



# Больше Европы, а не меньше

**Зона евро  
извлекает уроки из  
долгового кризиса,  
понимая, что ей  
необходим более  
централизованный  
подход к налогово-  
бюджетной  
и финансовой  
политике**

**Селин Аллар**

**К**ОГДА дело касается суверенного долга, представляется, что в зоне евро все происходит не так, как в других регионах. Даже несмотря на то, что ее уровень долга соответствует уровню долга в других странах с развитой экономикой, зона евро охвачена кризисом суверенного долга (см. рис. 1). Правда, зона евро — не единое государство, и ее договор запрещает государствам-членам распределять обязательства между собой. Но почему это должно означать, что проблемы одного государства-члена подразумевают проблемы для всех, и инвесторы беспокоятся о будущем экономического и валютного союза?

Оглядываясь назад на причины долгового кризиса в Европе, мы приходим к выводу о том, что ответом на этот вопрос отчасти является неполная экономическая, финансовая и бюджетная интеграция. Для эффективного функционирования экономического и валютного союза ему необходима определенная форма распределения бюджетных рисков, более жесткий мониторинг национальной политики и интегрированный общеевропейский подход к финансовой системе. Прогресс наблюдается во всех этих направлениях, но важнейшее значение по-прежнему имеет быстрая реализация.

## Заговор факторов

Экономический и валютный союз (ЭВС) был создан на основе предположения о том, что выгоды от общей валюты будут превосходить из-

держки, связанные с отказом от национальных валют. План, предусмотренный в Пакте о стабильности и росте (ПСР), заключался в том, что европейские институты будут пристально следить за бюджетами стран путем проведения ежегодных оценок, а также в установлении достаточно жесткой бюджетной дисциплины, для того чтобы оставалась возможность преодолевать шоки в конкретных странах.

Координация реформ национальных товарных рынков или рынков труда (например, открытие рынка электроэнергии или стимулирование участия в рынке труда) должна была выровнять экономические системы, так чтобы они более похожим образом реагировали на общие шоки.

Однако при введении ЭВС южные страны зоны евро и Ирландия (обобщенно называемые «периферийными» странами) испытали весьма специфический шок: в этих странах наблюдалось резкое снижение стоимости заемствования после многих лет значительно более высоких процентных ставок, чем в их северных партнерах. Это позволяло фирмам финансировать производительные инвестиции с меньшими затратами и расширять производство — несомненно, отрадное изменение. Но это также привело к широко распространенному представлению о том, что высокий экономический рост будет постоянным. Домашние хозяйства полагали, что они могут позволить себе гораздо более высокий жизненный

уровень, что привело к покупательскому буму, в основном за счет кредита, и вздуванию цен на недвижимость. А правительства, вместе с их кредиторами, принимали как должное доходы, создаваемые резким увеличением темпов роста, и не сбрасывали средства, сэкономленные на обслуживании долга в результате падения процентных ставок.

Тем временем, поскольку общая валюта устранила трансграничные транзакционные издержки, финансовая интеграция в зоне евро расцвела — еще одна выгода от ЭВС. Но потоки финансов в периферийные страны поступали в основном в форме кредитов банкам, что делало их все более зависимыми от средств, привлекаемых на рынках (называемых оптовым финансированием), а не от банковских депозитов, для финансирования внутреннего кредита. В противоположность этому потоки акционерного капитала — например, связанные с трансграничными слияниями и приобретениями фирм, при которых риски распределяются между инвесторами и потому более тщательно отслеживаются, — были небольшими.

Национальные органы финансового надзора поддались тому же оптимистическому настрою. Они благородно относились к растущим кредитным рискам и позволяли банковским системам расширяться непропорционально размерам экономики. Как следствие, повысился риск того, что правительствам было бы все более не по средствам поддерживать банковский сектор в случае финансового кризиса. В отсутствие общеевропейского надзорного органа риски, связанные с растущей взаимосвязанностью национальных финансовых систем через крупные трансграничные кредиты банкам, были оставлены без внимания.

