

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС В ЕВРОЗОНЕ: ПРИЧИНЫ РАЗВИТИЯ И МЕРЫ ПО ОБЕСПЕЧЕНИЮ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

А.Н. Войтехович*

Проведен обзор мер по обеспечению финансовой стабильности, предпринятых в еврозоне в условиях развивающегося финансового кризиса, выделены этапы их реализации. Обосновано, что в результате реализации данных мер в валютном союзе ЕС была создана полноценная система инструментов обеспечения финансовой стабильности. Установлено, что развитие финансового кризиса в еврозоне является прямым следствием несовершенства проекта валютного союза, реализованного в ЕС. Выявлены ключевые ошибки, допущенные при обеспечении финансовой стабильности в еврозоне в предотвращении и урегулировании финансовых кризисов.

Ключевые слова: финансовый кризис, финансовая стабильность, валютный союз, валютная интеграция, кредитор последней инстанции.

JEL-классификация: E44, E58, F34, F36, F45, G01, H63.

Материал поступил 26.11.2019 г.

Одной из актуальных современных проблем в теории международной экономической интеграции и практике создания интеграционных объединений, а также реализации экономической политики является обеспечение финансовой стабильности в валютных союзах. Актуальность данной проблемы стала очевидной в связи с развитием финансовой нестабильности в Экономическом и валютном союзе Европейского союза (ЭВС ЕС, сокращенное наименование «еврозона»). Несмотря на успешное функционирование валютного союза в ЕС в течение первых десяти лет после его основания, в конце 2009 г. в еврозоне развился глубокий финансовый кризис, принявший форму кризиса государственного долга. Его острая фаза продлилась до конца 2014 г., что свидетельствует о том, что финансовый кризис принял затяжной характер. Финансовая нестабильность имела глубокие негативные последствия для реального сектора экономики еврозоны и стала одним из факторов замедления экономического роста в начале 2010-х гг. в мировой экономике. Отдельные негатив-

ные последствия финансового кризиса для реального сектора экономики стран еврозоны сохраняются до сих пор, в частности высокий уровень безработицы и сохранение глубокого разрыва в уровне экономического развития стран Северной и Южной Европы.

Отличительной чертой экономического развития ЭВС ЕС стало развитие в конце 2009 г. глубокого и затяжного финансового кризиса. При этом в научной среде общепризнанным стал вывод о том, что именно введение единой валюты явилось шоком, асимметрично воздействовавшим на различные группы стран в пределах еврозоны и приведшим в конечном счете к развитию данного финансового кризиса (Krugman, 2012. P. 444). Ввиду этого представляется необходимым провести критический анализ опыта обеспечения финансовой стабильности в еврозоне. Это позволит разработать рекомендации по предотвращению и урегулированию финансовых кризисов в валютных союзах с учетом особенностей трансформации финансовых систем государств, обусловленных введением единой валюты.

* **Войтехович Александр Николаевич** (avaitsiakhovich@yahoo.com), ассистент кафедры мировой экономики Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

Цель этой статьи – выявление причин развития финансового кризиса в еврозоне 2009–2014 гг., а также проведение аналитического обзора мер, предпринятых в валютном союзе ЕС для обеспечения финансовой стабильности в условиях развивающегося финансового кризиса.

Причины развития финансового кризиса в еврозоне

Финансовый кризис в еврозоне принял форму кризиса государственного долга и проявился в том, что уровень рыночных процентных ставок по государственным облигациям ряда стран еврозоны поднялся до запретительно высоких значений. Как показано на рис. 1, уровень процентных ставок по долгосрочным государственным облигациям резко увеличился в конце 2009 г. и оставался повышенным до конца 2014 г., что дает основание считать обозначенный период острой фазой кризиса и свидетельствует о за-

тяжном его характере. Наиболее пострадавшими от кризиса государствами еврозоны, если измерять по максимальному значению уровня долгосрочных процентных ставок в 2010–2014 гг., являются Греция (29,2% годовых), Португалия (13,9%), Ирландия (12,5%), Италия (7,1%), Кипр (7,0%) и Испания (6,8%). Вследствие столь значительного повышения стоимости обслуживания государственного долга правительства данных государств еврозоны потеряли возможность рефинансировать свой долг, оказались на грани дефолта и были вынуждены обратиться за получением внешней финансовой помощи (Hartmann, Smets, 2018. P. 28).

В СМИ было широко представлено мнение, согласно которому финансовый кризис в еврозоне стал результатом якобы безответственного управления государственными финансами стран Южной Европы, приведшего к наращению их государственного долга до неустойчивого уровня. Данное мнение

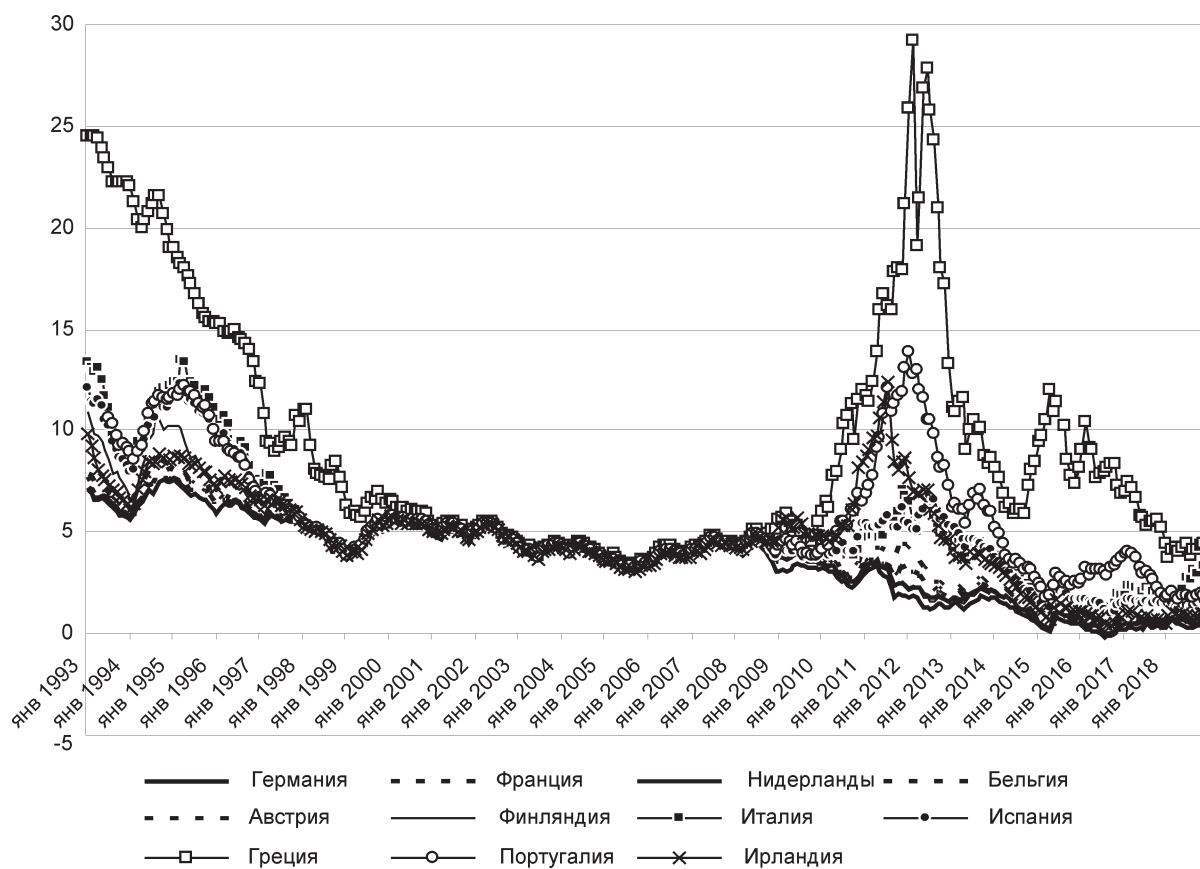


Рис. 1. Динамика среднегодовых номинальных процентных ставок по 10-летним облигациям правительств государств еврозоны в 1993–2018 гг., %

