



Экономическая теория

Виктор КОЗЮК

**ДОЛГОВОЙ КРИЗИС  
И ФИСКАЛЬНАЯ ФРАГМЕНТАЦИЯ  
ЗОНЫ ЕВРО**

**Резюме**

На основе панорамного взгляда на проблему фискальной фрагментации ЕВС показано, что дивергенция зоны евро не могла быть вызвана неадекватностью принципов валютного союза. До перехода на общую валюту проблема фискальной фрагментации маскировалась более стабильным глобальным окружением и доверием к будущей политике ЕЦБ. Долговой кризис в ЕВС вывел проблему фрагментации из латентного состояния, отражая четкое разделение на страны, которые сохранили конкурентоспособность и относительно экономического роста которых сохранились положительные ожидания, характеризующиеся тем, что в них финансовые дисбалансы соединились с потерей конкурентоспособности. Спекуляции против структурной негибкости усилили фискальную фрагментацию. Фискальные, а не монетарные, причины дивергенции ЕВС кроются в сочетании искривления стимулов снижения государственного долга в среде экспансии глобальной ликвидности с институциональной слабостью модели фискальных правил Пакта о Стабильности и Росте. Доказано, что признаки фискальной фрагментации сохраняются на длительное время, угрожая усилению чувствительности макрофинансовой стабильности ЕВС к политике экономии отдельных стран. Фискальная фрагментация зоны евро несовместима с перспективами общей валюты как резервной.

---

© Виктор Козюк, 2015.

Геец Валерий, докт. экон. наук, профессор, академик НАН Украины, Институт экономики и прогнозирования НАН Украины.

## **Ключевые слова**

Зона евро, государственный долг, долговой кризис, фискальная фрагментация, фискальные правила.

**Классификация по JEL:** H30, H63.

## **Введение**

Перерастание глобального финансового кризиса в кризис суверенного долга развитых стран с особым драматизмом проявилось в Европейском валютном союзе. Пристальное внимание к данной проблеме продемонстрировало попытки как подтвердить внутреннюю уязвимость зон монетарной интеграции в фискальных шоков, так и указать на нежизнеспособность единой европейской валюты в свете глобальной монетарной конкуренции. Несмотря на то, что окончательное урегулирование долгового кризиса в ряде европейских стран еще не завершено, структурные реформы в ЕС–ЕВС демонстрируют четкую направленность на одновременное сочетание обеспечения фискальной устойчивости и гибкости экономик стран-членов. Объявленный в 2011 г. пакет реформ призван продемонстрировать решительные намерения по созданию макрофискальных, структурных и институциональных предпосылок для того, чтобы механизм единой монетарной политики опирался на лучший фундамент долговой устойчивости.

Впрочем, долговой кризис в ЕВС не может рассматриваться в традиционном спектре анализа осложнений с суверенной платежеспособностью. Более того, дело даже не в том, что события 2009–2012 гг. продемонстрировали наличие фундаментальных рисков макроэкономической стабильности, теоретически известных еще по опыту анализа фискальных детерминант краха большинства исторически известных валютных союзов. Особенностью теоретического анализа уязвимости ЕВС к асимметриям в монетарной и фискальной политике является ряд обстоятельств. Формирование зоны евро опиралось на политико-институциональную трактовку выгод от монетарной интеграции для нивелирования валютных рисков, к которым система тесных торговых связей проявляла особую уязвимость, повышение

конкурентоспособности и стабильности макроэкономической политики, снижение долгосрочных процентных ставок в результате доверия к единому Центробанку и т. д. Соответствие критериям оптимальной валютной зоны имело не аргументационный, а отрицательный по валютной унификации характер. При этом вопросы рисков фискальной гетерогенности всегда дебатировались довольно активно, но в процессе фактической евроинтеграции отошли на задний план до момента обнаружения признаков нежелания отдельных стран соблюдать фискальные правила. С другой стороны, фискальная политика не анализировалась в свете того, что интеграционная зона может быть уязвимой к процессам асимметричного накопления финансовых дисбалансов и потери конкурентоспособности именно теми странами, которые находятся на более ранних стадиях реальной конвергенции. Долговой кризис в ЕВС породил довольно существенную проблему фискальной фрагментации, которая на предыдущих этапах развития интеграционной зоны в Европе не давала о себе знать, даже несмотря на то, что всегда существовала и в латентном, и в проявленном состоянии. Наибольшей проблемой такой фрагментации является то, что она может превратиться в отправную точку к еще более широкой дивергенции зоны евро. Навязывание ЕЦБ несвойственной ему роли кредитора последней инстанции не гарантирует решения проблемы дивергенции, даже если будет ослабевать напряжение в сфере фискальной фрагментации в краткосрочном периоде. Учитывая значимость фискального фактора для стабильности валютного союза, считаем исследования в этом направлении актуальными.

Дискуссии вокруг проблем долгового кризиса в ЕВС обозначили ожидаемый периметр позиций, происхождение которых можно отследить еще со времен дебатов по поводу создания зоны евро. В этом смысле выделяется своеобразное англосаксонское направление анализа долгового кризиса, опирающееся на скептическую оценку перспектив еврозоны в более широком теоретическом контексте. Несоответствие критериям оптимальности валютной зоны, отсутствие системы приспособления к шокам в виде гибкого валютного курса и кредитования последней инстанции рассматриваются как фундаментальные драйверы дивергенции ЕВС, которые были теоретически предсказаны еще до создания валютного союза в Европе [1; 2]. Несмотря на это, ряд американских авторов отмечает, что достаточно быстрый успех евро как международной валюты не может быть следствием ошибки такого количества глобальных игроков, следовательно, под функционированием ЕВС заложена здоровая прагматическая основа. Более того, отсутствие курсовой гибкости является проблемой глобальной экономики в целом, а не только зоны евро, в результате чего фискальные проблемы в ней следует анализировать в конкретном историческом контексте [3; 4; 5].

