Криза в Єврозоні та її вплив на Україну

Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер

Німецька консультативна група/ Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Берлін/Київ, листопад 2012 року

© Німецька консультативна група

Криза в Єврозоні = загрозлива комбінація кризових явищ в сфері державних фінансів, економічного зростання та в банківському секторі



Джерела: МВФ, ВЕ

© Німецька консультативна група

Хронологія фінансової кризи

США: Іпотечні цінні папери перестають продаватись

„криза іпотечних паперів низької якості“

Липень 2007 р.

Банки не можуть залучити ліквідність

Банкрутство Lehman Brothers

„банківська криза“

Вересень 2008 р.

Деякі держави не можуть залучити фінансування на фінансових ринках

„Боргова криза“

З весни 2010 р.

Що буде далі?

Розпад Єврозони?

<u>чи</u>

Посилення європейської інтеграції

Джерело: ВЕ

© Німецька консультативна група

Зміст

A. Причини кризи в Єврозоні

B. Що було зроблено, щоб подолати кризу Єврозони?

C. Що потрібно зробити? Можливі заходи щодо подолання кризи

D. Вплив на Україну

E. Заключні міркування та довгострокові перспективи

© Німецька консультативна група

A. Причини кризи в Єврозоні

1. Високий рівень державного боргу в деяких країнах-членах

2. Високий рівень приватного боргу в окремих країнах-членах

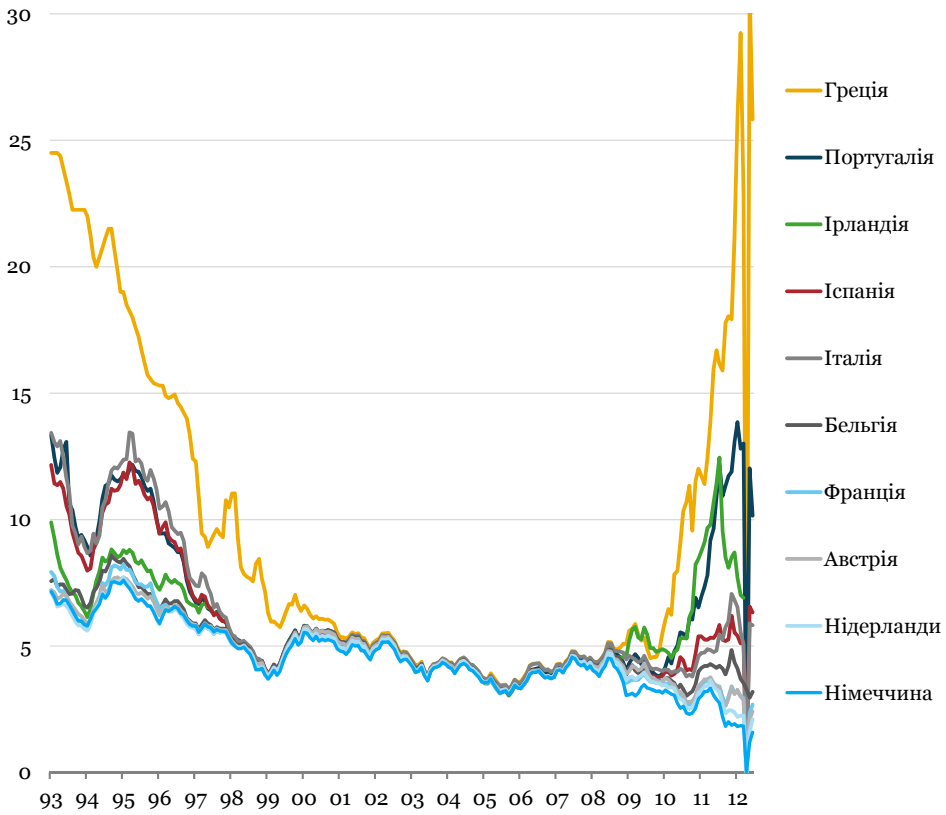
3. Зменшення конкурентоздатності деяких країн-членів

4. На рівні Єврозони: Недостатній контроль за виконанням фіскальних правил та відсутність інструментів підтримки країн-членів в кризових ситуаціях

© Німецька консультативна група

Причина високого державного боргу: Експансивна фіскальна політика, що базувалась на низьких процентних ставках