Источник. Авторская разработка по данным Европейского центрального банка. URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn4864>

глубоко укоренилось у широкой общественности и даже получило распространение среди политических лидеров государств Северной и Центральной Европы (De Grauwe, 2013. Р. 11). Тем не менее оно является излишне упрощенным видением причин финансового кризиса в еврозоне и не подтверждается статистическими данными. Динамика уровня государственного долга стран еврозоны (рис. 2) показывает, что его уровень в странах Южной Европы (кроме Греции) в течение лет, предшествовавших кризису, был сопоставим с уровнем государственного долга других стран еврозоны (Baldwin, Giavazzi, 2015. Р. 20). Кроме того, обнаруживается тенденция к медленному снижению уровня государственного долга вплоть до начала 2009 г., после чего он резко вырос, т. е. значительное увеличение долговой нагрузки на бюджеты государств Южной Европы произошло в ходе развития финансового кризиса, а не предшествовало ему (De Grauwe, 2011. Р. 2). Эти данные свидетельствуют: несмотря на то, что фи-

нансовый кризис в еврозоне реализовался в форме кризиса государственного долга, наращение не было причиной его развития, он стал результатом более сложных процессов, протекавших в финансовых системах государств еврозоны.

Для проведения анализа причин нарушения финансовой стабильности в еврозоне представляется целесообразным выделить аналитические группы среди государств, входящих в ее состав, условно выделив те из них, которые пострадали от кризиса государственного долга и которые не испытали кризисных явлений. Критерием отнесения государств в соответствующую группу является характер динамики уровня процентных ставок по долгосрочным государственным облигациям в 2009–2014 г. В соответствии с ним выделены страны «периферии» (пострадавшие от кризиса государственного долга: Италия, Испания, Греция, Португалия и Ирландия) и страны «центра» (не по-

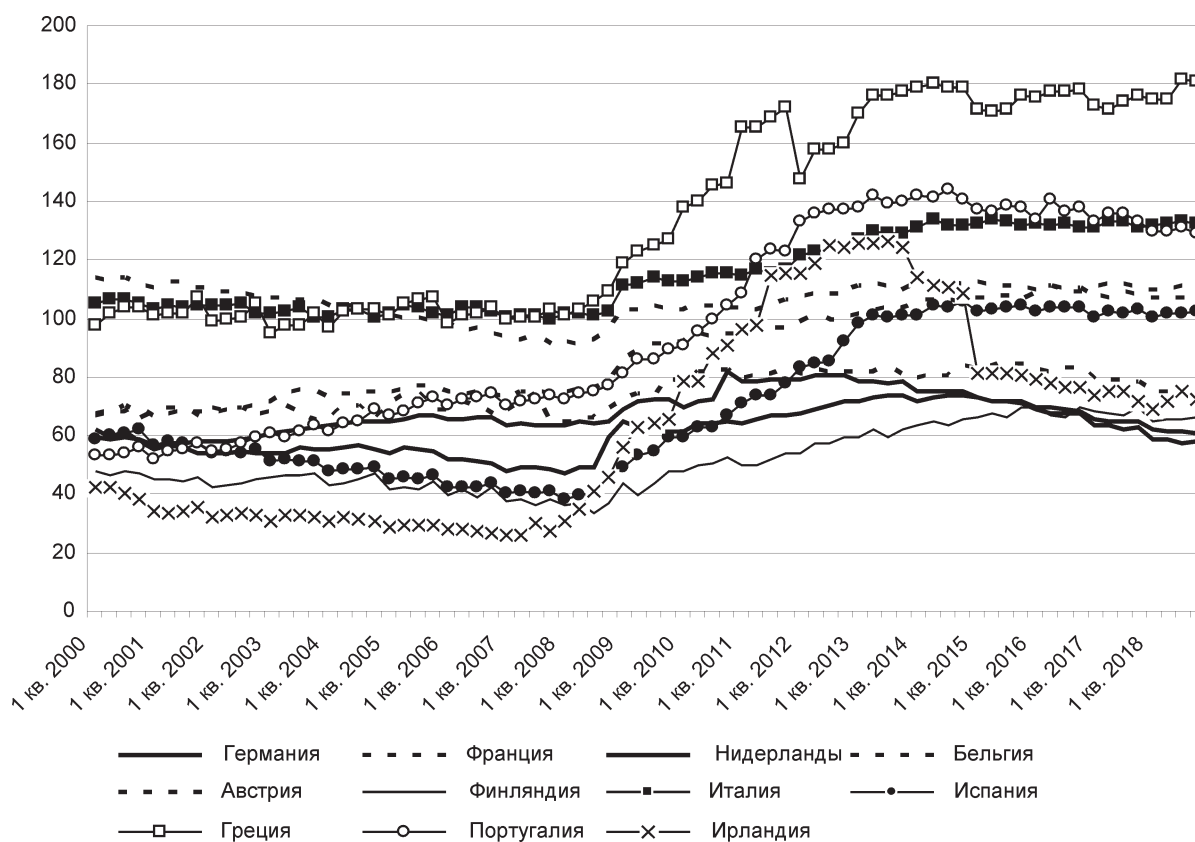


Рис. 2. Динамика уровня государственного долга государств еврозоны в 2000–2018 гг., % ВВП

Источник. Авторская разработка по данным Всемирного банка. URL: <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/quarterly-public-sector-debt>

страдавшие от кризиса государственного долга: Германия, Франция, Нидерланды, Бельгия, Австрия и Финляндия). В область анализа не вошли прочие государства еврозоны (по состоянию на начало 2010 г. к ним относились Словакия, Люксембург, Словения, Кипр и Мальта), поскольку, во-первых, в совокупности данные экономики занимают сравнительно небольшой удельный вес в экономике еврозоны (на момент начала кризиса – 1,8% ВВП) и, во-вторых, вышеперечисленные государства (кроме Люксембурга) вошли в состав валютного союза значительно позже его основания (в 2007–2009 гг.), в связи с чем введение единой валюты не успело в полной мере отразиться на динамике финансовых циклов в них и тенденциях накопления их внешнего долга, а, следовательно, оказать существенное влияние на уровень финансовой стабильности в данных государствах к моменту начала финансового кризиса.

В состав еврозоны вошли государства, экономики которых были достаточно разнородными. Одним из проявлений этого

стало формирование различных уровней инфляции в странах «центра» и «периферии»: инфляция в странах «периферии» в периоде, предшествовавшем развитию кризиса (1999–2008 гг.), систематически складывалась на более высоком уровне, чем в странах «центра», а среднее значение разницы в уровнях инфляции за этот период составило 0,9 п. п. (рис. 3).

Формирование столь глубоких различий в уровнях инфляции объясняется действием как структурных, так и циклических факторов¹ (De Naan, 2016. РР. 33–35). К основным структурным факторам принято относить: недостаточную гибкость цен и заработных плат в странах «периферии», обусловленную институциональными особенностями как рынков товаров и услуг, так и рынка труда, а также сохранением более высоких инфляционных ожиданий; сближение уровней цен на торгуемые товары и услуги вследствие номинальной конвергенции экономик стран еврозоны; дей-

¹ ECB. 2003. Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications. РР. 8–9.

