

Секция «1. Перспективы развития современной финансовой системы»

История Европейского долгового кризиса 2010-2013 гг.

Донцова Ангелина Игоревна

Аспирант

Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, Экономический факультет, Москва, Россия

E-mail: angelina.lermontova@yandex.ru

Научный руководитель

д. э. н. Кулаков Михаил Васильевич

Современное рыночное рефинансирование можно сравнить с финансовой пирамидой: правительству необходимо постоянно размещать на финансовом рынке новые ценные бумаги, чтобы получить средства для погашения старых. Национальный же долг и стоимость его обслуживания только возрастают с течением времени. Чем больше становится эта сумма, тем сложнее правительству её покрыть: за счёт сравнительно небольших собственных доходов-налоговых поступлений-это невозможно, и остаётся единственный путь-новые заимствования. Таким образом неминуемость дефолта государства может быть заранее очевидна, но в афишировании этого не заинтересованы ни инвесторы, ни правительство, нуждающееся в последних, ни другие страны, многие из которых проводят аналогичную политику.

Цены активов в Европе составляют в настоящее время в среднем 27% от остального мира, в то время как часть снижения относится к ожидаемому замедлению экономического роста, большая часть связана с последствиями кризиса. На самом деле Европейский долговой кризис включает в себя несколько связанных между собой явлений: Кризис суверенного финансирования, банковский кризис и кризис платёжного баланса.

Я считаю неблагоприятным безапелляционно заявлять, что каждый из этих кризисов полностью ликвидирован, но также неблагоприятно проигнорировать прогресс, достигнутый в решении данного вопроса в 2012 году.

В январе 2010 года греческое правительство объявило, что дефицит 2009 года составил 12,7% ВВП, что в 6 раз больше ожидаемых показателей для 2009 года. Это объяснялось слабой налоговой политикой государства и структурными недостатками в учёте, что конечно напугало участников рынка.

В апреле 2010 года Греция потеряла доступ к долговым рынкам и обратилась за помощью к МВФ и ЕС. В мае 2012 года Греция получила первый транш помощи в размере 110 млрд. евро, который впоследствии был дополнен ещё двумя в феврале 2012 года[1]. Изначально предполагалось, что Греция была исключительным случаем. В период между введением евро в 1999 году и банкротством Lehman Brothers в 2008 году, участники рынка не различали страны ЕВС по их кредитоспособности.

До определённого момента все долги стран Еврозоны в соответствии с директивой ЕС оценивались с нулевым риском, а также ЕЦБ применял идентичную стрижку суверенных облигаций в качестве залога для всех государств, независимо от их финансового положения[2]. Поэтому возникшая неликвидность Греции, а также ряд политических

обстоятельств, мешающих созданию надёжного пакета помощи, насторожили инвесторов, до сих пор недооценивающих риск реструктуризации суверенного долга.

Убытки ирландских банков составили около 100 млрд. евро, значительная часть которых пришлась на невозвратные кредиты застройщикам или домовладельцам, выданные в период роста пузыря на рынке недвижимости, лопнувшего в 2007 г. В 2008 г. экономическое положение в Ирландии резко ухудшилось: безработица выросла с 4% в 2006 г. до 14% в 2010 г., а профицит федерального бюджета в 2007 г. сменился в 2010 г. дефицитом в 32% ВВП, самым высоким за всю историю еврозоны, несмотря на то, что правительство Ирландии проводило крайне жёсткие меры экономии.

В июле 2011 г. было заключено соглашение о сокращении процентной ставки по кредиту ЕС и МВФ с 6% до величины 3,5% и увеличении срока выплаты кредита в два раза, до 15 лет. Это должно было позволить Ирландии сократить ежегодные выплаты на 600–700 млн. евро. 14 сентября 2011 г. Европейская комиссия объявила о снижении процентной ставки по кредиту объёмом в €22,5 млрд., полученному по программе Европейского стабилизационного механизма, до 2,59%, т.е. до уровня процентной ставки, по которой ЕС получает кредиты на финансовых рынках.

Одним из наиболее заметных последствий кризиса стала устойчиво высокий уровень безработицы. Так по данным за март 2013 года, официальная зарегистрированная безработица в стране была на уровне 14,0%, при этом с учётом скрытой безработицы показатель составлял 23%[3].