Доходність 10-річних державних облігацій



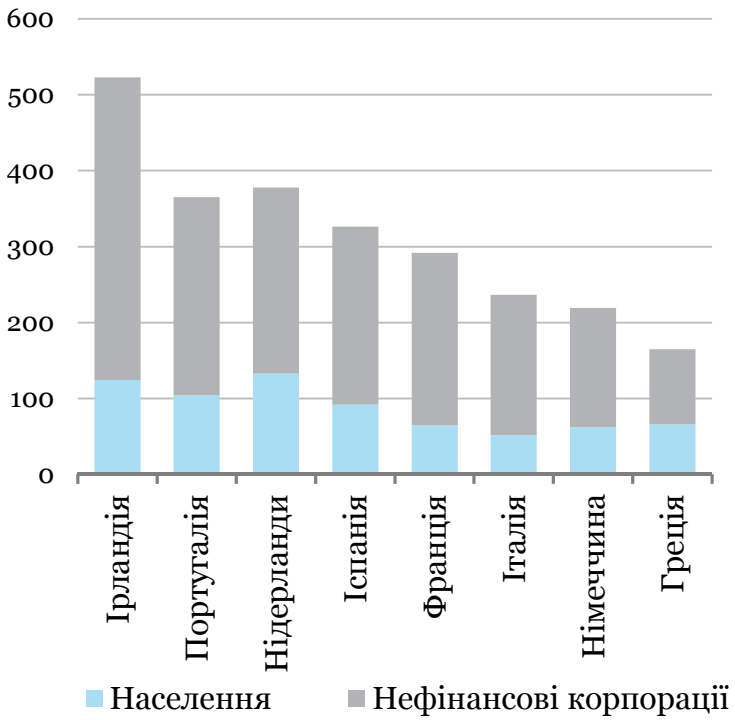
Джерело: Євростат, Bloomberg

- Оскільки процентні ставки значно знизились перед початком участі в Єврозоні, деякі уряди скористались нагодою низьких процентних ставок, щоб збільшити бюджетні видатки та державний борг
- По суті, облігації Греції, Португалії та Італії торгувались на рівні з безризиковими цінними паперами, хоча вони мали широко відомі фіскальні проблеми
- Тому в 2001-2007 роках ринки облігацій не виконували свою сигнальну функцію.
- З 2008/2009 року інвестори знову почали диференціювати цінні папери залежно від ризику країни, як вони це робили в 90-х роках

© Німецька консультативна група

Значний приватний борг: Різке зростання

Приватний борг як % від ВВП (на кінець 2010 р.)



Джерело: Deka

- Не тільки державний, а й приватний борг викликав значні ризики
- Приватний борг різко зріс, особливо в Ірландії та Португалії
- Однак ані регулятори, ані ринки особливо не переймались цими тенденціями
- Регулятори: Не били на сполох
- Банки та ринки: Не чутливі до ризику і тому дуже низькі відсоткові ставки

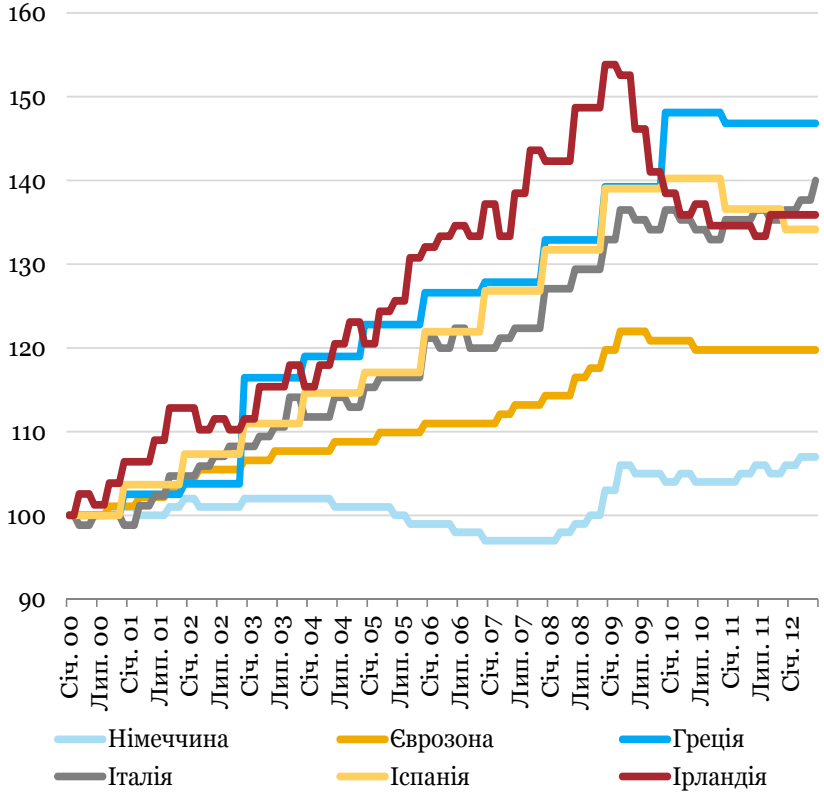
Взаємозалежність державний-приватний борг

- Греція та Ірландія – це два крайніх випадки:
  - Хоча Ірландія має найбільший показник приватного боргу серед перелічених тут країн (по відношенню до ВВП), її державний борг один з найнижчих
  - В Греції – зворотна ситуація: Серед перелічених країн у неї найнижчий показник приватного боргу, але найбільший державний борг
- Зверніть увагу, що Італія також має порівняно невеликий борг