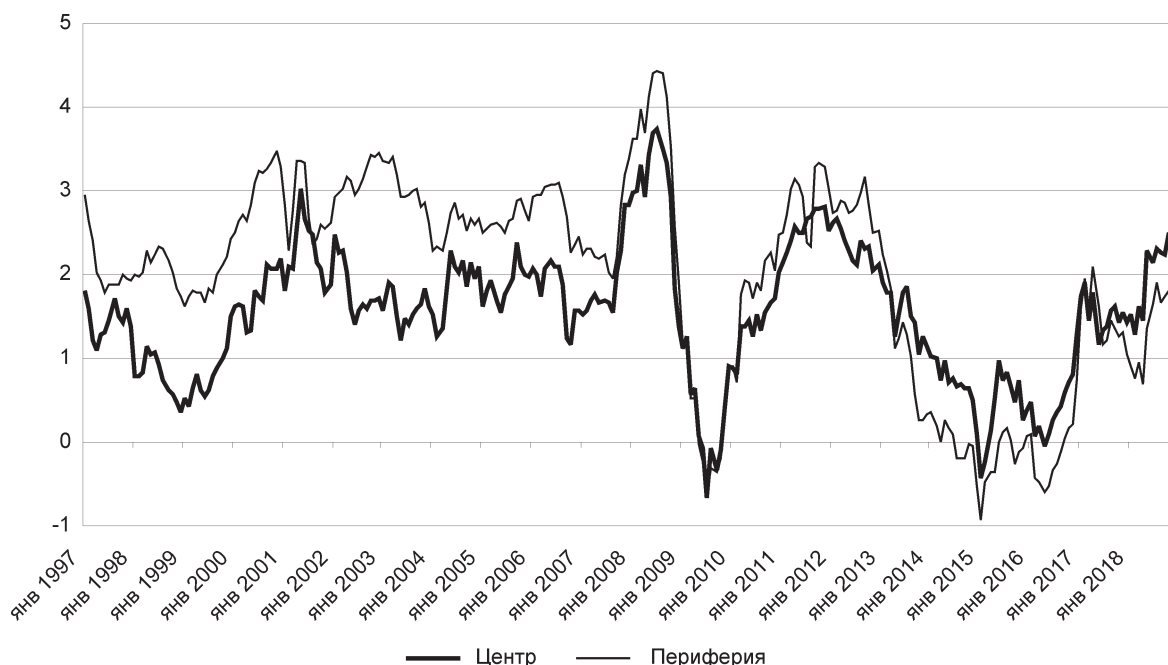


Рис. 3. Динамика гармонизированного индекса потребительских цен в «центре» и «периферии» еврозоны в 1997–2018 гг., месяц к предыдущему месяцу

Примечание. Значения для групп стран получены как средние соответствующего показателя для стран, вошедших в аналитическую группу, взвешенные по объему номинального ВВП в соответствующем периоде.

Источник. Авторская разработка по данным ЕЦБ. URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691209>

ствие эффекта Баласса-Самуэльсона вследствие реальной конвергенции экономик стран еврозоны; действие асимметричных внешних шоков и асимметричную реакцию на общие внешние шоки, связанные с колебаниями цен на энергетические ресурсы и курсов валют третьих государств. Циклические факторы связаны с несовпадением фаз делового цикла: в начале 2000-х годов экономики стран «периферии», в отличие от стран «центра» еврозоны, находились в фазе подъема делового цикла, что обуславливало ускорение темпов инфляции.

Несмотря на сохранение различий в уровнях инфляции среди экономик еврозоны, в валютном союзе проводилась общая денежно-кредитная политика, и в частности, применялись одинаковые процентные ставки по операциям Евросистемы вне зависимости от страны их проведения². Это представлялось оправданным, поскольку в соответствии с широко известной трилеммой международных финансов в экономиках стран, участвующих в валютном союзе, происходит выравнивание уровней номинальных процентных ставок под влиянием рыночных сил вследствие упразднения национальных валют и отсутствия ограничений на движение капитала в пределах валютного союза, что создает широкие возможности для арбитража на финансовых рынках. Действительно, уровни процентных ставок по облигациям правительств государств еврозоны сблизились после создания валютного союза (см. рис. 1), вследствие чего различия в стоимости заимствования для них стали несущественными (менее 0,5 п. п.). Сходным образом несущественными стали различия в стоимости заимствования для частных заемщиков (как нефинансовых корпораций, так и домашних хозяйств) стран «центра» и «периферии» еврозоны: в течение 2003–2008 гг. они также находились в пределах 0,5 п. п.

Однако в условиях сохранения различий в уровнях инфляции среди стран «центра» и «периферии» еврозоны сближение уровней номинальных процентных ставок означало, что реальная величина процентных ставок в странах «периферии» была

существенно ниже, чем в экономиках стран «центра». В частности, реальная величина ключевой ставки ЕЦБ для экономик «периферии» в 1999–2008 гг. была в среднем на 0,9 п. п. ниже, чем для экономик «центра», а с сентября 2002 г. по август 2006 г. принимала отрицательные значения. Вследствие этого единая денежно-кредитная политика, реализуемая в еврозоне, оставалась нейтральной для крупных экономик «центра» (Германии и Франции), однако была излишне мягкой для всех экономик «периферии» (Hoben, Kakes, 2013. P. 16).

Резкое снижение уровня реальных процентных ставок в экономиках «периферии» еврозоны после их вступления в валютный союз создало сильные стимулы для заимствования. При этом отсутствие ограничений на движение капитала в пределах валютного союза обеспечивало беспрепятственный доступ к внешним источникам финансирования, объем которых ввиду сравнительно малого размера экономик «периферии» был практически неограниченным. Закономерным следствием этого стало развитие «кредитного бума» в странах «периферии» еврозоны, в то же время динамика развития рынка кредитования в странах «центра» была более сбалансированной (рис. 4).

В частности, уровень кредитной задолженности сектора нефинансовых корпораций стран «периферии» еврозоны непрерывно увеличивался с 47,0% ВВП в I квартале 1999 г. до 101,0% ВВП в IV квартале 2008 г., сектора домашних хозяйств – с 23,9% ВВП в I квартале 1999 г. до 61,0% ВВП в IV квартале 2008 г. При этом сектор органов государственного управления являлся фактически единственным в экономике, в котором не наблюдалось увеличения уровня задолженности в течение периода, предшествовавшего финансовому кризису (см. рис. 2). Накопление именно частного, а не государственного долга создало предпосылки ослабления финансовой стабильности в еврозоне.

Сохранение различий в уровнях инфляции среди стран «центра» и «периферии» еврозоны представляло угрозу финансовой стабильности не только из-за невозможности проведения независимой денежно-кредитной политики в условиях участия в ва-

² ECB. 2011. The implementation of monetary policy in the euro area. PP. 9–11.