Ситуация в Испании и Италии не сильно на тот момент отличалась от ситуации в США и Великобритании, в то время как объём заимствований у двух последних в 2010-2012 гг. упал. Основное различие заключалось в том, что правительство США и Великобритании занимали в национальной валюте, т.е. участники рынка могли быть абсолютно уверены, что казначейские векселя будут в любом случае погашены в конце срока. В то время как Испания и Италия осуществляли заимствования в иностранной валюте, и не могли предоставить аналогичных гарантий. И если бы была осуществлена официальная поддержка кредиторов, то она бы отчасти подчинила себе частично кредиторов, что увеличило бы их потери, как это произошло с Грецией. Кредиторы бы в дальнейшем требовали бы повышения премии за риск, что могло бы привести к негативным последствиям, а именно к росту суверенных заимствований и снижению качества финансовых перспектив.

В период с 2010 по 2012 ЕС и ЕЦБ пытались справиться с этой проблемой. Было принято решение о выкупе части долга стран ЕС[4]. Программа выкупа государственных облигаций проблемных стран еврозоны помогла снизить стоимость заимствований для стран зоны евро и приглушить опасения относительно перспектив валюты союза. После выкупа эффективная доходность государственного долга Испании и Италии снизилась на 240 и 250 б.п. соответственно. В то время как уровень долга остаётся довольно высоким в абсолютном выражении, цена же за обслуживание этого долга намного меньше, чем это было до принятия евро (с 9,5% до 4,7% от ВВП). Для Еврозоны в целом годовое финансирование государственного долга снизилось более чем на 40% (с 4,5% до 2,6%). Эффект от снижения этого показателя очень значителен, так как это позволило компенсировать эффект от жёсткой экономии. В Италии население было возмущено ростом налогов, но в будущем они могли бы столкнуться с ещё большим ужесточением, необходимым для выплат процентов по государственному долгу.

Одним из главных опасений до оказания экстренной финансовой помощи странам было распространение кризиса на некоторые другие страны после потери инвесторами уверенности в их кредитоспособности.

На рисунке 1 содержатся данные о динамике величины совокупного госдолга по Еврозоне и ЕС с млн. евро с 2000 по 2012 года. Как можно видеть совокупный долг обоих международных объединений последовательно возрастал на протяжении рассматриваемых двенадцати лет: разница в суммах на краях временных отрезков в обоих случаях составляет приблизительно соотносится как 1:2.

Как можно видеть на рисунках 2 и 3, величины государственных долгов в ЕС и еврозоне имели похожую тенденцию вплоть до Европейского долгового кризиса 2009-2012 гг. Затем они начинают расти быстрее: если увеличение госдолга ЕС и Еврозоны на 50% потребовало до кризиса приблизительно 9 лет, то после него-всего 3 года. Если предположить сохранение этих темпов в ближайшие 6 лет, то совокупный госдолг ЕС удвоится, достигнув более 22 трлн евро, что является критичным значением. С учётом того, что он не снижался даже при благополучной конъюнктуре до кризиса, в сегодняшних условиях подобный сценарий представляется наиболее вероятным. Таким образом, руководством ЕС было принято решение выходить из долгового кризиса посредством ещё больших заимствований.

Необходимо обратить внимание на то, что госдолг Еврозоны преодолел планку в 150% хоть и незначительно, но все же позже, чем госдолг ЕС. То есть Еврозона, условно говоря, ощутила финансовые проблемы на несколько месяцев позже ЕС, что можно объяснить более жёсткими требованиями для вступления в неё.

Последнее утверждение подкрепляется рисунками 4 и 5. Большая устойчивость Еврозоны к кризису выражается, во-первых в меньших колебаниях её графика и, во-вторых, в запаздывании, с которым происходит увеличение темпов роста госдолга, и, напротив, опережении, с которым происходит их снижение. Но данная закономерность ослабевает по мере усугубления долгового кризиса, который делает финансовые проблемы периферийных стран Европы общими для остальных.

Для того, чтобы объяснить динамику величины и темпов прироста госдолгов ЕС и Еврозоны, необходимо обратиться к аналогичным показателям их ВВП. На приведённом выше рисунке 6 приведена динамика реального ВВП ЕС (27 стран) в период с 2003 по 2014 год. На основе сравнения данного и предыдущих графиков можно сказать, что в период экономического подъёма ЕС с 2000 по середину 2007 гг., динамика прироста его госдолга держалась в пределах от 1 до 5,5%, что является небольшим колебанием невысоких значений. А с началом стагнации и последующего кризисного спада европейской экономики, темпы прироста госдолга ЕС резко подскакивает вверх. Они достигают своего максимума в 13% как раз в середине 2009 года, когда был преодолен экономический спад. После этой даты экономика ЕС начала умеренный рост, что обусловило и сокращение темпов прироста госдолга.