Легкодоступное финансирование в пределах зоны евро позволяло игнорировать расходящиеся тенденции в конкурентоспособности. В то время как Германия и соседние страны зоны евро переналаживали свои производственные модели, включая страны Восточной Европы в цепи поставок, чтобы конкурировать с низкозатратными промышленными гигантами в Азии, периферийные страны как будто не замечали растущих издержек, по мере того как перегрев экономики приводил к большому повышению заработной платы. В течение долгого времени и директивные органы, и иностранные частные инвесторы игнорировали тот факт, что резкое

ухудшение внешней позиции периферийных стран финансировало в основном непроизводительные расходы (например, инвестиции в недвижимость), так что могло бы оказаться трудно погасить нарастающие долговые обязательства перед кредиторами (см. рис. 2).

### Жесткая посадка

До того как возникла зона евро, проблемы суверенного долга были в основном проблемами внешнего долга. Номинальную стоимость внутреннего долга обычно можно было поддерживать, хотя нередко за счет усиления инфляции. С созданием зоны евро этот механизм исчез. Внутренний и внешний долг государств-членов стал неразличимым, и не стало (внутренних) центральных банков, которые могли бы устранять проблемы с помощью инфляции.

Однако верно и обратное. В зоне евро страны сохраняли контроль над налогово-бюджетной политикой, и отсутствовало общее казначейство зоны евро, в том числе для поддержки операций Европейского центрального банка. Основатели зоны евро очень хорошо понимали необходимость поддерживать налогово-бюджетную дисциплину и рассчитывали на сочетание административных инструментов (ПСР) и рыночной дисциплины. Но оба механизма были ослаблены: ПСР был смягчен, а рынки «уснули за рулем». План хорошо работал в благоприятные времена, но распался с наступлением глобального кризиса.

Крах американского инвестиционного банка «Lehman Brothers» в октябре 2008 года положил начало резкому повороту фортуны в зоне евро. Операции на оптовых рынках финансирования внезапно остановились, в результате чего банкам на периферии стало труднее продолжать финансировать экономический рост за счет кредита.

Как только потоки кредита прекратились, на первый план вышли фундаментальные проблемы конкурентоспособности и структурные препятствия росту, особенно в Греции и Португалии. Бюджетные доходы иссякли, выявив слабость основополагающих государственных финансов. Частные инвесторы начали тщательно проверять ухудшающиеся балансы, и неблагополучным банкам все больше требовалась бюджетная поддержка, особенно в Ирландии.

Как следствие, проблема частного долга превратилась в кризис суверенного долга. Поскольку банки продолжали интенсивно финансировать национальные суверенные долги, обеспокоенность относительно платежеспособности бюджетов подрывала доверие к периферийному банковскому сектору, приводя в действие пагубную цепь обратной связи, которая сохраняется до сих пор. Стремительно растущая стоимость кредита сделала частное финансирование недоступным для

Рисунок 1

### Параллельно, но не в ногу

Государственный долг Европы соответствует уровню долга в других странах с развитой экономикой, но размеры долга отдельных стран широко различаются.

(В процентах ВВП, 2010 год)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики»; и расчеты персонала МВФ.

Рисунок 2

### В целом отрицательные результаты

Сальдо счетов текущих операций в странах периферии резко ухудшились в преддверии кризиса.

(Сальдо счета текущих операций, в процентах ВВП)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики»; и расчеты персонала МВФ.

правительств и банков в Греции, Ирландии и Португалии. Совсем недавно кризис охватил Италию и Испанию, где в течение лета 2011 года наблюдался резкий рост издержек по суверенным долговым обязательствам (см. рис. 3).

Цепная реакция не остановилась на границах периферии. Банки в странах, составляющих ядро зоны евро, которые финансировали бумаги на периферии, также стали объектами пристального внимания. Растущая неопределенность относительно рисков и качества активов отсрочила восстановление доверия, которое было необходимо для возобновления подъема во всей зоне евро.

### Поиски решения продолжаются

Страны, накопившие крупные дисбалансы, как бюджетные, так и внешние, подверглись интенсивному давлению рынков. В этой связи они незамедлительно начали принимать серьезные коррективные меры: от сокращения государственных расходов до повышения налогов и мер по улучшению функционирования экономики. Но отсутствие надлежащих институтов по урегулированию кризисов в масштабах зоны евро замедлило принятие решений на региональном уровне. В мае 2010 года, когда стало ясно, что Греции потребуется внешняя финансовая поддержка, руководители европейских стран вынуждены были прибегнуть к кредитам на двусторонней основе. Позднее они создали Европейский механизм финансовой стабильности (ЕМФС) для предоставления поддержки государствам-членам зоны евро, испытывающим финансовые трудности, который использовался Ирландией в декабре 2010 года и Португалией в мае 2011 года.