© Німецька консультативна група

Втрата конкурентоздатності через значне збільшення питомих витрат на оплату праці

Індекс витрат на оплату праці на одиницю продукції (2000 = 100)



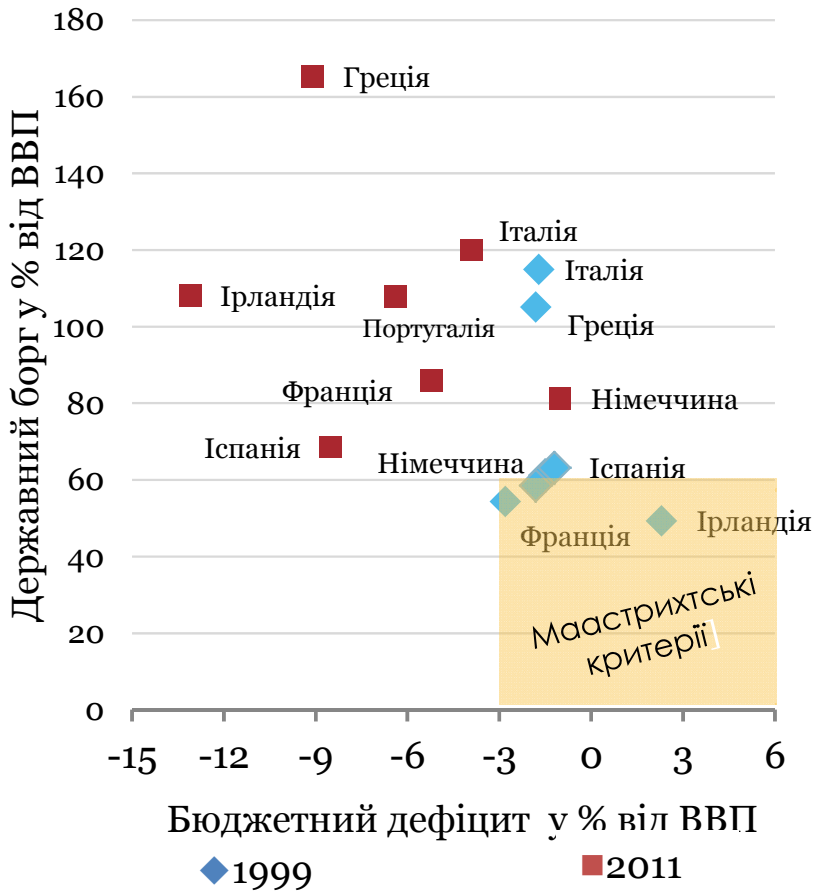
Джерело: Bloomberg

- В Ірландії питомі витрати на оплату праці зросли найбільше. Цікаво, що витрати на оплату праці значно зменшились після початку кризи, що свідчить про досить гнучкий ринок праці
- В Греції оплата праці зростала аналогічно до Ірландії, але без відповідної продуктивної реакції економіки на кризу
- Зверніть увагу на те, що витрати на оплату праці практично не зменшились під час кризи
- В Іспанії та Італії (де витрати на оплату праці збільшились під час кризи) є схожі проблеми
- В Німеччині питомі витрати на оплату праці зменшились частково через «Порядок денний 2010» Канцлера Шрьодера
- Перед створенням ЄМС: Втрата конкурентоздатності південними країнами компенсувалась за рахунок девальвації
- Після створення ЄМС: обмінний курс перестав бути інструментом національної політики, тому девальвація стала неможливою

© Німецька консультативна група

На рівні єврозони: Недостатній контроль за виконанням фіскальних правил та відсутність інструментів підтримки країн-членів в кризових ситуаціях

Бюджетний дефіцит та державний борг в 1999 та 2011 роках, в % від ВВП



Джерело: ЄЦБ

- Щоб компенсувати недоліки організації Єврозони (серед інших відсутність політичного або фіскального союзу, обмежена мобільність праці, відсутність банківського союзу), засновники Єврозони визначили Маастрихтські критерії:
  - Обмеження бюджетного дефіциту на рівні 3% від ВВП
  - Обмеження державного боргу до 60% від ВВП
- Однак лише кілька країн спочатку виконували ці критерії
- Найпомітніші країни, що не виконували критерії: Італія та Греція
- Отже, фіскальні правила існували і були непоганими, але вони не застосовувались або не виконувались
- Крім того: Монетарний союз не передбачав інструментів підтримки країн з фінансовими проблемами

© Німецька консультативна група

B. Що було зроблено для того, щоб подолати кризу Єврозони?

1. Програми реформ в окремих країнах-членах
2. Нові заходи для відновлення довіри
3. Роль Європейського центрального банку
4. Роль фіскальної політики єврозони
5. Рішення щодо спільного нагляду за банками