Таким образом, можно сделать выводы, что темпы прироста госдолга ЕС обратно зависят от показателей его ВВП. Это объясняется стимулирующей политикой правительств, которые посредством увеличения госрасходов и оказания финансовой поддержки отечественным производителям и банковской системе пытаются восстановить рост национальных экономик. В условиях и без того дефицитных бюджетов достижение данной цели возможно только за счёт привлечения международных займов.

Также представляет большой интерес длительное запаздывание с которым проявился положительный эффект от инвестирования заёмных денежных средств в кризисную европейскую экономику. Нарастание государственного долга началось ещё в середине 2007 года при появлении первых признаков экономического застоя. В этом и сказалась неэффективность стандартных методов в борьбе с современным кризисом. Одной из главных причин этой неэффективности могут служить большие объёмы накопившихся за несколько десятилетий долгов, обслуживание которых становится непосильным для правительств.

Для более подробного анализа зависимости между величиной госдолга и ВВП ЕС сравним графики темпов прироста обоих. Как можно увидеть на рисунке 7 темпы роста экономики в ЕС в период с 2003 по 2006 гг. в целом увеличились с 1,5 до 3,3% (с незначительным спадом в 0,5 % в 2004 году). На этот временной интервал также приходится и увеличение темпов прироста госдолга ЕС. В середине же 2005 года происходит замедление прироста госдолга, что с полугодовой задержкой негативно отражается на темпах роста экономики ЕС: с 2006 года наступает их спад, достигающий в начале 2008 года нулевой отметки и затем своего минимума в -4,3% в 2009 году. Опять же с задержкой, но теперь с полуторагодовой, предпринятое руководством ЕС наращивание госдолга в середине 2007 года, позволило замедлить спад в начале 2009 года и только в его середине преодолеть. С этого момента темпы прироста госдолга замедляются, останавливаясь в течении одного года на уровне 13%. В результате этого уже через полгода в начале 2010 года в экономике ЕС снова наблюдается спад, который был ещё больше усугублён дальнейшим снижением темпов прироста государственного долга.

Таким образом, долговой кризис ЕС выявил давно существовавшую зависимость его экономики от международных кредитов. Без подпитки последними она спустя непродолжительное время в среднем полгода испытывает сначала замедление темпов своего роста, а затем и рецессию. В то же время преодоление кризиса требует уже значительно больших сроков: в данном случае 1, 5 лет. Другими словами, экономика, становящаяся кризисной вследствие прекращения её долгового финансирования, делается невосприимчивой к стимулирующей политике правительства. Те же самые кредитные деньги, которые ранее обеспечивали её рост, перестают действовать по причине инертного экономического спада, снижения кредитного доверия, ухудшения инвестиционного климата, восстановление которых требует многократно большего времени, чем их потерь. Экономика стран ЕС уже не может обходиться без финансовых вливаний, делаемых правительством. И чем дольше это будет продолжаться, тем сложнее ей будет выйти из сегодняшнего долгового кризиса.

[1] European Financial Stability Facility, «The Second Program for Greece», February 21, 2012

[2] Obstfeld, M. (2013), «Finance at Center Stage: Some lessons of the Euro Crisis», Working Paper

[3] Daily News, «Ireland: Unemployment rate improves marginally», 05 April, 2013
URL: <http://www.staffingindustry.com/eng/Research-Publications/Daily-News/Ireland-Unemployment-rate-improves-marginally-25247?cookies=disabled>

[4] ECB, «Technical features of Outright Monetary Transactions», September 6, 2012

Литература

1. «Действия ЕЦБ оживили европейский финансовый рынок» от 02.03.2012
URL:<http://www.bb.lv/bb/Finance/7687/>
2. «ЕЦБ выдал банкам рекордные полтриллиона евро под 1% годовых» от 29.02.2012
URL:<http://vkrisis.ru/news.php?news=38086&type=world&rub=finance&lenta=1>
3. «ЕЦБ ищет новые способы поддержки финансового сектора» от 18.01.2012
URL:<http://biznes.delfi.lv/economy/evropejskij-centrobank-ischet-novye-sposoby-podderzhki-finansovogo-sektora.d?id=42062586>
4. «ЕЦБ: очередное усекновение ставки» от 08.12.2011 URL:
<http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=220865>
5. Candidate and potential candidate countries, European commission, Europa portal
URL: http://ec.europa.eu/enlargement/countries/index_fr.htm (Дата обращения 16.10.2013)
6. Daily News, «Ireland: Unemployment rate improves marginally», 05 April, 2013 URL:
<http://www.staffingindustry.com/eng/Research-Publications/Daily-News/Ireland>
(Дата обращения 1.10.2013)
7. ECB, «Technical features of Outright Monetary Transactions», September 6, 2012
8. European Financial Stability Facility, «The Second Program for Greece», February 21, 2012
9. Obstfeld, M. (2013), «Finance at Center Stage: Some lessons of the Euro Crisis», Working Paper