Но поскольку в политическом отношении трудно использовать деньги налогоплательщиков в одних странах, чтобы платить за прошлое расточительство других, — и, действительно, Маастрихтский договор был написан в духе стремления избежать бюджетных трансфертов между странами зоны евро, — принимать решения относительно ЕМФС было нелегко. По мере того как потрясения на рынках продолжались, кредитный потенциал ЕМФС почти удвоился, достигнув 440 млрд евро весной 2011 года; когда эти потрясения стали угрожать Испании и Италии, его мандат летом 2011 года был существенно расширен с включением в него возможности для предоставления превентивных кредитов и дополнительной гибкости.

Но рынки по-прежнему настороже. Агентства кредитного рейтинга продолжали снижать оценки, и, по состоянию на середину августа 2011 года, доверие рынков принципиально не изменилось. Устойчивость долговой ситуации продолжает представлять проблему, и предстоит болезненные и продолжительные корректировки. Экономический рост — один из важнейших элементов устойчивости бюджета — оказался более труднодостижимым, чем ожидалось, в странах, наиболее сильно затронутых кризисом. Поэтому рынки обеспокоены тем, что «усталость от реформ» наступит прежде, чем завершится корректировка, что, в свою очередь, повышает стоимость финансирования, которая сама по себе создает угрозу для устойчивости долговой ситуации.

### Первые уроки

Экономическая и финансовая интеграция принесла зоне евро выгоды, которые намного превысили издержки. Но институты, составляющие основу общей валюты, оказались явно неадекватными во время кризиса, что подчеркнуло необходимость в передаче больших суверенных полномочий стран центру.

Первый урок кризиса заключается в том, что эффективное функционирование экономического и валютного союза требует определенного механизма распределения бюджетных рисков на уровне зоны евро для предоставления помощи странам, испытывающим давление в области суверенного финансирования, и для поддержания экстренных операций Европейского центрального банка. ЕМФС — и его преемник начиная с 2013 года, Европейский механизм стабильности (ЕМС), — представляет собой первый шаг в направлении такого плана бюджетного страхования, особенно после его недавнего укрепления. В числе многих путей продвижения вперед один из возможных вариантов состоит в том, что ЕМС мог бы перерости в Европейское агентство по управлению долгом, выпускающее общие облигации, условием которых будет проведение пруденциальной национальной политики.

Второй урок заключается в том, что необходимо серьезно укрепить надзор за налогово-бюджетной и макроэкономической политикой на национальном уровне, проводимый институтами зоны евро. Государственное управление действительно улучшается на наднациональном уровне в части укрепления бюджетной дисциплины и улучшения мониторинга накопления дисбалансов. Но можно сделать еще больше, например, потребовав корректировки прошлых сдвигов в сторону повышения государственных расходов или введя больше полуавтоматических санкций в отношении нарушителей бюджетной дисциплины.

Наконец, по мере развертывания кризиса все более очевидной становилась необходимость в интегрированном общеевропейском подходе к финансовому надзору. В последнее время были созданы европейские институты; они обеспечивают остро необходимую координацию в надзоре и оценке системного риска. Но столь же важно будет завершить разработку основы финансовой стабильности в этом регионе с созданием европейского органа по санации, который будет предоставлять общую поддержку банкам, независимо от их страновой принадлежности. Только тогда судьба банковского сектора будет полностью отделена от судьбы их соответствующих суверенов.

Нахождение правильного решения проблем суверенного долга в странах периферии по-прежнему имеет исключительно большое значение. Руководители европейских стран начали принимать трудные решения для урегулирования кризиса, в особенности на саммите Европейского союза в июле 2011 года, но для того чтобы убедить в этом рынки, прогресс должен осуществляться быстрыми темпами. ■

Селин Аллар — заместитель начальника отдела в Европейском департаменте МВФ.

Рисунок 3

### Спреды по облигациям

Стоимость суверенного долга резко возросла для Греции, Ирландии и Португалии, а в последнее время — для Италии и Испании.

(Спреды по десятилетним облигациям по отношению к Германии, в базисных пунктах)



Источник: Bloomberg L.P.; и расчеты персонала МВФ.