© Німецька консультативна група

Програми реформ (аналогічні до програм МВФ) в деяких країнах-членах: Економія та реформи

Огляд програм реформ в деяких країнах-членах (на липень 2011 року)

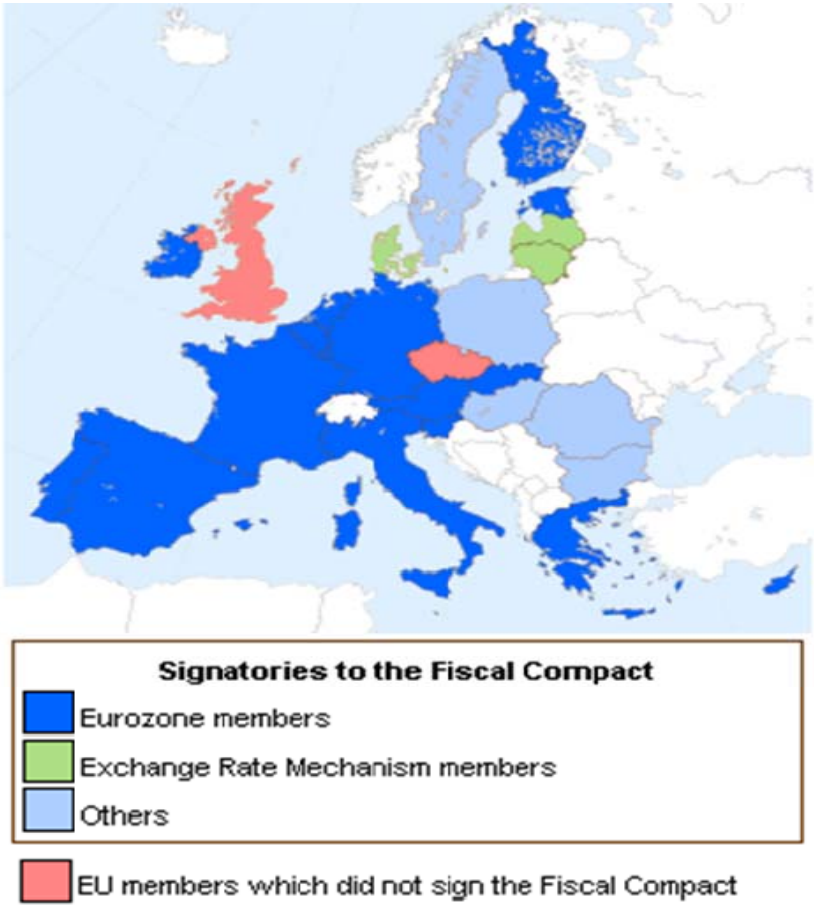
	Греція	**Ірландія**	**Португалія**
Період допомоги ЄС	До червня 2013 р.	До грудня 2013 р.	До червня 2014 року
Фінансові інструменти	Двосторонні кредити від країн-членів Єврозони	EFSF, EFSM, двосторонні кредити від Великобританії, Швеції, Данії, ірландські резерви	EFSF, EFSM
Обсяг допомоги ЄС	До 80 млрд євро	До 45 млрд євро	До 52 млрд євро
Загальний обсяг допомоги	110 млрд євро (30 млрд від МВФ)	85 млрд євро (22,5 млрд від МВФ)	78 млрд євро (26 млрд від МВФ)
Кількість траншів допомоги ЄС	До 12 траншів	До 12 траншів	До 12 траншів
Обсяг виплаченої допомоги ЄС	38,5 млрд євро (4 транші)	15 млрд євро (2 транші)	6,5 млрд євро (1 транш)
Основні сфери реформування як умови надання допомоги	Фіскальна консолідація Реформа управління фіскальними процесами та звітності Реформа системи оплати праці в державному секторі Пенсійна реформа Реформа регулювання та нагляду за фінансовим сектором Інші структурні реформи (пов'язані з порядком денним Європа 2020)	Фіскальна консолідація Реформа ринку праці Реформа державного управління та оподаткування Лібералізація енергетичного сектору Регулювання та рекапіталізація банківського сектору Інші структурні реформи (пов'язані з порядком денним Європа 2020)	Фіскальна консолідація Рекапіталізація та зменшення кредитного плеча банківського сектору Перегляд потреб в регуляторному капіталі Реформа ринку праці Інші структурні реформи (пов'язані з порядком денним Європа 2020)