Иллюстрации

	ЕС	Еврозона
<i>2000</i>	5,700,551.2	4,697,582.5
<i>2001</i>	5,853,580.0	4,832,592.6
<i>2002</i>	6,010,075.6	4,987,518.0
<i>2003</i>	6,264,611.2	5,226,378.6
<i>2004</i>	6,617,456.6	5,477,056.2
<i>2005</i>	6,980,318.4	5,747,008.3
<i>2006</i>	7,214,319.1	5,884,384.3
<i>2007</i>	7,316,219.6	5,989,997.3
<i>2008</i>	7,789,710.7	6,481,703.6
<i>2009</i>	8,765,653.2	7,136,526.9
<i>2010</i>	9,825,307.4	7,831,372.3
<i>2011</i>	10,435,933.0	8,225,807.5

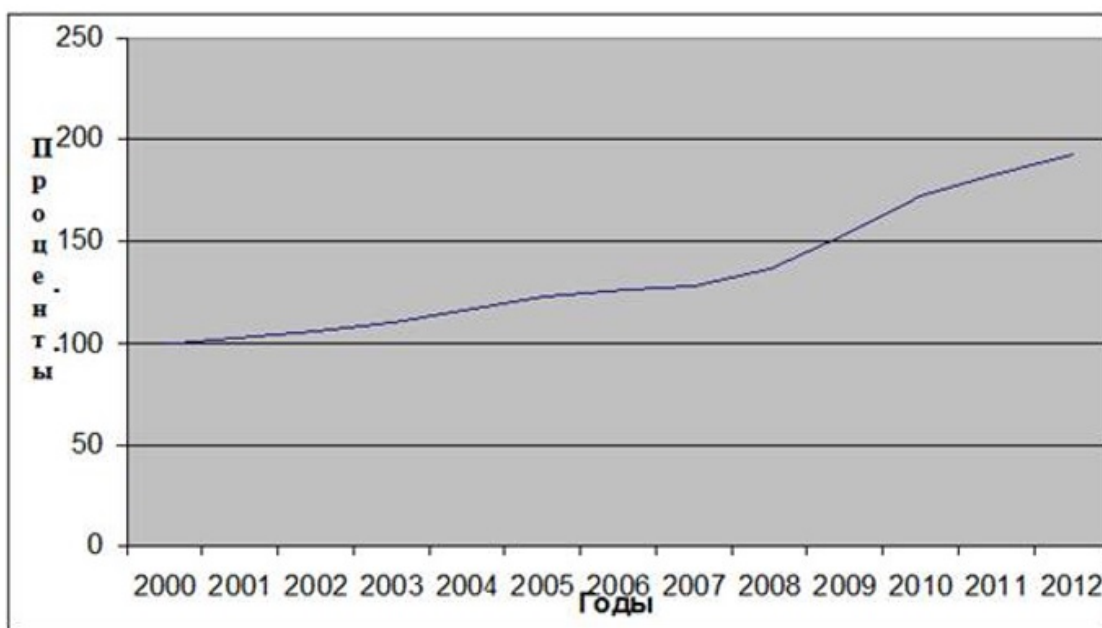


Рис. 2: Динамика величины госдолга ЕС (27 стран) к базовому 2000-ому году, %

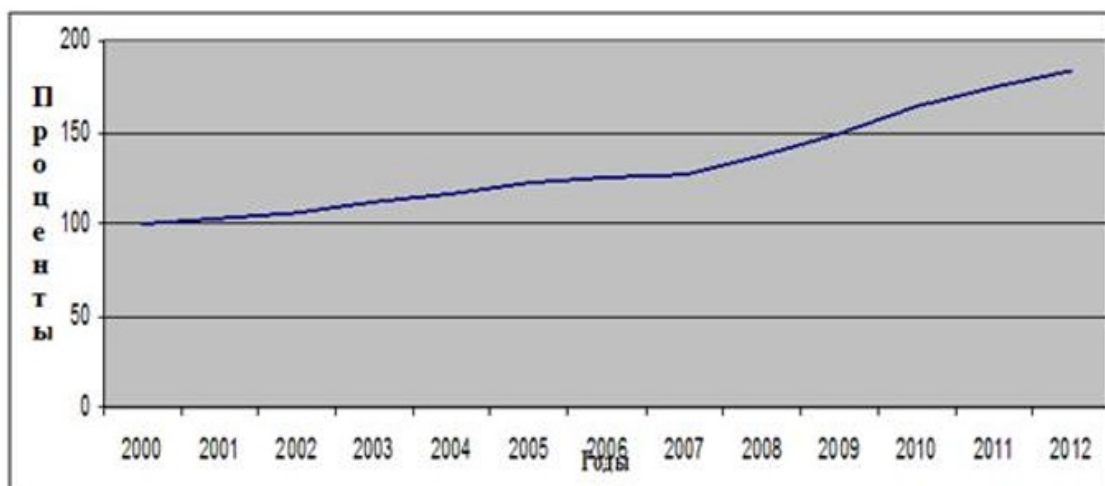


Рис. 3: Динамика величины госдолга Еврозоны к базовому 2000-ому году, %

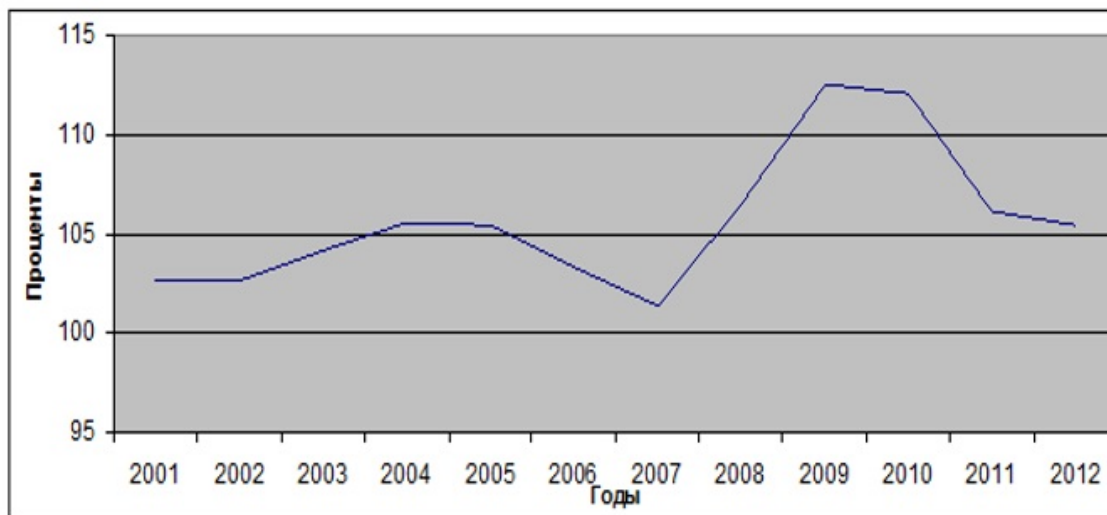