Анализ кризиса в ЕВС довольно структурировано делится на рассмотрение проблемы связи между дисбалансами и дивергенцией и между потерей конкурентоспособности, спредами и фискальной дивергенцией. Что касается первого, то можно выделить ряд работ, которые единодушны по

поводу того, что в основе природы дивергенции – перегрев финансового сектора в странах Юга и отсутствие приспособления к новым равновесным условиям по каналам реального эффективного валютного курса. Кредитный бум и инфляция цен активов оказались важными детерминантами кризиса, фискальное приспособление которого явилось вторичным по соображениям кризиса ЕВС [6; 7; 8]. Потерю конкурентоспособности в литературе рассматривают как достаточно серьезную проблему в случае стран-членов валютного союза. Долговые проблемы в таких странах являются естественным следствием неспособности поддерживать экономический рост темпами, гарантирующими суверенную платежеспособность. В случае накопления значительных долгов отсутствие автоматического механизма коррекции реального эффективного курса поощряет спекуляции и ухудшает фискальную однородность ЕВС [9; 10; 11; 12; 13; 14].

Представленный в литературе фокус на фискальных аспектах евроинтеграции, со своей стороны, указывает на то, что долговой кризис является следствием искажений в макроэкономическом механизме ЕВС как таковом. Во-первых, еще до введения евро страны ЕС характеризовались отсутствием однородности. Уровень долгового бремени определял будущую траекторию поведения первичного баланса бюджета, благодаря чему стабилизационные возможности последнего, столь важные в условиях потери валютного курса как инструмента приспособления к новым равновесным условиям, оказались асимметричными в разрезе стран. Во-вторых, в разрезе стран определилась четкая тенденция к асимметричной реакции на фазу делового цикла. То есть, даже при существующей синхронизации деловых циклов в разрезе стран, фискальная реакция на их фазы оказалась далека от той, которая должна была вписываться в парадигму фискальной конвергенции. В-третьих, замещение номинальных маастрихтских критериев конвергенции на структурные показатели фискальных правил Пакта о Стабильности и Росте на самом деле существенно отклонили ЕВС от траектории долговой стабильности. Такие правила до реформы 2012 г. допускали как чрезмерную дискретивность, так и фрустрацию ответственности за их нарушение. В-четвертых, в среде низких процентных ставок фискальные ограничения на рост государственного долга более 60 % ВВП начали трактовать как избежание необходимости снижать государственный долг ниже 60 % ВВП. В итоге долговой кризис в ЕВС стал следствием того, что необходимость повышать бюджетные дефициты в ответ на кризис совпала во времени с постепенным, но неуклонным истощением фискального пространства (эти проблемы обобщены в ряде авторских исследований. См.: [15, 16]). Рефлексия по поводу вариантов реакции на кризис суверенного долга обозначила новое направление дискуссий относительно траекторий трансформации ЕВС и наметила перспективы эволюции валютного союза [11; 17]. В то же время, в научной полемике до сих пор не хватает панорамного понимания связи между фискальной фрагментацией до кризиса и после него.

Недостаточно внимания уделено проблеме своеобразной институциональной генетики по отношению общества к долговому бремени, оказывая деструктивное влияние на фискальную гомогенность валютного союза, а затем – на его стабильность. Если фискальная фрагментация до кризиса компенсировалась доверием к процессу конвергенции в будущем, оставаясь нейтральным по уровню конкурентоспособности, реальной конвергенции и финансовых дисбалансов, то после кризиса она ознаменовала четкую связь с вышеперечисленными проблемными зонами, которые выпали за пределы анализа теории оптимальных валютных зон [18], подтверждению чего в панорамной целостности с докризисными процессами фискальной дивергенции посвящена данная статья.

### **Особенности ЕВС с позиции теории валютных союзов**

Особый акцент на том, почему суверенный кризис в зоне евро является настолько дестабилизирующим для глобальной экономики, следует связывать с рядом причин.

Во-первых, евро есть и остается реальной альтернативой доллару США и, по сути, сохраняет за собой статус резервной валюты, а долговые обязательства стран-членов ЕВС являются, соответственно, резервными активами. Это означает, что доля таких активов в глобальных портфелях выше, чем удельный вес ВВП стран-эмитентов в глобальных объемах производства. Естественно, что значительное внешнее владение инструментами государственного долга стран-членов ЕВС изменяет модальность функционирования долгового рынка.

Во-вторых, структура процентных ставок по инструментам в евро формируется по принципу исключения валютного риска. При этом нивелирование валютного риска усилило разрыв между фундаментальным анализом суверенной платежеспособности индивидуальных заемщиков и фактической динамикой спредов еще задолго до кризиса. Сверхзаимствования в среде низких процентных ставок можно считать проблемой ошибки не только рынков, но и правительств, которые могли прибегать к более рискованной фискальной политике.