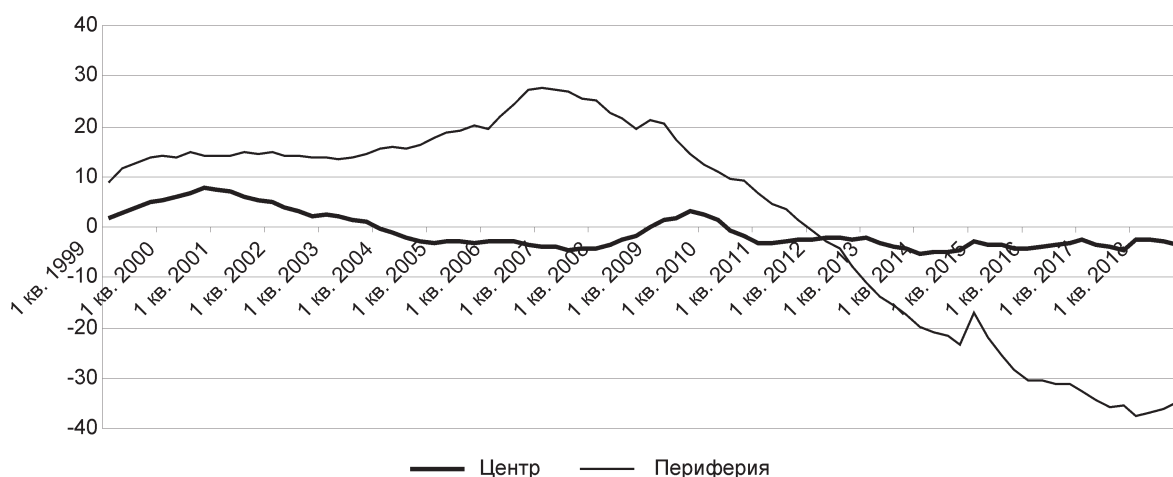


Рис. 4. Динамика кредитного разрыва в «центре» и «периферии» еврозоны в 1999–2018 гг., % ВВП

Примечание. Значения для групп стран получены как средние значения соответствующего показателя для стран, вошедших в аналитическую группу, взвешенные по объему номинального ВВП в соответствующем периоде.

Источник. Авторская разработка по данным ЕЦБ. URL: <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn3299>

лютом союзе, но и невозможности использования валютного курса для управления ценовой конкурентоспособностью национальных экономик. Ввиду сохранения систематически более высоких темпов инфляции страны «периферии» постепенно теряли свою конкурентоспособность относительно стран «центра» (Sinn, 2013. Р. 3). К 2008 г. уровень конкурентоспособности стран «периферии» снизился в среднем на 10,0% относительно 1999 г., в то время как уровень конкурентоспособности стран

«центра» повысился на 6,0%, вследствие чего относительная потеря конкурентоспособности составила 17,0%.

Закономерным образом утрата ценовой конкурентоспособности стран «периферии» приводила к нарастанию внешнеторговых дисбалансов, отраженных на рис. 5. На протяжении 1999–2008 гг. дефициты во внешней торговле были характерны для экономик Греции (от 7,3 до 11,9% ВВП), Португалии (от 6,9 до 10,9% ВВП), Испании (от 2,0 до 6,0% ВВП), а также с 2005 г. – Италии (до 0,9% ВВП). При

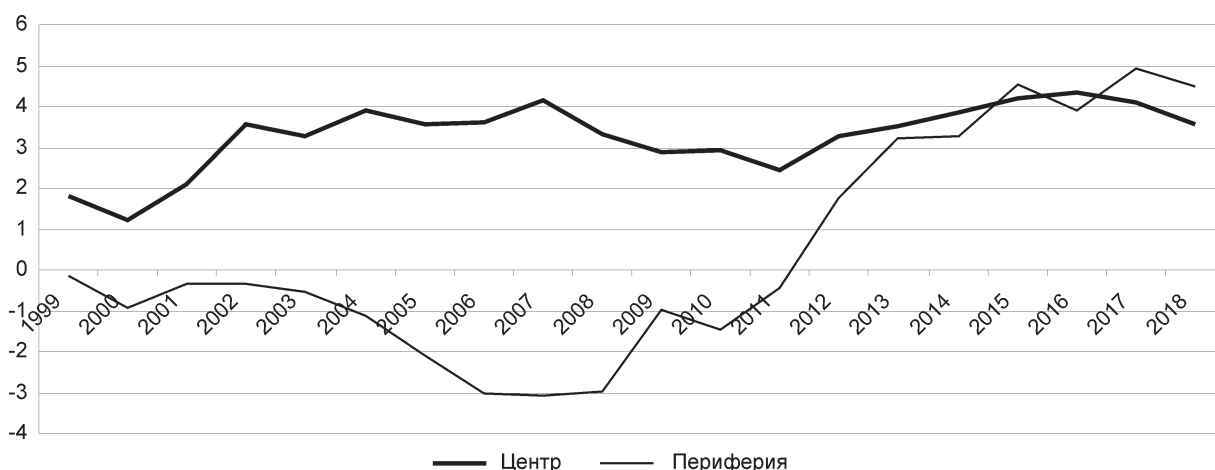


Рис. 5. Динамика сальдо внешней торговли товарами и услугами «центра» и «периферии» еврозоны в 1999–2018 гг., % ВВП

Примечание. Значения для групп стран получены как средние соответствующего показателя для стран, вошедших в аналитическую группу, взвешенные по объему номинального ВВП в соответствующем периоде.

Источник. Авторская разработка по данным ЕЦБ. URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691474>

этом совокупный внешнеторговый дефицит стран «периферии» непрерывно расширялся с 0,1% ВВП в 1999 г. до 3,0% ВВП в 2008 г. Одновременно с этим положительное сальдо внешней торговли было свойственно экономикам всех стран «центра» (за исключением Франции с 2006 г.), и профицит находился в среднем в пределах 4% ВВП.

Внешнеторговые дисбалансы в еврозоне сопровождались сопоставимыми по размеру дисбалансами в международном движении капитала³. Международные потоки капитала в странах «периферии» в 1999–2003 гг. оставались преимущественно сбалансированными, однако с 2004 г. страны «периферии» становятся чистыми получателями капитала в объеме до 5,2% ВВП в год (в 2006 г.). Получение притоков иностранного капитала позволяло финансировать внешнеторговые дефициты и тем самым со-

действовало обеспечению финансовой стабильности в первые годы существования валютного союза. Однако поскольку иностранные инвестиции поступали в страны «периферии» еврозоны преимущественно в форме заемного капитала, обратной стороной их привлечения стало накопление внешнего долга (Shambaugh, 2012. P. 171).

Уровень совокупного внешнего долга стран как «центра», так и «периферии» еврозоны быстро увеличивался в 2003–2009 гг. и стабилизировался после начала финансового кризиса (рис. 6). Темпы прироста внешнего долга стран «периферии» в 2003–2008 гг. (в среднем на 9,0% в год) значительно превышали значения соответствующего показателя для государств «центра» еврозоны (на 4,9% в год). При этом уровень государственного внешнего долга в странах «периферии», в отличие от стран «центра», оставался стабильным в пределах 35–39% ВВП до середины 2008 г. и лишь после этого стал быстро увеличиваться. Быстрое накопление частного внешне-

³ Vaitsiakhovich A. 2017. Problems of Ensuring National Competitiveness in a Monetary Union: Evidence from the Eurozone. Конкуреноспособность национальных экономик и регионов в контексте глобальных вызовов мировой экономики: монография. Ростов-на-Дону, Таганрог: ЮФУ. С. 42.

