в Греції, Португалії, Ірландії, Італії, Іспанії та відносно погіршення фінансової ситуації деяких інших країн єврогрупи засвідчили гострі проблеми на європейському континенті. При цьому фінансові негаразди є лише одним із низки надзвичайно серйозних і складних соціально-економічних проблем, що постають перед Євросоюзом.

Мова йде про те що країни ЄС вступають в фазу болісних і тривалих структурних змін, що засвідчують, що їх соціальна модель розвитку більше не може узгоджуватися із потребою суворого контролю за обсягом державного боргу, тенденцією старіння населення та низкими темпами зростання [6].

Як зазначають, наприклад, співробітники Світового банку Мартін Рейзер та Індерміт Гілл, не дивлячись на значне збільшення тривалості життя, європейці виходять на пенсію в середньому на 10 років раніше, ніж у 60 роки минулого сторіччя. До великих витрат на пенсійне забезпечення додаються зростаючі витрати на охорону здоров'я та медичне обслуговування за віком. Це викликає нагальну необхідність реформ пенсійних систем, відкриття ринків праці та підвищення мобільності трудових ресурсів [7].

Особливо гострою проблемою країн Європи виступає безробіття. В більшості країн воно значно зросло за останні роки. Середній рівень безробіття в країнах зони євро складає 10,7%, але в деяких країнах цей показник сягнув історичних максимумів за останні 10-15 років (див. рис. 1).



**Рис. 1** Рівень безробіття у країнах євросони (січень 2012, середньомісячні данні)

Джерело: Blackstone B. Concerns about Growth in Euro Zone Rise // Wall Street Journal. – 2012. – 23 March. – р. А 10.

Світова економічна криза найбільш вразила країни із найменш диверсифікованою економікою. Серед європейських країн вона спровокувала стрімке погіршення ситуації в Греції, економіка якою сильно залежить від таких секторів як туризм та морські перевезення. Зниження доходів від цих секторів поряд із значними соціальними витратами уряду привели до стрімкого збільшення дефіциту державного бюджету до 12,5% ВВП. В результаті Греція почала активно позичати гроші для фінансування зростаючого бюджетного дефіциту. Вже в кінці 2009 року рівень державного боргу країни досяг 150%



до ВВП. В 2009–2010 роках, доходність боргових паперів Греції значно підвищилась, тобто країна опинилась перед фактом необхідності залучати гроші для фінансування величезного дефіциту під все вищі проценти. Ситуацію ускладнило те, що уряд Греції протягом декількох років приховував від своїх європейських партнерів реальні статистичні дані своєї країни внаслідок чого ЄС із значним запізненням оцінив реальний стан ризиків та приступив до вироблення програми допомоги цій країні.

В травні 2010 доходність держоблігацій Греції перевищила 7% і уряд був вимушений просити допомоги у ЄС та МВФ, оскільки рефінансувати борги під такі високі ставки вже було неможливо. Було прийнято рішення надати Греції пакет допомоги обсягом більш ніж 100 млрд. євро, а також створити стабілізаційний фонд для всіх проблемних країн зони євро. Аналогічна ситуація склалась в Португалії та Ірландії. Державні облігації цих країн стали швидко падати в ціні і вони вимушені були також просити допомоги міжнародних кредиторів. Нарешті влітку 2011 року значні фінансові проблеми відчули Іспанія та Італія – третя та четверта економіки Єврозою.

ВВП країн євросони зріс в минулому році всього на 1,6%. При цьому спостерігалось щоквартальне уповільнення динаміки та різкий контраст між Німеччиною (3% зростання ВВП) та країнами Південної Європи (–5,4% в Греції, –1,5% в Португалії, 0,6% в Італії, 0,7% в Іспанії). Протягом останніх двох кварталів 2011 року скорочення ВВП (технічна рецесія) було зафіксовано в Італії, Нідерландах та Чехії [3, с. 9].

Як уже зазначалося, особливо болісною проблемою частини європейських країн стала боргова криза. Ця проблема набула такої гостроти в 2011 році, що викликала справжню дестабілізацію європейської банківської та фінансової системи. Країнами із найбільш критичною ситуацією в цьому плані є Греція, Португалія, Ірландія, за якими слідує Італія та Іспанія. Але навіть Франція та Німеччина відчувають надмірний тягар державного боргу, що зменшує можливості їх економічного зростання в середньостроковій перспективі (див. табл. 2).

Таблиця 2.  
Державний борг в процентах до ВВП

Країна	III квартал 2010	III квартал 2011
Естонія	6,8	6,1
Люксембург	19,9	18,5
Словаччина	38,2	42,2
Словенія	38,3	44,4
Фінляндія	47	47,2
Нідерланди	63,1	64,5
Іспанія	58,7	66
Кіпр	59,9	67,5
Мальта	70,4	70,3
Австрія	71,9	71,6
Німеччина	75,7	81,8
Франція	82	85,2
Євросона	83,2	87,4
Бельгія	98,8	98,5
Ірландія	88,4	104,9

Країна	III квартал 2010	III квартал 2011
Португалія	91,1	110,1
Італія	119,1	119,6
Греція	138,8	159,1

*Джерело: Blackstone B. Concerns about Growth in Euro Zone Rise // Wall Street Journal. – 2012. – 23 March. – p. A 10.*

Причини драматичного збільшення державного боргу відмінні в різних країнах. В Греції та Португалії це стало результатом довготривалої відсутності бюджетної дисципліни, незгоди зменшити державні витрати або збільшити податки. Пакт Стабільності та Зростання ЄС виявився неспроможним впровадити необхідну дисципліну для цих країн, незважаючи на всі його детальні правила та вимоги. На відміну від цього, Іспанії та Ірландії вдалося значно зменшити державну заборгованість перед фінансовою кризою внаслідок їх відносно більш жорсткої бюджетної політики. В цих країнах боргова криза виникла через переоцінку з боку держави її здатності врятувати проблемні банки.