Рис. 4: Темпы прироста госдолга ЕС (27 стран), %

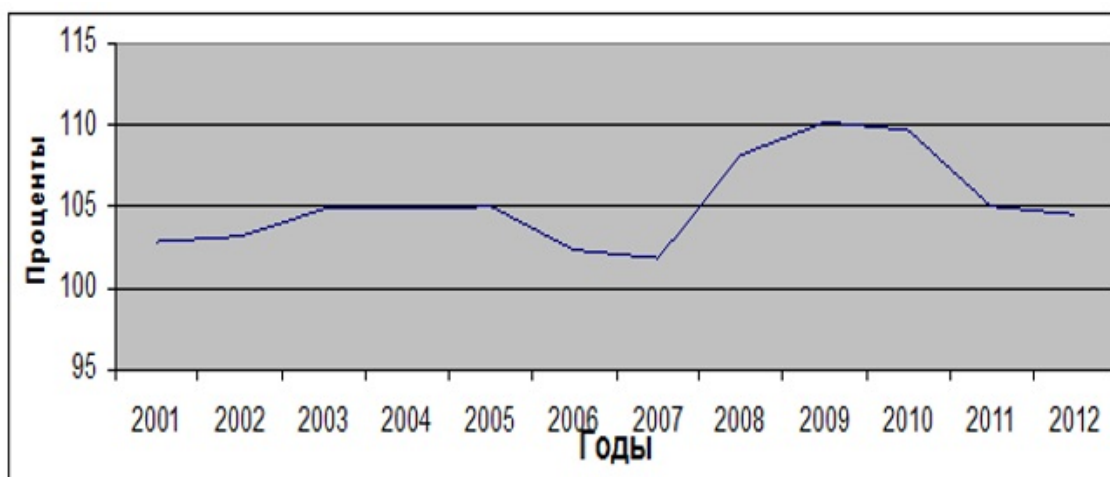


Рис. 5: Темпы прироста госдолга Еврозоны (17 стран), %

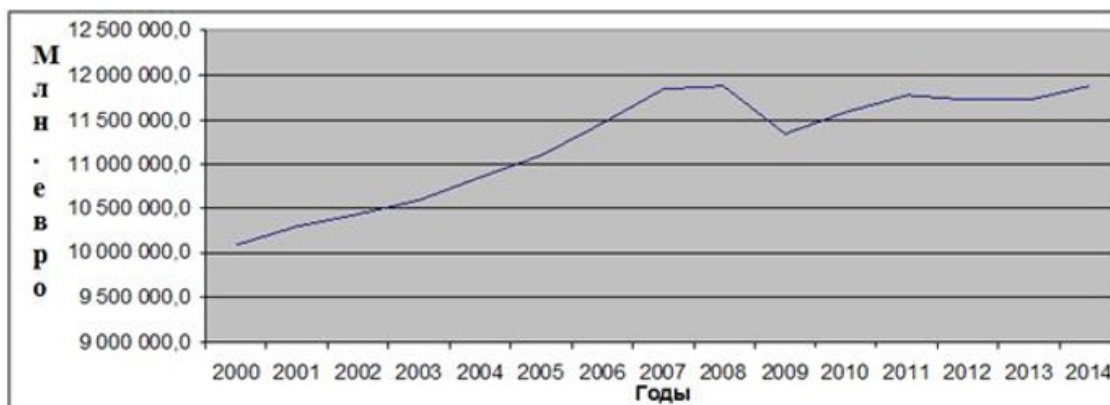


Рис. 6: Динамика реального ВВП ЕС (27 стран) в ценах 2005 года, млн. Евро

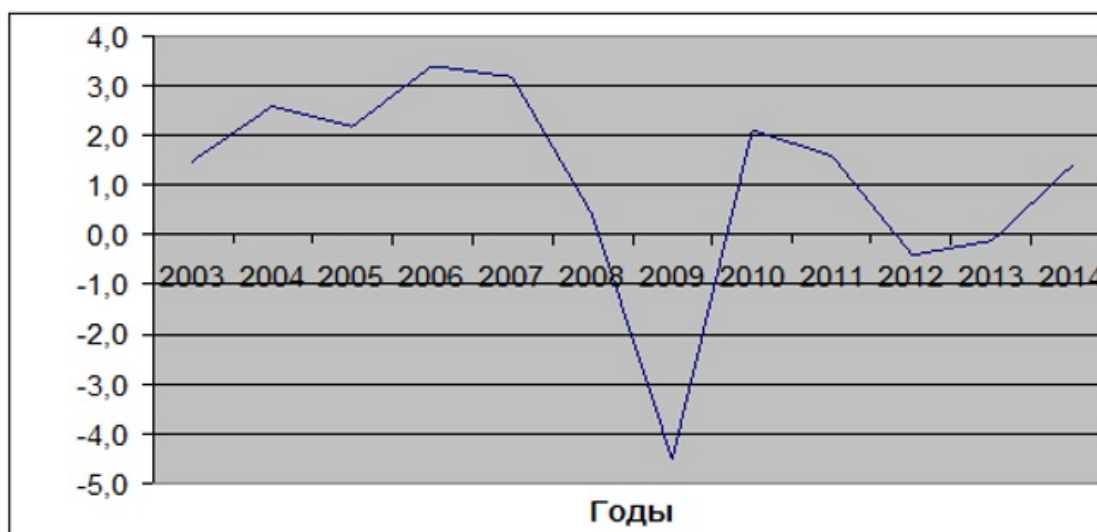


Рис. 7: Темпы прироста реального ВВП в ценах 2005 года, %