Джерело: Європейська комісія

© Німецька консультативна група

Нові заходи для відновлення довіри: Фіскальний компакт

Країни, що підписали Фіскальний компакт



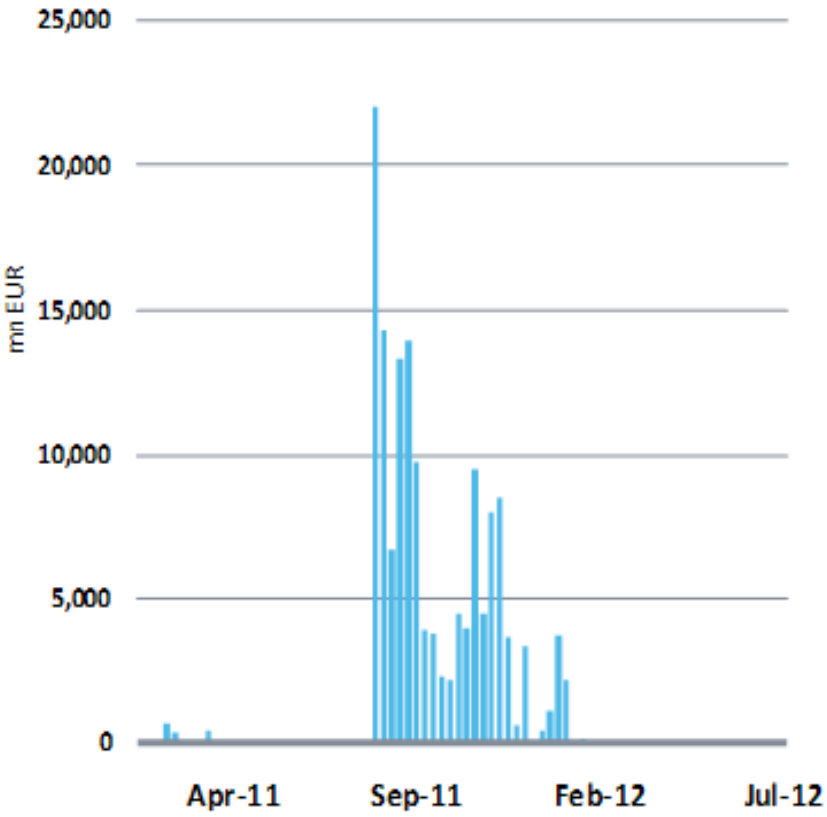
Джерело: Вікіпедія, Єврокомісія

- Хоча Фіскальний компакт підписали майже всі країни-члени (за винятком Великобританії та Чехії), ряд країн-членів ще мають його ратифікувати
- Німеччина: Президент підписав відповідний закон одразу після позитивного рішення Конституційного суду 12 вересня
- За планом Фіскальний компакт почне виконуватись з 1 січня 2013 року
- Основний елемент Фіскального компакту – це граничний борг, який має бути запроваджений в законодавстві кожної країни
- Зокрема: структурний дефіцит не повинен перевищувати 0,5% від ВВП
- Ринки поки що не надто вражені цією концепцією
- **Власна точка зору:**
  - Прив'язка до обережної фіскальної політики
  - Довгостроковий ефект
  - Дуже важливий захід, який показує, що Єврозона змінюється на краще