В-третьих, быстрая фрагментация долговых рынков стран ЕВС по принципу «безопасные гавани» и «спекулятивный сегмент» является продолжением анализа пространства монетарной интеграции на предмет финансовых дисбалансов и соответствия критериям оптимальных валютных зон.

В-четвертых, модель макроэкономической политики ЕС-ЕВС базировалась на принципе «никаких коллективных внешних вливаний на случай кризиса» (от англ. – *no crisis bail-out*). Это означает, что деструктивные процессы в зоне евро разворачивались одновременно с дискуссиями о степени соответствия маастрихтской модели макрополитики сложившимся условиям, повышая степень неопределенности относительно будущего статуса евро, монетарного курса ЕЦБ, членства отдельных стран, потерь от процесса дезинтеграции или величины пула для формирования пакета помощи отдельным странам.

В-пятых, готовность сохранить единую валюту в условиях асимметричной потери глобальной конкурентоспособности отдельных стран-членов ЕВС повысила градус конфликтности между политикой внутренней девальвации и необходимой для стабилизации государственного долга фискальной консолидацией. Сочетание мер бюджетной экономии со снижением зарплат и социальных выплат функционально подобны, но все равно неоднозначны по влиянию на восстановление экономического роста. Структурная негибкость, политико-экономические потери программ консолидации государственных финансов и внешнее давление на валютный курс евро продемонстрировали возникновение новых мотивов для спекулятивной активности.

В-шестых, долговой кризис в ЕВС разворачивался под влиянием чрезмерной заикленности рынков на проблеме координации стран-участниц именно благодаря тому, что политика ЕЦБ качественно отличалась (до начала программ поддержки ликвидности долговых инструментов Италии и Испании) от программ приобретения правительственных обязательств, которые активно реализовывали ФРС, Банк Англии, Банк Японии, Риксбанк и т. д. Парадоксальный конфликт между долгосрочной монетарной стабильностью и краткосрочной ликвидностью долговых рынков сфокусирован на резервных валютах/активах, привлекающих к проблеме долговой устойчивости стран ЕВС вопросы искаженных глобальных монетарных взаимоотношений.

Отсюда, долговой кризис в отдельных странах зоны евро не может касаться исключительно проявления недоверия к платежеспособности или проявления несостоятельности обслуживать суверенные обязательства, а реформы макроэкономической политики в ЕВС, даже если они адресованы национальному уровню реализации фискальной политики, не могут не подтвердить процесс приспособления интеграционного объединения к новым реалиям глобального окружения.

Другим блоком проблем, свидетельствующих о неординарности ситуации вокруг долгового кризиса, является то, что он проходит в интеграционном объединении, формирование которого с самого начала: содержало признаки сомнительности с точки зрения теории оптимальных валютных

зон, прежде всего в фискальном аспекте (отсутствие системы межстрановых трансфертов, призванных облегчить приспособление отдельных экономик к специфически асимметричным шокам в условиях отсутствия валютных курсов, с одной стороны, и неопределенность по поводу того, как различия в ВВП на душу населения должны определять различия в количестве и качестве предлагаемых общественных благ и масштабов перераспределения доходов, с другой стороны); опиралось на достаточно развитый институциональный механизм соблюдения критериев фискальной конвергенции, который перерос в систему правил фискальной политики (маастрихтские критерии фискальной конвергенции стали составляющей фискальных правил ЕВС в рамках Пакта о Стабильности и Росте (ПСР), но сама структура правил показала другой макроэкономический и институциональный подход, по сравнению с тем, который был заложен в договоре 1992 года о введении евро в 1999 году); не учитывало макрофинансовые риски асимметричного пребывания стран на разных стадиях реальной конвергенции (выгоды от функционирования единой валюты в странах с низким доходами на душу населения определялись исходя из устранения проблемы инфляции и курсовой нестабильности, что должно было положительно сказаться на процентных ставках и стимулировать инвестиции, при том, что риски асимметричных финансовых дисбалансов действительно не дебатировались, в частности потому, что они не были известны экономической теории интеграционных процессов в такой форме, как сейчас). Мягкое игнорирование известных на сегодня макрофинансовых рисков интеграции стран, находящихся на различных стадиях реальной конвергенции, действительно является одной из причин формирования именно той модели макроэкономической политики ЕС-ЕВС, которая имела место в 1990-х и претерпела существенные изменения вследствие реформ 2010–2012 гг. Подробнее о теоретических аспектах данной проблемы см.: [18; 19; 20].

### **Докризисная фрагментация ЕВС**

Кризису 2009–2011 гг. предшествовал ряд тенденций, которые, в итоге, определили макрофинансовый профиль долговой нестабильности: отсутствие фискальной гомогенности; трансформация фискальных критериев конвергенции в правила фискальной политики в интеграционном объединении способом, который не сказался на повышении долговой устойчивости; углубление финансовых дисбалансов в разрезе стран-членов, которые условно можно разделить по принципу «Север-Юг – Центр-Периферия»; отсутствие кредитования последней инстанции и недостаток механизмов решения проблем типа кризисов ликвидности.