Інша ситуація характерна для Італії. Хоча вже тривалий час країна демонструє високе відношення боргу до ВВП, вона не мала великого дефіциту бюджету в останні роки. Фінансова ситуація стрімко загострилася тільки тоді, коли процентні ставки по державним облігаціям Італії різко підвищилися у зв'язку із невпевненістю інвесторів щодо ситуації в Єврозоні. Тобто у випадку Італії ми маємо ситуацію, яка стала в значній мірі результатом негативних очікувань ринку [8, с. 14-15].

Значна частина активів європейських банків представляють інвестиції в портфелі державних боргових паперів. На відміну від минулих часів, коли це розглядалося як гарантія надійності банків, сьогодні це стало головним дестабілізуючим фактором. Зниження рейтингів європейських банків свідчить про наявність серйозних проблем із ліквідністю і зростаючих ризиків в цьому секторі. Наприклад, за даними Банку міжнародних розрахунків (BIS) сумарний ризик фінансового сектору Франції по суверенним облігаціям країн PIIGS (Португалія, Ірландія, Італія, Греція, Іспанія) оцінюється в 157 млрд. дол. Таке високе ризикове навантаження примушує французькі банки скорочувати активи з метою добитися відповідності новим стандартам достатності капіталу [9, с. 81-82].

Криза суверенних боргів в Єврозоні примушує по новому поглянути на деякі питання фінансової теорії. Традиційно в фінансовій теорії вважалося що державні облігації промислово розвинутих країн із ринковою економікою є основою для створення консервативних (малоризикових) інвестиційних портфелів. Також всі фінансові моделі запевняли, що ринки облігацій здатні підтримувати дисципліну серед урядів через механізм підвищення вартості займів для країн із безвідповідальною політикою. На основі цих постулатів кількість інвесторів на ринку державних облігацій неухильно збільшувалась і сам ринок динамічно зростав. За даними Bank of America Merrill Lynch, на кінець 2001 року в обігу знаходилися державні облігації на суму 11 трлн. дол., а в кінці 2011 року – на 31 трлн. дол. Ключовими і найкрупнішими інвесторами на багатьох ринках державних облігацій стали центральні та комерційні банки. До них додавались інвестиційні фонди, пенсійні і довірчі інституції, страхові компанії [10].

Безризикова ставка доходності (казначейські зобов'язання уряду США) історично слугувала надійною основою на який будувалась вся фінансова система. Центробанки

багатьох країн задовольнялися її рівнем, бо для них доходність була вторинним фактором порівняно із головним – надійністю та ліквідністю державних облігацій США як інструмента управління курсом своєї валюти відносно долара. Поряд із збільшенням попиту із боку Центробанків на державні облігації, їх доходність стабільно падала (разом із інфляцією), а про дефолт не могло бути і мови. Але ситуація в євросоні розвіяла міф про безпечність та надійність державних паперів. Приватні інвестори понесли збитки по суверенним облігаціям в розмірі 70% від їх вкладень. Банки та інші інвестори несподівано усвідомили кредитні ризики, пов'язані із інвестиціями в державні облігації інших країн. Наприклад, коли почалася криза суверенних боргів, французький уряд призивав свої комерційні банки не продавати грецькі облігації. В результаті комерційні банки Франції зазнали величезних збитків.

Ще одним наслідком кризи боргів в Європі стала наочна демонстрація недоліків системи фіксованих курсів. Вона нанесла удар по прибічникам повернення міжнародної валютно-фінансової системи на засади фіксованої курсової політики. За відсутністю можливості девальвації валюти, Греція фактично вимушена проголосити дефолт. На відміну від неї, США та Великобританія, що не мають подібних обмежень, завдяки системі плаваючих курсів нарощують грошову масу і девальвують свої валюти. Звісно іноземні інвестори і в цьому випадку несуть збитки, але їх не можна порівняти із втратою їх вкладень в разі списання грецьких боргів.

#### Список використаних джерел

1. Madrick J. The US Fiscal Dilemma: Stimulus is Needed, Austerity means Doom // *Global Asia*. – 2011. – vol. 6, № 4.
2. QE Plus // *The Economist*. – 2011. – October 8.
3. Desgardins B. We enter the future walking backwards // *Bank Baring Brothers Sturdza SA*. – 20 January 2012.
4. Hilsenrath J. Piecing Together the Job-Picture Puzzle // *The Wall Street Journal*. – 2012. – 12 March.
5. An Economy Poised Between Flight and Fright // *The Wall Street Journal*. – 2012 – 15 March.
6. Europe and the euro. A way out of the woods // *The Economist*. – 2012. – February 18.
7. Эксперты Всемирного банка: Кризис дал Европе шанс на вторую молодость [Електронний ресурс] // РБК daily, 22.02.12. – Режим доступу: <http://www.rbcdaily.ru/2012/02/22/world/562949982868806>.
8. Hagen J. Europe's Public Debt Crisis: What Will Work and What Won't // *Global Asia*. – 2011. – vol. 6, № 4.
9. Danger everywhere // *The Economist*. – 2011. – October 8.
10. Sovereign bonds. Oat cuisine // *The Economist*. – 2012. – February 11.