© Німецька консультативна група

Роль ЄЦБ: Придбання державних облігацій

Місячні покупки державних облігацій



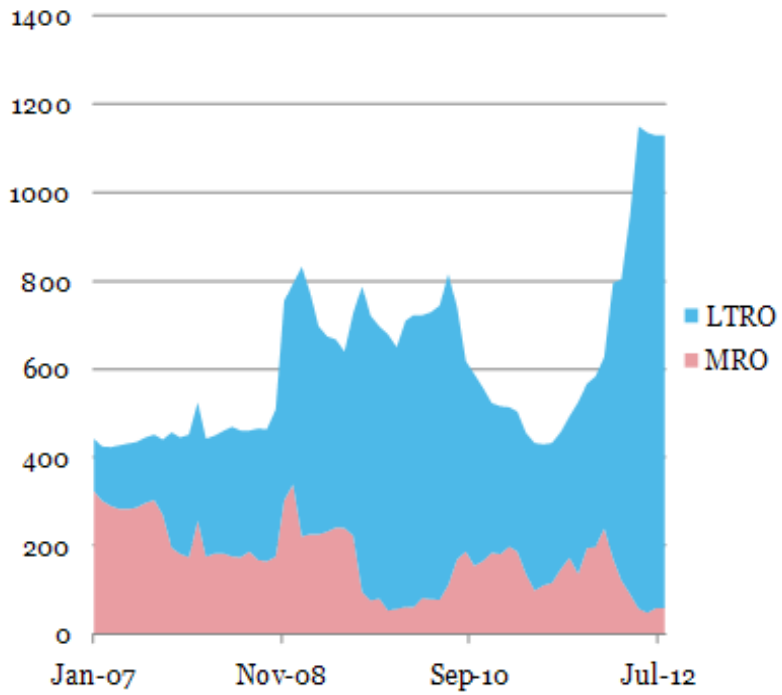
Джерело: МВФ, Bloomberg

- ЄЦБ: Покупки державних облігацій проблемних країн на вторинному ринку (понад 200 млрд євро), що викликало гостре громадське обговорення
- За: Центральні банки США, Великобританії та Японії активно проводять аналогічні операції
- Проти:
  - Непряма монетизація державного боргу
  - Погіршення якості балансу ЄЦБ
  - Додаткова ліквідність може призвести до бульбашок цін на активи та збільшує ризик інфляції
- 6 вересня 2012 р.: ЄЦБ оголосив, що він знову купуватиме короткострокові державні облігації (1-3 роки) в рамках так званих “Прямих монетарних операцій ”(покупка проходить без зобов’язання зворотного викупу) попередньо оголошених обмежень щодо суми
- Умови: Наявність програми реформ, EFSF/ESM також купує облігації
- **Власна точка зору**:
  - Покупка держоблігацій звичайно – не ідеальне рішення
  - Але: Фіскальні інструменти на рівні Єврозони досі не працюють належним чином
  - Тому: Покупка держоблігацій – це надзвичайний захід, який буде використовуватись до того часу, поки запрацює фіскальний механізм

© Німецька консультативна група

Роль ЄЦБ: Довгострокові операції рефінансування (LTRO)

Операції з рефінансування (RO) ЄЦБ, в млрд євро



LTRO = Довгострокові операції рефінанасування;

MRO = Основні (короткострокові операції рефінансування

Джерело: МВФ, Bloomberg

- В нормальних умовах: ЄЦБ надає ліквідність ринку через короткострокові репо
- Тривалість: від 2 тижнів аж до 3 місяців
- Під час кризи: Продовження до 3 років
- Причина: Проблеми з залученням коштів у банків, останнім часом особливо у банків з Іспанії, Італії та Франції
- Зараз: банки Єврозони отримують понад 1100 млрд євро через ЄЦБ, що втричі більше ніж в 2007 році
- LTRO частково використовується банками (особливо в Іспанії), щоб купувати державні облігації; значний спред між процентними ставками
- Вплив: Спочатку премії за ризик пішли вниз, але через кілька місяців ефект зник
- **Власна точка зору**:
  - Неоднозначний інструмент
  - На кого орієнтований: на банки чи на держави?
  - Якщо держави: правильний інструмент?
  - Крім того: Додаткові ризики для банків та подальше збільшення негативного зв'язку між державами та банками

© Німецька консультативна група

Фіскальна політика Єврозони: Довелось створювати нові інструменти

Початкова структура Європейського монетарного союзу (ЄМС):

- Не передбачено фіскальних інструментів для підтримки країн
- Та: Відсутня структура аналогічна МВФ в рамках ЄС або ЄМС, щоб рятувати країни

Після того, як в Греції почались проблеми:

- Двосторонні кредити від інших країн Єврозони
- Створення тристороннього діалогу між ЄЦБ, Єврокомісією та МВФ

Тому: Виникла потреба створити нові інструменти та інституції, щоб підтримати проблемні країни

Але: Дуже обмежений час, через те, що криза Єврозони триває; непросте завдання

© Німецька консультативна група

Огляд нових механізмів: EFSM, EFSF and ESM

	ЄІБ	EFSM	EFSF	ESM
Повна назва	Європейський інвестиційний банк (існував перед кризою)	Європейський механізм фінансової стабільності	Європейська установа фінансової стабільності	Європейський механізм стабільності
Юридична база	Міжнародна фінансова установа	Наднаціональний адміністративний орган	Приватна компанія	Міжнародна фінансова установа – багатостороння кредитна установа
Завдання	Інституція довгострокового кредитування ЄС	Надає фінансову допомогу проблемним країнам	Надає фінансову допомогу проблемним країнам	Надає фінансову допомогу проблемним країнам
Акціонери	27 країн-членів ЄС	27 країн-членів ЄС	17 країн-членів Єврозони	17 країн-членів Єврозони
Вклади	Відповідно до економічної ваги	Відповідно до економічної ваги	Відповідно до частки в капіталі ЄЦБ	Відповідно до частки в капіталі ЄЦБ
Гарантії власникам облігацій	Явне і невідкличне зобов'язання акціонерів ЄІБ виплатити їхню частку капіталу на вимогу	Бюджет ЄС і надалі явна і безумовна гарантія 27 членів	Явна, невідклична та безумовна гарантія членів	Явне, невідкличне та безумовне зобов'язання виплатити їхню частку капіталу на вимогу
Пріорітетність погашення боргу	Так, статус пріоритетного кредитора /доступ до ліквідності ЄЦБ	Ні	Ні	Так, пріоритетний кредитор, але вимоги погашаються після вимог МВФ
Обсяг можливого кредитування	Зобов'язання за кредитами та гарантіями обмежені до 250% підписного капіталу та резервів	60 млрд євро, доступний залишок 11,5 млрд євро	440 млрд євро (192 млрд євро вже законтрактовано на користь Ірландії, Португалії та Греції	500 млрд євро
Інструменти	Кредити та гарантії за кредитами	Кредити та гранти	Кредити, профілактичні кредитні лінії, покупки облігацій	Кредити, профілактичні кредитні лінії, покупки облігацій