Так, как известно, фискальный аспект критериев конвергенции был предусмотрен Маастрихтским договором. С 1992 г. приобретение членства

в зоне евро (а также в Европейском механизме валютных курсов II) предусматривает, что общий бюджетный дефицит не должен превышать 3 % ВВП, а государственный долг – 60 % ВВП. Данная спецификация в полной мере отражала идею о том, что дискреционная фискальная политика должна быть существенно ограничена. Достижение долговой стабильности и усиления общности принципов построения механизма фискальной политики должно было создавать надежные основы для функционирования валютного союза. В свете уровня разрывов в масштабах государственной задолженности и величинах бюджетных дефицитов можно однозначно утверждать, что маастрихтские фискальные критерии выглядели нереалистично, если принять во внимание введение евро в 1999 г. Также определение допустимого уровня бюджетного дефицита и государственного долга выглядело как осуществленное на основе медианных значений по развитым странам за длительный период времени, а не в соответствии с текущей фискальной ситуацией в ЕС. Лимит в 3 % бюджетного дефицита к ВВП и 60 % государственного долга к ВВП на момент основания ЕВС и перехода на евро отражал почти средние арифметические значения, но вовсе не медианные в целом по интеграционной зоне [15].

Формирование ЕВС и переход на единую европейскую валюту предполагал, что почти половина его членов не соответствует фискальным критериям конвергенции. Также необходимость соблюдения политики соответствия следующим критериям предусматривала, что отдельные страны должны начать агрессивные программы фискальной консолидации или существенно уменьшать объем активов общественного сектора экономики для уменьшения величины государственного долга, если существенных изменений в структуре общественных финансов не удастся достичь в краткосрочном периоде. Расчет на то, что в процессе функционирования единой валюты политика фискальной конвергенции продолжится, был частично оправдан ввиду того, что большинство стран, по крайней мере, политически, показало свою готовность идти путем гармонизации уровня долговой нагрузки в соответствии с согласованными принципами эффективной макроэкономической политики в валютном союзе. Усредненные значения маастрихтских критериев не вызывали жесткого сопротивления даже среди маргинальных должников, таких как Бельгия и Италия, свидетельствуя о наличии определенного евро-оптимизма [21].

Значительный уровень уже накопленного государственного долга и медленная фискальная конвергенция породили очень специфическую ситуацию, отражением которой выступило введение фискальных правил в ЕВС, дизайн которых, с макроэкономической точки зрения, отклонился от логики маастрихтских критериев. С одной стороны, с позиции дизайна фискальных правил, фискальные критерии конвергенции являются негибкими и больше ориентированы на контроль за дефицитным смещением и гомогенностью фискальных позиций. Интеллектуальная среда накануне введения



евро четко сформулировала два основных вектора трансформации маастрихтских критериев в фискальные правила ЕВС. Пакт о Стабильности и Росте (ПСР), принятый в Амстердаме в 1997 г., с дополнениями 2005 г. выступил отражением компромисса и со стороны макроэкономической теории, и со стороны политики евроинтеграции. Макротеоретический и институциональный анализ ПСР отразил наличие потенциальных проблем в сфере фискальной дисциплины в ЕВС, что, в итоге, и сказалось на повышении долговой уязвимости многих стран-членов валютного союза во время и после глобального финансового кризиса.

Во-первых, в условиях отсутствия монетарных каналов приспособления к шоку фискальная политика рассматривается как наиболее существенный механизм смягчения циклических колебаний. Сочетание децентрализованной гибкой фискальной и централизованной жесткой монетарной политики было определено базовой моделью микс-политики в ЕВС, имеющей существенные преимущества. Теоретически предполагалось, что если на фискальную экспансию наложены маастрихтские ограничения, то определенная дозированная гибкость не будет угрожать процессам экономической конвергенции, а, наоборот, будет усиливать реальную и номинальную конвергенцию через сглаживания деловых циклов в разрезе стран-членов [15]. Поскольку децентрализованная гибкость связана с автоматическими стабилизаторами, а не с масштабными дискреционными смещениями политики, то угрозы для стабильности валютного союза это не представляло бы. Более ранний взгляд на проблему фискальной дисциплины свидетельствовал о категоричности относительно роли сбалансированных бюджетов в обеспечении экономического роста и макроэкономической стабильности в процессах евроинтеграции. Определенные изменения в представлениях об оптимальной фискальной политике четко укоренились в конце 1990-х, в результате чего автоматические стабилизаторы и циклический структурный баланс начали считать лучшей альтернативой жестким курсам фискальной дисциплины. Примечательно, что акцента на включении фискальной гомогенности в предметную сферу анализа соответствия ЕВС критериям оптимальности валютной зоны не делалось [22; 23], в результате чего автоматическую стабилизацию фискальной политики неявно начали рассматривать как функциональное дополнение выравнивания деловых циклов, являющихся более важными для номинальной и реальной конвергенции.

Во-вторых, выход за пределы маастрихтской жесткости стал необходим, учитывая вариацию величины долгового бремени в ЕС-ЕВС и обусловленности текущей политики предыдущим характером долговой экспансии. Так, эмпирические исследования четко указывают, что текущая фискальная политика достаточно строго лимитирована предыдущим состоянием публичных финансов, и бремя процентных выплат является существенным фактором ограничения бюджетного маневра с помощью первичного дефицита (анализ данной проблемы представлен в [15, 16]). Наличие в макромоделли ПСР среднесрочных фискальных целей, к тому же выражен-

ных циклически, четко показали отклонение критериев конвергенции в сторону более гибких и сложных фискальных правил.