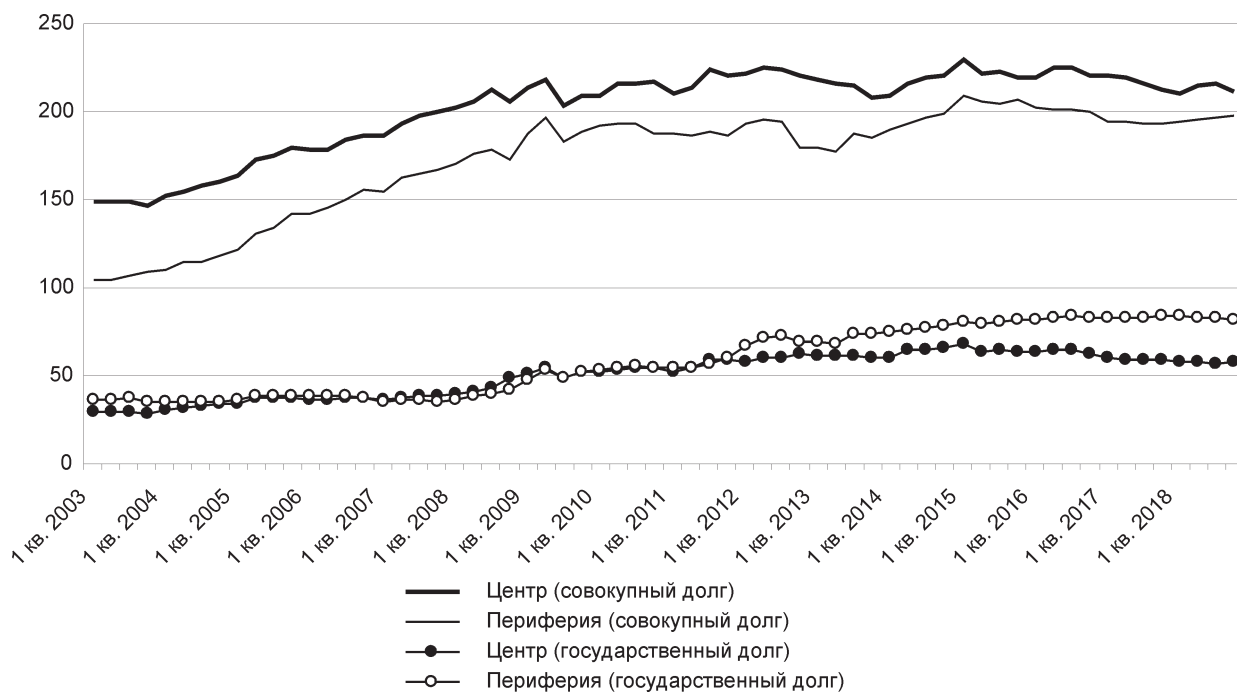


Рис. 6. Динамика уровня совокупного и государственного внешнего долга «центра» и «периферии» еврозоны в 2003–2018 гг., % ВВП

Примечание. Значения для групп стран получены как средние соответствующего показателя для стран, вошедших в аналитическую группу, взвешенные по объему номинального ВВП в соответствующем периоде.

Источник. Авторская разработка по данным Всемирного банка. URL: <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/quarterly-external-debt-statistics-sdds>

сформировавшуюся зависимость от внешних источников финансирования и обуславливало угрозу нарушения финансовой стабильности в случае внезапных оттоков иностранного капитала.

В полном соответствии с теоретической моделью, представленной в статье⁴, в странах «периферии» еврозоны сформировались предпосылки нарушения финансовой стабильности. Финансовый кризис там мог развиваться в любой момент при появлении соответствующего триггера.

Этим триггером стал мировой финансовый и экономический кризис 2007–2008 гг. Ответной реакцией правительств государств еврозоны на развитие финансового и экономического кризиса явилось наращивание государственного долга. Уровень его увеличился к IV кварталу 2009 г. в сравнении с соответствующим периодом 2007 г. во всех государствах еврозоны. Наибольший прирост был отмечен в Ирландии (на 38,4% ВВП), Греции (на 23,6% ВВП), Испании (на 18,5% ВВП), Франции (на 17,8% ВВП) и Португалии (на 15,5% ВВП).

Процессы, приведшие к быстрому наращиванию государственного долга, идентичностью в различных странах «периферии» не отличались и были обусловлены рядом факторов, включавших действие автоматических бюджетных стабилизаторов, принятие правительствами мер по стимулированию экономического роста в условиях рецессии и в особенности оказание правительствами финансовой помощи частным банкам, находящимся на грани банкротства (Becker, 2014. Р. 7). В результате реализации программ по «спасению» банковских систем частный внешний долг, накопленный за первое десятилетие существования валютного союза, был фактически перенесен на баланс органов государственного управления (De Grauwe P., 2013. Р. 13). Вследствие этого проблема накопления частного долга в «периферии» еврозоны трансформировалась в проблему платежеспособности правительств государств «периферии».

Быстрый рост уровня государственного долга создавал угрозу дефолта правительств.

Она становилась особенно актуальной в связи с тем, что ни один общеевропейский или национальный институт в еврозоне не был способен выполнять функцию кредитора последней инстанции для правительств государств, вступивших в валютный союз (De Grauwe, 2011. Р. 3). С одной стороны, национальные центральные банки, передав полномочия по определению объема денежной эмиссии в пользу Европейского центрального банка (ЕЦБ), потеряли возможность выступать в качестве кредиторов последней инстанции. С другой стороны, принципы построения валютного союза в ЕС предполагали запреты на взаимное оказание финансовой помощи правительствами государств еврозоны, а также запрет на финансирование их органами денежно-кредитного регулирования еврозоны⁵.

Вследствие этого правительства государств еврозоны стали уязвимы перед ухудшением конъюнктуры финансовых рынков, когда инвесторы, опасаясь возможного дефолта правительства, начинают избегать вложений в его ценные бумаги, что приводит к падению цен на них и, следовательно, росту рыночных процентных ставок по ним. В таком случае имеет место развитие «самореализующегося» кризиса государственного долга, который в отсутствие каких-либо фундаментальных причин может действительно привести к дефолту правительства (De la Dehesa, 2012. Р. 13). Осознание инвесторами факта того, что облигации правительств государств еврозоны, в отличие от облигаций правительств государств, сохраняющих национальные валюты, не могут считаться безрисковым финансовым активом, обусловило нарастание напряжения на рынках государственных облигаций с марта 2008 г.

На этом фоне негативные новости о фальсификации данных статистики государственных финансов Греции, раскрытые в октябре 2009 г., спровоцировали развитие паники на финансовых рынках. В апреле 2010 г. рухнул рынок государственных облигаций Греции. В мае 2010 г. паника распространилась на рынки государственных облигаций Ирландии и Португалии, а к июлю 2012 г.

⁴ Войтехович А.Н. 2018. Оценка уровня конвергенции экономик стран ЕАЭС как предпосылки создания валютного союза. *Банкаўскі веснік*. № 12. С. 18.

⁵ Войтехович А.Н. 2018. Особенности обеспечения финансовой стабильности в валютном союзе в ЕС. *Веснік Беларускага дзяржаўнага эканамічнага ўніверсітэта*. № 5. С. 36.

она охватила также рынки облигаций Испании и Италии (Hartmann, Smets, 2018. PP. 28–29). Финансовый кризис в еврозоне, первоначальным триггером которого послужил мировой финансовый кризис, приобрел собственные локальные черты и стал развиваться независимо от него.

Меры по обеспечению финансовой стабильности в еврозоне

Меры, предпринятые экономическими властями еврозоны для восстановления финансовой стабильности в условиях развития финансового кризиса, прошли длительную эволюцию и фактически были со временем заменены концептуально противоположными. В связи с этим представляется целесообразным выделить этапы реализации мер по обеспечению финансовой стабильности в еврозоне (табл. 1).