Джерело : Єврокомісія , BNP

© Німецька консультативна група

Спільний нагляд за банками

- Саміт ЄС в кінці червня 2012 року: Рішення централізувати нагляд за банками в Єврозоні

Підстави:

- Намір надати пряму фінансову підтримку від Єврозони іспанським банкам
- Але: Єврозона не має прямого впливу на іспанські банки, оскільки нагляд за банками залишається в національній компетенції („неповний монетарний союз“)
- Таким чином: Єврозона надасть гроші, проте не матиме впливу на їх використання; це не прийнятно
- Рішення: Пряма фінансова підтримка банків, але лише після того, як прямий вплив у формі спільного нагляду (напевно з боку ЄЦБ) стає можливим
- Запланований початок спільного нагляду: січень 2013 року (досить амбітний строк)
- **Власна точка зору**: Спільний нагляд є доцільним, але відкритими залишаються багато питань
- Зокрема: Це перший крок до банківського союзу з спільною схемою гарантування вкладів та вирішення проблем неплатоспроможних банків? Чи мова йде лише про спільний нагляд?

Джерело: Єврокомісія, BNP

© Німецька консультативна група

C. Що потрібно зробити?
Можливі заходи по вирішенню кризи Єврозони

1. Короткострокові стабілізаційні заходи

2. Довгострокові стабілізаційні заходи

© Німецька консультативна група

Короткострокові стабілізаційні заходи

Добровільна реструктуризація боргу (номінал без змін, але довший строк погашення і покращення кредитної якості)

Переваги

Посильний рівень боргу досягається швидше

Зменшується навантаження на платників податків

Недоліки

Ризик прискорення відтоку капіталу

Негативний вплив на баланси фінансових інституцій

Європейські казначейські зобов'язання (КЗ) зі строком погашення 3-12 місяців, гарантовані всіма членами Єврозони

Переваги

Запобігає короткостроковим проблемам ліквідності

Перший крок до випуску довгострокових Єврооблігацій

Недоліки

Збільшується залежність від короткострокового боргу, і таким чином збільшується вразливість до підвищення процентних ставок

Джерело: ВЕ

© Німецька консультативна група

Довгострокові стабілізаційні заходи: банківський союз

Зараз: Банківський сектор залишається під національною юрисдикцією, а не юрисдикцією Єврозони; Спільна політика відсутня

Можливі заходи: Створення банківського союзу з 3 елементів

i. Схема гарантування вкладів
ii. Єдиний орган нагляду за банками в рамках Єврозони
iii. Спільний фонд для реструктурування проблемних банків

Власна точка зору:

- Банківський союз посилить поки що неповний монетарний союз
- Однак створення банківського союзу – досить амбіційна мета, зважаючи на значні відмінності в регулюванні та структурі банківських секторів країн Єврозони
- Також необхідно вирішити питання перерозподілу між країнами-членами

© Німецька консультативна група

Довгострокові стабілізаційні заходи: Посилення фіскальної інтеграції

- Для того, щоб монетарний союз належно працював, необхідно сформувати певний ступінь фіскальної інтеграції між учасниками
- Це особливо справедливо для ЄМС через досить низьку мобільність робочої сили між країнами
- Як це працює? Негативні економічні шоки, що діють на окремі країни, частково несуть на собі інші учасники через спільні фіскальні інструменти; таким чином ймовірність значних макроекономічних дисбалансів зменшується
- Як посилювати фіскальну інтеграцію? Як розподіляти ризики більш рівномірно між членами ЄС?
  - Європейські КЗ: цінні папери Єврозони з коротким строком погашення
  - Єврооблігації: довгострокові цінні папери Єврозони
  - Збільшення трансферів (“трансферний союз”)
  - Фонд для порятунку членів ЄС
- **Власна точка зору**:
  - Збільшення розподілу ризиків буде корисними
  - Спільний випуск боргових інструментів дозволить зменшити існуючий тиск на держави-члени
  - Але: Потрібно зберегти стимули для реформ та фіскальної консолідації
  - Ключове питання: Як збільшити стабільність без зменшення стимулів для реформ?