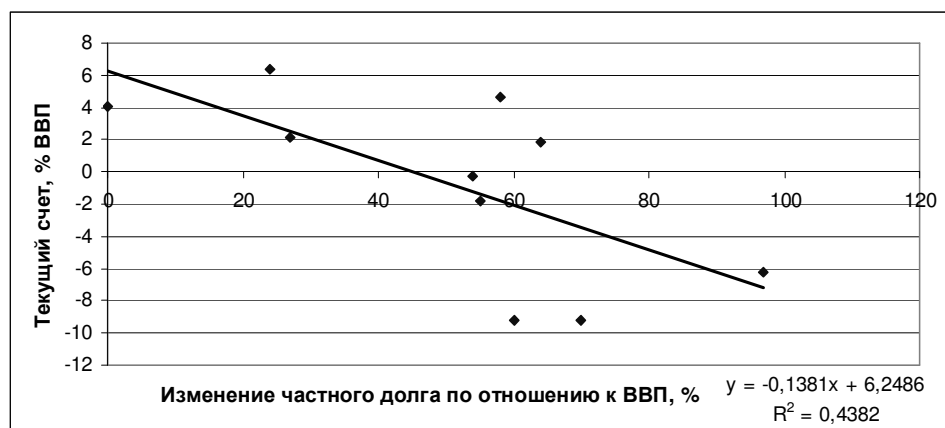
В-третьих, макродизайн ПСР продемонстрировал, что смещение от приоритета конвергенции к приоритету гибкости является определенным продолжением линии статуса-кво в сфере дальнейшего сближения экономик валютного союза. Как показывают эмпирические исследования, роль совместных факторов в поведении бюджетного баланса в ЕС начала существенно расти с 1985 г., тогда как величина чистых заимствований довольно существенно варьирует в процессе приспособления к специфическим шокам. Такие результаты демонстрировали, что усиление гомогенности в фискальной политике является производным от синхронизации бизнес-циклов, а не конвергенции в сфере публичных финансов [24]. Специфические национальные рамочные условия фискальной дивергенции являются не менее актуальными детерминантами различий в траекториях бюджетного дефицита и государственного долга, чем асимметричные макроэкономические шоки, налагаемые на долгосрочную обусловленность текущей фискальной политики прошлым опытом. Однородность реакции на спад посредством расширения бюджетного дефицита является более четко выраженным, чем симметричность в реакциях профицита на экономический рост [15]. Без дополнительных предостережений относительно положительного сальдо бюджета во времена бума и с широкими возможностями определения выхода за пределы ограничений среднесрочных фискальных целей, фискальные правила ЕВС следует признать несбалансированными. Фактически это означает, что Пакт заложил формальные основы под такую макро модель фискальной политики, которая допускает асимметричную автоматическую стабилизацию в разрезе делового цикла. Наличие спорных вопросов и мест для бюрократической полемики открыло путь для асимметричного принуждения к фискальной консолидации в разрезе стран. Вследствие этого ПСР подвергался критике практически сразу после своего внедрения и, с точки зрения анализа соответствия так называемым К-Ш критериям, имеет пространство к совершенствованию [15].

### **Дисбалансы, кризис и фискальная фрагментация**

Накопление финансовых дисбалансов в зоне евро породило серьезную дискуссию о том, что генерирование асимметрий в поведении стоимости активов, кредитных циклов и бума потребления в разрезе стран с различными доходами на душу населения вызвано общей монетарной политикой или структурными факторами [25]. Рис. 1 демонстрирует наличие докризисной связи между внешними и внутренними дисбалансами.

Рисунок 1

**Связь между внутренними и внешними дисбалансами в ЕВС, 2000–2010 гг.**



Источник: [16].

С теоретической точки зрения, связь между финансовыми дисбалансами и суверенной платежеспособностью не была столь четко очерчена до кризиса государственного долга в ряде стран так называемой периферийной зоны евро. Для объяснения такой связи следует принять во внимание несколько моментов.

А) Потеря конкурентоспособности. Так, если расходы на единицу фактора труд в 2003 г. принять за 100, то на 2007 г. они составляли: для Германии – 96, Франции – 107, Греции – 114, Испании – 115, Италии – 118, Ирландии – 125, на 2008 г., соответственно, 100, 113, 120, 122, 125 и 135, на 2009 г. – 103, 116, 125, 124, 124, 132, на 2010 г. – 102, 115, 124, 122, 123, 121, на 2011 г. – 103, 119, 123, 121, 127, 120 [16]. То есть, процесс раскручивания спирали финансовых дисбалансов сопровождался резкими изменениями в относительных расходах на оплату труда. Возвращение таких расходов на равновесную траекторию становится контрдикторным относительно способности частного сектора нести бремя накопленного долга.

Б) Рост государственного долга в результате финансовых кризисов. Последние исследования реакции фискальной политики на финансовые кризисы являются однозначными по поводу роста государственного долга вследствие реализации программ помощи финансовому сектору. Экспансия кредита ухудшает качество банковских активов, в результате чего посткри-

зисная рекапитализация банков завершается резким скачком государственного долга.

В) Отсутствие механизма коррекции курса. Общая монетарная политика не предусматривает доступности изменения валютного курса в ответ на ухудшение внешней конкурентоспособности. Коррекция платежных балансов вследствие роста расходов на оплату труда и экспансии кредита не может состояться на основе изменения номинального валютного курса, а требует изменений во внутренней абсорбции, что становится толчком к потере ВВП в реальном выражении и ухудшению соотношения долга к валовому внутреннему продукту.