Этап 1. Реализация мер в секторе государственных финансов на национальном уровне (до мая 2010 г.). На данном этапе кризис государственного долга затронул лишь Грецию, поэтому осознание систем-

ной угрозы для финансовой стабильности еврозоны отсутствовало. Предполагалось, что восстановление спокойствия на рынках государственных ценных бумаг найдется исключительно в компетенции национальных правительств. Для обеспечения финансовой стабильности правительству Греции было предписано продемонстрировать готовность улучшить состояние государственных финансов посредством реализации мер бюджетной экономии, предусматривавших увеличение налоговой нагрузки на реальный сектор экономики, а также (в меньшей степени) сокращение расходов государственного бюджета. Предполагалось, что проведение данных мер позволит восстановить доверие инвесторов и тем самым остановит панику на финансовых рынках, обеспечив снижение процентных ставок по государственным облигациям на докризисный уровень (Krugman, 2015).

Независимо от этих мер, уже с октября 2008 г. Евросистема начала активное регулирование ликвидности банковской системы, осуществляя избыточные объемы де-

Таблица 1

Этапы реализации мер по обеспечению финансовой стабильности в еврозоне в 2009–2014 гг.

Этап	Предпринятые меры
Реализация мер в секторе государственных финансов на национальном уровне (до мая 2010 г.)	Принуждение правительств к достижению профицита государственного бюджета посредством реализации мер бюджетной экономии – увеличения налоговой нагрузки и сокращения государственных расходов Активное регулирование Евросистемой ликвидности банковской системы путем предоставления и изъятия избыточной ликвидности в условиях дефицита доверия и фрагментации рынков
Реализация мер преимущественно в секторе государственных финансов на общеевропейском уровне (май 2010 г. – июль 2012 г.)	Предоставление кредитов правительствам государств «периферии» еврозоны на цели рефинансирования их долга и основание постоянно действующего фонда – Европейского стабилизационного механизма (ESM) Реформирование принципов координации бюджетно-налоговой политики в еврозоне с целью установления более жестких правил бюджетно-налоговой дисциплины в рамках Пакта стабильности и роста (SGP) Применение Евросистемой нестандартных инструментов регулирования ликвидности для создания долгосрочных источников ликвидности для банковской системы и компенсирования оттоков капитала из стран «периферии» в страны «центра»
Реализация мер преимущественно в банковском секторе на общеевропейском уровне (с июля 2012 г.)	Запуск программы прямых денежных операций (OMT), в рамках которой Евросистема впервые предоставила неограниченную гарантию по инвестициям частных инвесторов в государственные облигации стран еврозоны (вербальная интервенция ЕЦБ) Основание Единого механизма банковского надзора (SSM), в рамках которого полномочия по проведению банковского надзора за деятельностью системообразующих банков были переданы ЕЦБ, а также были внедрены инструменты макропруденциальной политики Основание Единого механизма урегулирования проблем банков (SRM), в рамках которого закреплены полномочия по урегулированию банковских кризисов и создан специальный страховой фонд

Источник. Авторская разработка.

нежной эмиссии и одновременно поглощая их с помощью инструментов изъятия ликвидности. Благодаря этому возросла роль Евросистемы в процессах финансового посредничества между финансовыми организациями в пределах национальных экономик, что позволяло поддерживать стабильность финансовой системы еврозоны в условиях дефицита доверия и фрагментации рынков (Cour-Thimann, 2013. P. 12).

Тем не менее реализация мер бюджетной экономии лишь усугубила состояние государственных финансов Греции, поскольку привела к развитию экономической рецессии (Frangakis, 2015. P. 295). Это является закономерным следствием проведения жесткой бюджетно-налоговой политики, поскольку увеличение налоговой нагрузки и сокращение государственных расходов вызывает сокращение доходов экономических субъектов и в целом подавляет общую экономическую активность. Следовательно, бюджетно-налоговая политика становится проциклической и запускает развитие дефляционной спирали, результатом которой становится углубление рецессии. В результате данных процессов реальный ВВП Греции сократился в 2010 г. на 9,0%, а уровень безработицы вырос с 13,8 до 15,7%. В свою очередь нарастающая экономическая рецессия углубляет дефицит государственного бюджета, поскольку приводит к сокращению налоговых доходов, увеличению расходов на социальные нужды и усугубляет бремя государственного долга вследствие сокращения объема ВВП (Ostry, Ghosh, Espinoza, 2015. P. 5). В связи с этим парадоксальным образом, несмотря на применение мер бюджетной экономии, дефицит государственного бюджета Греции сложился в 2010 г. на уровне 11,2% ВВП, а уровень государственного долга вырос за 2010 г. со 126,7% ВВП до 146,2% ВВП. Меры бюджетной экономии оказались неэффективными и, следовательно, не смогли остановить рост процентных ставок по государственным облигациям на финансовых рынках.

Этап 2. Реализация мер преимущественно в секторе государственных финансов на общеевропейском уровне (май 2010 г. – июль 2012 г.). На фоне неэффективных по-

пыток Греции сократить размер бюджетного дефицита паника инвесторов с марта 2010 г. затронула рынки облигаций Ирландии и Португалии, что создало угрозу дальнейшего распространения финансового кризиса на экономики «центра» еврозоны, поскольку ввиду глубокой финансовой интеграции и распространенности транснационального кредитования дефолт правительств государств «периферии» мог привести к банковскому кризису в странах «центра» (De la Dehesa, 2012. P. 43; Baldwin, Giavazzi, 2015. P. 34). Это определило необходимость принятия мер на общеевропейском уровне.

Основным направлением действий на этом этапе стало предоставление специально созданными стабилизационными фондами кредитов правительствам государств «периферии» еврозоны, пострадавшим от кризиса, на цели рефинансирования их долга (табл. 2), а также создание с этой целью в 2012 г. постоянного действующего фонда – Европейского стабилизационного механизма (European Stability Mechanism, ESM).

Несмотря на достаточно большой объем финансирования, предоставляемого в рамках программ финансовой помощи (как правило, от 38 до 80% ВВП государства-заемщика), их эффективность была ограничена рядом факторов – необходимостью реализации государствами-заемщиками мер бюджетной экономии как обязательного условия получения финансовой помощи; применением повышенных процентных ставок по предоставляемым кредитам; несвоевременным характером реализации программ в условиях развития паники на финансовых рынках. Ввиду указанных причин программы финансовой помощи оказались не способными облегчить бремя государственного долга стран «периферии» еврозоны и позволяли лишь временно снизить напряжение на финансовых рынках.

Затяжной характер кризиса на рынках государственных ценных бумаг определил необходимость применения Евросистемой ряда нестандартных инструментов регулирования ликвидности для сохранения стабильности в остальных секторах финансовой системы (Cour-Thimann, Winkler, 2013. PP. 13–18). В частности, с мая 2010 г. ЕЦБ

Объем и источники финансирования программ финансовой помощи государствам «периферии» еврозоны в 2010–2018 гг.

Государство-заемщик (сроки программы)	Объем финансирования, млрд евро							
	Одобренный (% ВВП заемщика)	фактически предоставленный (в разрезе кредиторов)						
		МВФ	GLF	EFSF	EFSM	ESM	Другие	Итого (% ВВП)
Греция (2010–2012 гг.)	110,0 (46,3%)	20,1	52,9	–	–	–	–	73,0 (30,7%)
Греция (2012–2015 гг.)	164,5 (79,5%)	12,0	–	141,8	–	–	–	153,8 (74,3%)
Греция (2015–2018 гг.)	86,0 (48,1%)	–	–	–	–	61,9	–	61,9 (34,6%)
Ирландия (2010– 2013 гг.)	67,5 (37,9%)	22,5	–	17,7	22,5	–	4,8	67,5 (39,7%)
Испания (2012– 2013 гг.)	100,0 (9,3%)	–	–	–	–	41,3	–	41,3 (3,9%)
Кипр (2013–2016 гг.)	10,0 (51,3%)	1,0	–	–	–	6,3	–	7,3 (37,5%)
Португалия (2011– 2014 гг.)	78,0 (43,4%)	26,5	–	26,0	24,3	–	–	76,8 (42,7%)
Итого	616,0	82,1	52,9	185,5	46,8	109,5	4,8	481,6

Источник. Авторская разработка по данным: ESM. 2019. Safeguarding the euro in times of crisis. The inside story of the ESM. Luxembourg: EU Publications Office. PP. 43, 101, 124, 194, 225, 275, 327.