© Німецька консультативна група

D. Вплив на Україну

- Як вже обговорювалось на початку, криза Єврозони - це дуже складне явище, яке складається з
  - боргової кризи,
  - банківської кризи та
  - економічної кризи
- Кожен елемент має власні наслідки для України:
- Боргова криза: Держави з низьким кредитним рейтингом як Україна можуть мати труднощі з виходом на міжнародні ринки капіталу/або змушені платити вищі процентні ставки
- Банківська криза: Банки Єврозони зменшують кредитування іноземних позичальників, щоб покращити фінансовий стан та зосередитись на внутрішньому ринку
  - Цей ефект особливо помітний в країнах EMEA (включаючи Україну), економіки яких дуже сильно залежать від іноземних банків
- Економічна криза: Економічний спад в багатьох країнах Єврозони та відповідне сповільнення світового економічного зростання мають негативний вплив на український експорт, а особливо на експорт металів/сталі
  - Сповільнення зростання чітко спостерігається в Україні в 2012 році

© Німецька консультативна група

Можливі заходи економічної політики(1)

- Яка правильна реакція сьогодні на такі виклики?
  - Хоча Україна не може вплинути на ситуацію в Єврозоні, вона може підготуватись та якомога більше пом'якшити будь-який негативний вплив
- Важлива сфера: валютна політика
  - Традиційний інструмент для короткострокового пристосування
  - Проблеми в країнах Єврозони (де цей інструмент не доступний) показують значення цього інструмента
  - Але: Україна не готова використовувати цей інструмент, незважаючи на значний тиск на ринку іноземної валюти
- Наша точка зору:
  - Гнучкість обмінного курсу – це загалом непогана ідея, але вона є особливо актуальною, зважаючи на можливі майбутні шоки з Єврозони
  - Таким чином, в короткостроковому плані це найважливіший інструмент адаптації
  - "Вичікувальна позиція" небезпечна, тому що вона може призвести до більшої корекції у майбутньому, що буде важче реалізувати без паніки

© Німецька консультативна група

Можливі заходи економічної політики(2)

- Наступна важлива сфера: Фіскальна політика
  - Відчутні проблеми щодо залучення нового фінансування – це аргумент на користь низького дефіциту бюджету
  - В Україні відбулись значні зусилля щодо фіскальної консолідації після кризи 2009 року, але питання щодо “м’якшої” фіскальної позиції постали через наближенні виборів до Верховної Ради
- Наша точка зору:
  - Альтернативи на шляху до фіскальної консолідації відсутні – розвиток ситуації в Єврозоні підтримує таку точку зору
  - Такий підхід має загальні переваги, але він одночасно створює необхідний запас міцності, що дозволить відреагувати на можливе погіршення кризи Єврозони

© Німецька консультативна група

E. Заключні міркування

- Криза Єврозони – це дуже складне явище, що складається з
  - Боргової, банківської та економічної криз
  - Крім того: між цими кризами існують негативні зв'язки
- З початку кризи було зроблено багато
- Зокрема: Фіскальна консолідація в Єврозоні набагато успішніша ніж в США

  (США: очікуваний дефіцит бюджету в 2012 році = 7,8% від ВВП, державний борг до ВВП = 101,5%)
- Однак цього недостатньо, щоб вирішити питання; погіршення ситуації не виключається
- Але погіршення кризи може дуже негативно вплинути на світову економіку
- Для того, щоб надійно і надовго вирішити кризу, потрібно досягнути дві дуже різні мети:
  - Фінансова стабілізація, тобто покращення доступу до фінансових ринків в короткостроковому плані
  - Продовження фіскальної консолідації та реформ в коротко- та довгостроковій перспективі
  - Основна перешкода до знаходження правильної відповіді: Як тільки фінансова стабільність досягнута і премії за ризик зменшуються, тиск щодо проведення реформ одразу зникає
- Отже: Вирішити проблеми одним зусиллям може бути неможливо
- Натомість: Потрібно буде виконати ряд послідовних кроків (поступовий підхід)

© Німецька консультативна група

Прогнози: видається, що Єврозона на перехресті

Сценарій 1: Сильний євро

- Кризу використовують для покращення економічної політики та структури Єврозони
- Результат: Євро стає сильнішим, ніж раніше, оскільки попередні слабкості були переможені

Сценарій 2: Слабке євро

- Інституції Єврозони (ЄЦБ, ESM) використовуються для монетизації державного боргу
- Результат: Вища інфляція та слабший євро

Сценарій 3: Відсутній євро

- Компроміс між ключовими країнами та країнами периферії щодо вирішення кризи не досягнутий
- Розпад монетарного союзу з невідомими наслідками

Власна точка зору:

- Ми віддаємо перевагу сценарію 1
- Сценарій 3 досить малоймовірний (в середньостроковому плані) через великі втрати у випадку розпаду Єврозони

© Німецька консультативна група

Контактна інформація

Роберт Кірхнер
kirchner@berlin-economics.com

German Advisory Group
c/o BE Berlin Economics GmbH
Schillerstr. 59, D-10627 Berlin
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 2
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
E-mail: info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de



© Німецька консультативна група