Г) Недооцененная связь между фискальной устойчивостью и финансовой стабильностью банковского сектора. Высокая чувствительность стабильности в банковском секторе к поведению спредов по долговым инструментам целого ряда стран ЕВС продемонстрировала как уязвимость к рискам владения такими инструментами, так и способность рынков спекулировать по поводу способности правительств оказывать поддержку банкам, состояние которых ухудшается вследствие того, что фискальная устойчивость стран, где они функционируют, уже ухудшилась. По сути, развертывание долгового и банковского кризиса в ЕВС в 2010–2012 гг. продемонстрировало, что рынки достаточно четко осознают взаимозависимость между способностью правительств оказывать финансовую помощь банкам и готовностью банков поддерживать ликвидность долговых инструментов стран, по фискальной устойчивости которых появляются сомнения именно в свете невозможности восстановить конкурентоспособность посредством изменения валютного курса и неоднозначного воздействия программ экономии на динамику государственного долга в краткосрочном периоде.

Отсутствие механизмов поддержания ликвидности рынков государственного долга, в частности жесткие институциональные ограничения на выполнение ЕЦБ роли кредитора последней инстанции, оказали существенное влияние на развертывание кризисных процессов в зоне евро. Изначально дизайн макроэкономической политики ЕС-ЕВС исключал принцип централизованного вмешательства в решение фискальных проблем стран-участниц. Маастрихтские критерии в совокупности с четко прописанным мандатом и высоким уровнем институциональной защиты независимости ЕЦБ рассматривались как принципиальные ингибиторы финансовой нестабильности, призванные изначально нейтрализовать причины, определяющие экспансивную макроэкономическую политику. Особый акцент на том, что централизованная помощь не может предоставляться для решения фискальных проблем, делался также из соображений того, что это должно восприниматься как стимул к фискальной дисциплине и ответственности. Предотвращение морального риска в системе реализации совместной монетарной политики выглядело более приоритетным и при этом более простым способом создания прозрачных принципов макроэкономического ме-

недждмента. Вероятность наступления долговых кризисов исключалась, и одновременно исключались и возможные механизмы урегулирования долговых проблем.

Однако, на самом деле, быстро выяснилось, что данная модель макроэкономической политики не отвечает потребностям урегулирования кризисов ликвидности, генерируемых спекуляциями относительно структурной негибкости экономики. Также долговые проблемы в ряде стран возникли не столько вследствие опрометчивой фискальной политики накануне кризиса, сколько в силу того, что увеличение государственного долга было вызвано реализацией программ спасения банковского сектора, перегруженного плохими долгами, которые образовались в результате кредитного бума предыдущего периода.

Другим аспектом проблемы является взаимосвязь спредов и кредитования последней инстанции. До кризиса быстрая компрессия спредов указывала на то, что рынки явно переоценивают отсутствие суверенных рисков, захваченные фактом нивелирования валютных рисков. После того как кризис наступил и негативные ожидания относительно того, по какому каналу приспособления будет происходить процесс макроэкономической адаптации к новым равновесным условиям, активизировались, спреды стали чрезмерно расширяться ввиду того, что ухудшение ликвидности в финансовой системе в целом, потеря ликвидности по долговым бумагам отдельных суверенных заемщиков и спекуляции по их будущей платежеспособности начали усиливать друг друга. Отсутствие кредитования последней инстанции, по мнению некоторых экономистов, является важной составляющей того, почему долговой кризис в отдельных странах ЕВС проходил с такой особой остротой [1]. Отсутствие совместных евробондов, по которым ЕЦБ мог бы выступать кредитором последней инстанции, пошатнули позиции евро как резервной валюты, что также повлияло на ухудшение ликвидности долговых рынков отдельных стран, в которых слабый эффект домашнего смещения катализировал дополнительную волатильность, инспирированную колебаниями в структуре глобальных долговых портфелей.

Так, доля внешнего владения долговыми бумагами стран-членов зоны евро за последнее десятилетие существенно возросла [26]. Это можно объяснить нивелированием валютного риска и усилением восприятия таких бумаг как взаимозаменяемых. Однако вместе с ростом доли нерезидентского владения долговыми инструментами повышается риск гиперреакции рынков на проблемы с ликвидностью, или, другими словами, создание спекулятивных проблем с ликвидностью становится более простым делом именно при значительной доли внешнего владения. Поддержка ликвидности только инструментов по каналам кредитования последней инстанции возможна только путем монетарных акций, которые нарушают принцип индивидуальной ответственности за проблемы в сфере фискальной политики. Можно сделать предварительный вывод, что единая валюта, устраняя ва-

лютный риск, не гарантирует снижения ставок на перманентной основе, поскольку может появиться риск, связанный с негативными ожиданиями относительно ликвидности рынка и заблокированностью каналов ее инъекций.