возобновил регулярное проведение операций долгосрочного рефинансирования, кульминацией которых стало проведение в декабре 2011 г. и в марте 2012 г. двух операций сроком три года и совокупным объемом 1018,7 млрд евро, или 10,2% ВВП всей еврозоны. Кроме того, нестандартные инструменты ЕЦБ включали смягчение требований к обеспечению, принимаемому при совершении операций рефинансирования, чтобы облегчить доступ банков к финансированию от Евросистемы, и возобновление временных линий валютного свопа с Федеральной резервной системой США, необходимых для поддержания валютной ликвидности банков. При этом изменилась географическая структура операций Евросистемы по регулированию ликвидности: национальные банки стран «периферии» начали осуществлять избыточный объем денежной эмиссии, а стран «центра» – поглощать ее, что позволяло компенсировать влияние «бегства» капитала из стран «периферии» в страны «центра» на уровень ликвидности национальных банковских систем (Coig-Thimann, 2013. P. 13).

Однако эти меры были непоследовательными и недостаточными. Несмотря на проведение объемных операций по поддержке ликвидности банковской системы, ЕЦБ воз-

держивался от проведения крупных интервенций непосредственно на рынке государственных облигаций, который был основным источником финансовой нестабильности. ЕЦБ фактически позволил кризису государственного долга перерасти в банковский кризис летом 2011 г. и лишь после этого начал принимать меры по поддержке ликвидности банковской системы (De Grauwe, 2012). В связи с этим ЕЦБ впоследствии подвергся жесткой критике за недостаточность и несвоевременность мер, предпринятых для снятия напряжения на финансовых рынках (Czubala, Puente Regidor, 2015. P. 147).

Этап 3. Реализация мер преимущественно в банковском секторе на общеевропейском уровне (с июля 2012 г.). В условиях сохранения постоянной угрозы дефолта по государственному долгу в еврозоне с июля 2011 г. кризис распространился на рынки облигаций Испании и Италии, а с осени 2011 г. начал угрожать экономикам стран «центра» еврозоны – Бельгии, Франции и Австрии. Распространение кризиса на такие крупные экономики, как Испания, Италия и Франция, содержало критический риск для стабильности финансовой системы валютного союза.

В связи с этим очевидной стала необходимость вмешательства ЕЦБ как кредитора последней инстанции не только для

банковской системы, но и для правительств государств еврозоны. С этой целью в августе 2012 г. ЕЦБ анонсировал программу прямых денежных операций (Outright Monetary Transactions, OMT), в рамках которой Евросистема приняла на себя обязательство выкупать облигации государств еврозоны, участвующих в программах финансовой помощи, в неограниченном объеме. Тем самым ЕЦБ фактически предоставил бесплатную и неограниченную гарантию по инвестициям частных инвесторов в государственные облигации стран еврозоны. Анонсирование программы OMT позволило немедленно остановить панику на финансовых рынках и прекратить «бегство» капитала из стран «периферии» (Altavilla, Giannone, Lenza, 2014. P. 8; Cour-Thimann, 2013. P. 11). Уже к концу 2012 г. процентные ставки по государственным облигациям снизились до достаточно низкого уровня, чтобы правительства государств «периферии» могли успешно рефинансировать свой долг без участия в программах финансовой помощи. При этом анонсированные инструменты OMT никогда не были применены в действительности (Baldwin, Giavazzi, 2016. P. 29). Вербальной интервенции ЕЦБ как кредитора последней инстанции оказалось достаточно, чтобы остановить развитие паники, которую не удавалось погасить в течение трех предшествующих лет, затратив 412,4 млрд евро в рамках программ финансовой помощи.

Кроме интервенции ЕЦБ, в середине 2012 г. был принят ряд решений, заложивших основу будущей системы обеспечения финансовой стабильности в еврозоне путем создания так называемого Европейского банковского союза. Основными элементами банковского союза стали Единый механизм банковского надзора (Single Supervisory Mechanism, SSM) и Единый механизм урегулирования проблем банков (Single Resolution Mechanism, SRM). В рамках механизма SSM с ноября 2014 г. полномочия по проведению банковского надзора за деятельностью системно значимых банков были переданы от национальных надзорных органов в пользу ЕЦБ в целях повышения стандартов банковского надзора и унификации принципов его проведе-

ния. Кроме того, в рамках механизма SSM были разработаны и внедрены инструменты макропруденциальной политики, что впервые предоставило возможность сглаживать колебания финансового цикла в экономиках отдельных государств еврозоны. В рамках механизма SRM в 2016 г. был учрежден Единый комитет по урегулированию проблем банков и сформирован единый страховой фонд, что позволит оперативно и своевременно регулировать будущие банковские кризисы благодаря четкому разделению полномочий по действиям в кризисных ситуациях и предоставлению необходимых для регулирования кризиса финансовых ресурсов. В результате создания банковского союза полномочия по обеспечению устойчивости финансовых систем государств еврозоны были фактически переданы с национального на наднациональный уровень регулирования, что обозначило принятие концептуально нового подхода к обеспечению финансовой стабильности в валютном союзе в ЕС.

На основе приведенных фактов представляется обоснованным утверждать, что в результате реализации мер по урегулированию финансового кризиса к 2016 г. в еврозоне завершилось создание системы инструментов обеспечения финансовой стабильности (табл. 3).

Созданная система включает в себя инструменты, применяемые на наднациональном (общеевропейском) уровне и предназначенные как для предотвращения, так и для урегулирования финансовых кризисов. При этом область действия внедренных инструментов симметрично охватывает как банковский сектор, так и сектор государственных финансов. Это дает основания охарактеризовать созданную систему как полноценное, комплексное решение проблемы обеспечения финансовой стабильности.

В то же время, созданная система инструментов была настроена на существующих институциональных основах еврозоны без проведения их реформирования, в связи с чем она не позволяет полностью устранить причины нарушения финансовой стабильности, характерные для валютных союзов. В частности, в еврозоне по-прежнему

Система инструментов обеспечения финансовой стабильности в еврозоне после 2016 г.

Выполняемая цель политики по обеспечению финансовой стабильности		Регулируемый сектор финансовой системы	
		Банковская система	Государственный бюджет
1. Предотвращение финансовых кризисов		Единый механизм банковского надзора (SSM)	Пакт стабильности и роста (SGP)
2. Урегулирование финансовых кризисов	с использованием средств страховых стабилизационных фондов	Единый механизм урегулирования проблем банков (SRM)	Европейский стабилизационный механизм (ESM)
	с вовлечением кредитора последней инстанции	Нестандартные инструменты денежно-кредитной политики ЕЦБ (инструменты долго срочного рефинансирования и др.)	Программа прямых денежных операций (ОМТ) ЕЦБ

Источник. Авторская разработка.