Однако, несмотря на существенную специфику кризиса в зоне евро, накопление государственного долга до и после кризиса указывало на то, что ЕС-ЕВС стоит рассматривать как не имеющие иммунитета от долговой нестабильности (табл. 1). Фискальная политика в странах зоны евро в целом длительное время демонстрирует контрциклическую направленность с асимметричным действием автоматических стабилизаторов. На агрегированном уровне четко видно, что после ухудшения баланса бюджета не произошло достижения профицита, которое гарантировало бы снижение государственного долга. Успехи по преодолению проблемы чрезмерных дефицитов 1980-х – начала 1990-х не были подкреплены аналогичным существенным снижением государственного долга, даже несмотря на то, что в ряде стран его удалось снизить почти на 20 % ВВП (Бельгия и Италия) [15]. Аналогичной проблемой является чрезмерная уверенность в том, что гибкость фискальной политики можно рассматривать как важную составляющую компенсации утраченных монетарных механизмов макроэкономической стабилизации. Однако такая гибкость поддерживалась на уровне государственного долга, который в целом по зоне евро был значительно выше маастрихтского критерия в 60 % ВВП. При этом, если в периоды значительных реверсов бюджетного сальдо в сторону баланса до кризиса уровень государственного долга реагировал уменьшением, то после кризиса рост его уровня оказался таким, что значительный реверс сальдо бюджета и более чем двукратное снижение дефицита с 2009 г. до 2012 г. не стабилизировали траекторию накопления суверенной задолженности. Такая закономерность отражает то, с какой скоростью умножаются государственные обязательства и как это сказывалось на росте процентного бремени [15]. С 1996 г. до 2008 г. процентные выплаты в странах зоны евро снижались, несмотря на то, что функция государственного долга демонстрировала незначительный рост тренда. (Аналогичные тенденции имели место практически во всех развитых странах, свидетельствуя, что ослабление процентного бремени в результате падения глобальных процентных ставок разрушило мотивацию снижать государственный долг ниже отметки в 60 %). После 2008 г. с началом кризиса рост государственного долга изменил поведение процентного бремени. Он начал расти, свидетельствуя о повышении суверенных рисков и расширении спредов [12; 15; 17; 20].

В то же время, незначительный рост величины процентных выплат на агрегированном уровне стран-членов еврозоны скрывает то, что еще до кризиса фискальная дивергенция заложила мину замедленного действия в механизм обеспечения макроэкономической стабильности. Табл. 1 подчеркивает, что поведение государственного долга в так называемых старых членах ЕВС крайне неоднородно.

Таблица 1

**Государственный долг в зоне евро, % ВВП**

	1998	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2013
Германия	61,2	62,5	69,3	67,9	66,7	83,2	78,9	78,4
Франция	58,1	67,5	74,1	76	73	91,2	100,1	91,8
Италия	118,1	118,8	116,8	116,7	114,6	126,5	123,4	132,5
Испания	67,4	60,3	53,3	46,2	47,7	67,1	87,9	93,9
Нидерланды	70,0	60,2	61,9	54,5	64,8	70,6	81	70,2
Бельгия	118,1	108,3	98,3	91,6	92,9	100	103,1	99,4
Австрия	64,7	72,8	70,9	66,4	68,7	78,1	83	74,9
Финляндия	53,6	49,5	51,5	45,6	40,4	57,6	59,1	53,9
Греция	107,7	119,2	113,3	113,4	115,4	142,8	153,2	175,1
Португалия	60,0	61,5	66,5	72,6	75,4	93,4	112,4	128,9
Ирландия	59,5	35,8	33,1	29	49,5	98,4	121,6	116,1
Люксембург	7,1	12,2	14	11,5	18,3	24,7	26	30

Источник: Построено на основе данных ОЭСР и МВФ ([www.oecd.org](http://www.oecd.org), [www.imf.org](http://www.imf.org)).

Как видно из данных табл. 1, практически невозможно идентифицировать закономерность в поведении государственного долга в разрезе упомянутых стран. Можно лишь заметить, что до начала глобального финансового кризиса только Люксембург, Ирландия, Финляндия, Нидерланды и Испания выполняли маастрихтский критерий в 60 % долга к ВВП. Австрия быстрее приближалась к нему, Франция и Португалия – удалялись, Италия, Греция и Бельгия постепенно реализовывали программы снижения государственного долга, а Германия не демонстрировала четкой тенденции, скорее свидетельствуя о приверженности стабилизационной гибкости. Но уже с 2008 г. ситуация быстро меняется. Принимая во внимание различия в процессах реальной конвергенции, уязвимость к накоплениям финансовых дисбалансов, траекторию государственного долга и структурную гибкость, можно выделить следующие группы:

- группа, которая пострадала от финансового бума, предшествовавшего кризису, и в которой имела место быстрая реальная конвергенция. В эту группу входят Ирландия, Испания, Португалия и Греция. Первые две проводили достаточно адекватную политику снижения государственного долга и поддержания значительного профицита бюджета, но структурный баланс у них был в отрицательной зоне, маскируя за экспансией рынка активов структурную уязвимость. Вторые две уже были перегружены долгами до кризиса. В каждой из этих стран именно существенные проблемы в

финансовом секторе повлияли на быстрый рост государственного долга, за исключением Греции, где это объяснялось неспособностью удержать сальдо бюджета в надлежащих рамках;

- группа традиционных должников, состоящих из Италии и Бельгии. В этих странах наблюдался незначительный рост государственного долга вследствие того, что он уже и так был на значительном уровне. При этом Италия от кризиса пострадала гораздо больше, учитывая четко выраженную структурную негибкость и институциональную слабость. Быстрое накопление государственного долга Франции сближает ее с этой группой, хотя она не может принадлежать к ней в полной мере;
- группа структурного меркантилизма, или традиционных экспортеров ЕС, в состав которой входят Германия, Нидерланды, Финляндия, Австрия, где произошел рост государственного долга в существенных объемах, но он не спровоцировал существенного беспокойства рынков, а, скорее, наоборот. Долговые бумаги этих стран больше рассматриваются как «безопасные гавани». Спецификой группы является то, что именно ее представители не испытали снижения глобальной конкурентоспособности, несмотря на признаки внутренних финансовых дисбалансов в Нидерландах и Финляндии. Гибкие, инновационные и экспортоориентированные экономики этих стран, хотя и пострадали от кризиса, но рассматриваются как такие, которые могут быстро адаптироваться к новым равновесным условиям. Частично к этой группе можно отнести Люксембург, где государственный долг удвоился, но до и после кризиса оставался на незначительном уровне.