му не внедрены инструменты, позволяющие устранить различия в темпах инфляции среди экономик валютного союза и осуществить регулирование международных потоков капитала в пределах еврозоны. Вследствие этого становится возможной дальнейшая потеря ценовой конкурентоспособности одних групп стран, участвующих в валютном союзе, относительно других, следствием чего станет углубление внешнеэкономического неравновесия и дальнейшее накопление внешнего долга странами, экономики которых теряют конкурентоспособность, что способно вновь сформировать предпосылки финансовой нестабильности в еврозоне. В связи с этим, эффективность инструментов по обеспечению финансовой стабильности, внедренных в еврозоне, на настоящий момент не может быть достоверно оценена и подлежит проверке временем.

* * *

Таким образом, среди причин развития финансового кризиса 2010–2014 гг. в еврозоне представляется обоснованным выделить как комплекс глубинных предпосылок, сформировавших финансовую нестабильность, так и комплекс непосредственных причин, послуживших стимулом для развития финансового кризиса. Глубинными причинами кризиса стало проведение единой денежно-кредитной политики в еврозоне в условиях неполной конвергенции национальных экономик и неограниченной мобильности капитала в пределах валютного союза и неразвитости финансового

регулирования и надзора. Непосредственные причины кризиса обусловлены резким ухудшением состояния государственных финансов стран «периферии» в 2008–2009 гг. в результате мирового финансового и экономического кризиса в сочетании с отсутствием кредитора последней инстанции для правительств государств – членов валютного союза в ЕС. При этом в основе как глубинных, так и непосредственных причин финансового кризиса в еврозоне лежит несовершенство проекта валютного союза в ЕС: проведение единой денежно-кредитной политики привело к формированию глубоких дисбалансов в экономическом развитии стран «центра» и «периферии» еврозоны (в особенности во внешней торговле), в то время как отсутствие кредитора последней инстанции предопределило уязвимость правительств перед паниками на рынках государственных ценных бумаг. Недооценка негативных последствий создания валютного союза для финансовой стабильности в экономиках государств, вошедших в его состав, не позволила предотвратить развитие финансового кризиса.

Меры по обеспечению финансовой стабильности в еврозоне прошли длительную эволюцию, и в их осуществлении представляется обоснованным выделить следующие этапы: реализация мер в секторе государственных финансов на национальном уровне (до мая 2010 г.); реализация мер преимущественно в секторе государственных финансов на общеевропейском уровне (май 2010 г. – июль 2012 г.); реализация мер преимущественно в банковском секторе на общеевропейском уровне (с июля 2012 г.). Не-

смотря на то, что к 2016 г. в еврозоне была создана полноценная система инструментов обеспечения финансовой стабильности, при урегулировании финансового кризиса был допущен ряд ошибок, ключевой из которых стало несвоевременное проведение ЕЦБ как кредитором последней инстанции интервенции на рынках государственных ценных бумаг. Вследствие этого кризис приобрел затяжной характер, что усугубило тяжесть его последствий для реального сектора экономики еврозоны.

В связи с этим опыт обеспечения финансовой стабильности в валютном союзе в ЕС следует считать негативным как в части предотвращения финансовых кризисов, так и урегулирования реализовавшегося финансового кризиса. Проект валютного союза в ЕС не может считаться образцом при создании новых валютных союзов, поскольку он не гарантирует сохранение финансовой стабильности в экономиках государств, вступивших в валютный союз. Для обеспечения финансовой стабильности в валютных союзах необходимыми представляются разработка и внедрение инструментов, позволяющих сохранить возможность управления темпами инфляции в экономиках отдельных стран, вошедших в валютный союз, а также гарантировать присутствие в них независимого кредитора последней инстанции.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

- Altavilla C., Giannone D., Lenza M.** 2014. The financial and macroeconomic effects of OMT announcements. *ECB Working Papers*. No 1707. 25 p.
- Baldwin R., Giavazzi F.** (Eds.) 2015. *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible remedies*. London: CEPR Press. 206 p.
- Baldwin R., Giavazzi F.** (Eds.) 2016. *How to fix Europe's monetary union: Views of leading economists*. London: CEPR Press. 248 p.
- Beker V.A.** 2014. The European debt crisis: Causes and consequences. *Journal of Stock & Forex Trading*. Vol. 3. Iss. 2. 9 p.

Cour-Thimann Ph. 2013. Target balances and the crisis in the euro area. *CESifo Forum*. Vol. 53. PP. 5–50.

Cour-Thimann Ph., Winkler B. 2013. The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure. *ECB Working Papers*. No 1528. 46 p.

Czubala M. R., Puente Regidor M. 2015. Central banking and the crisis. A comparison of the Federal Reserve and the European Central Bank measures, and the ECB's changing role in the EU economic governance system. *OASIS*. No 23. PP. 147–167.

De Grauwe P. 2011. The governance of a fragile Eurozone. *CEPS Working Documents*. No 346. 25 p.

De Grauwe P. 2012. How not to be a lender of last resort. *CEPS Commentaries*. 2 p.

De Grauwe P. 2013. Design failures in the Eurozone: Can they be fixed? *Europe in Question Discussion Paper Series*. No 57. 35 p.

De Haan J. (Ed.) 2016. Inflation in the euro area and why it matters. *De Nederlandsche Bank Occasional Studies*. Vol. 14. No 3. 100 p.

De la Dehesa G. 2012. A self-inflicted crisis? Design and management failures leading to the Eurozone crisis. *Group of Thirty Occasional Papers*. No 86. 75 p.

Frangakis M. 2015. Public debt crisis, austerity and deflation: The case of Greece. *Review of Keynesian Economics*. Vol. 3. No 3. PP. 295–313.

Hartmann Ph., Smets F. 2018. The first twenty years of the European Central Bank: Monetary policy. *ECB Working Papers*. No 2219. 98 p.

Houben A., Kakes J. 2013. Financial imbalances and macroprudential policy in a currency union *De Nederlandsche Bank Occasional Studies*. Vol. 11. No 5. 30 p.

Krugman P. 2012. Revenge of the Optimum Currency Area. *NBER Macroeconomics Annual*. No 27. PP. 439–448.

Krugman P. 2015. The case for cuts was a lie. Why does Britain still believe it? The austerity delusion. *The Guardian*. URL: <https://www.theguardian.com/business/ng-interactive/2015/apr/29/the-austerity-delusion>

Ostry J., Ghosh A.R., Espinoza E. 2015. When should public debt be reduced? *IMF Staff Discussion Notes*. No SDN/15/10. 23 p.

Shambaugh J.C. 2012. The Euro's Three Crises. *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 43. Iss. 1. PP. 157–231.

Sinn H.-W. 2013. Austerity, growth and inflation. Remarks on the Eurozone's unresolved competitiveness problem. *Ifo Institute Working Papers*. No 4086. 21 p.

FINANCIAL CRISIS IN THE EURO ZONE: DEVELOPMENT CAUSES AND MEASURES TAKEN TO ENSURE FINANCIAL STABILITY

Alexander Vaitsiakhovich¹

Author affiliation: ¹ Belarus State Economic University (Minsk, Belarus).

Corresponding author: Alexander Vaitsiakhovich (avaitsiakhovich@yahoo.com).

ABSTARCT. There has been done a survey of measures on ensuring financial stability taken in the Euro zone in the context of financial crises underway. Identified are the stages of their implementation. It is substantiated that because of implementing these measures within the monetary union, in the EU there was established a full-fledged system of instruments ensuring the financial stability. It was stated that the development of the financial crisis in the Euro zone is a direct consequence of inadequacy of the monetary union implemented in the EU. There have been identified the key errors made in the process of ensuring the financial stability in the Euro zone aimed at preventing regulating the financial crises.

KEYWORDS: financial crisis, financial stability, monetary union, monetary integration, lender of last resort.

JEL-code: E44, E58, F34, F36, F45, G01, H63.

Received 26.11.2019