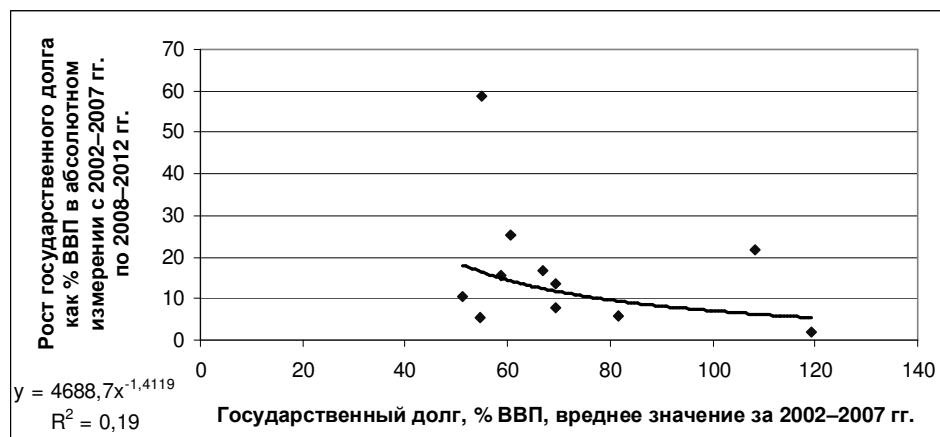
Рис. 2 убедительно доказывает, что способность страны накапливать государственный долг для реализации фискальной политики стабилизационной миссии существенно зависит от его (долга) предыдущего уровня.

Чем больше показатель долга к ВВП отклоняется в высшую сторону от 60 %, тем меньше страна способна поддерживать дальнейшую долговую экспансию. Если же страна ее продолжает, то риски долгового кризиса становятся очевидными. Такой вывод полностью совпадает с теоретическими выводами о том, что оптимальная фискальная политика должна обеспечивать место для маневра таким образом, чтобы новые заимствования пользовались доверием. Без существенного снижения государственного долга в Ирландии и Испании в 2008 г. финансовые проблемы в банковском секторе с почти двукратным ростом государственного долга в них за период 2008–2012 гг. привели бы к макрофинансовому коллапсу. Каждая из этих стран, особенно Испания, подверглась глубокому кризису ликвидности при уровне долга к ВВП, который не вызывал беспокойства в случае других стран. Увеличение же государственного долга с позиции уже определенного его уровня повысило вероятность кризиса.



Рисунок 2

**Долговое бремя до кризиса и возможности фискального маневра после, «старые члены» зоны евро без Люксембурга**



Источник: Построено на основе данных ОЭСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

Случай Греции демонстрирует, что недоверие к фискальной политике вряд ли может быть компенсировано кредитованием последней инстанции, поскольку актуализируются монетарные факторы скачка номинальных ставок, на что П. Кругманн в своем анализе «греческой модели кризиса» внимания не обращает [1]. Можно выразить скептицизм относительно того, что такие страны, как Греция, могут позволить себе кредитование последней инстанции в моменты кризиса суверенной ликвидности без быстрого повышения номинальных ставок. Инфляционные ожидания таких действий не решили бы проблему долговых рынков, а добавили к макроэкономической политике дополнительные проблемы. Кругманн приводит разницу спредов Дании и Финляндии в пользу того, что суверенная монетарная политика может улучшить ситуацию с долговой устойчивостью в кризисные моменты. Однако он не учитывает других факторов, таких как гибкость экономики, стадия реальной конвергенции и качество институтов. Доверие к Центробанку также важно. То есть, проблемы со спредами следует искать не в общей монетарной политике, а в том, что она оказалась уязвимой к долговым кризисам, низкая вероятность которых была ключевой доминантой ее дизайна. Выступление ЕЦБ в роли кредитора последней инстанции изменило ситуацию, хотя и показало, что монетарная политика в зоне евро должна опираться на механизмы, с помощью которых можно решать долговые проблемы без выхода союзных Центробанков за пределы однозначного трактования его мандата.

## **Спекуляции, глобальный масштаб долговой нестабильности в ЕВС и фрагментация после кризиса**

Иными словами, для долгового кризиса ЕВС было достаточно фискальных оснований, и большинство из них коренится в фискальной фрагментации докризисного периода и в отсутствии стимулов к снижению долгового бремени в условиях экспансии глобальной ликвидности. Система фискальных правил ЕВС не предусматривала императив снижения государственного долга ниже критериев оценки долговой стабильности для того, чтобы в моменты шока стабилизационные действия пользовались доверием, а необходимость фискальной консолидации не приходилась на период рецессии. Однако это не означает, что специфика ЕВС как интеграционного объединения в совокупности с другими факторами поведения глобальных инвесторов не повлияла на глубину кризиса.

Фрагментация долговых рынков стран-участниц подчеркнула уязвимость фискальной политики в трансформации модели оценки суверенных рисков заемщиков, по которым могут возникнуть спекуляции против структурной негибкости. Например, А. Де Сантис отмечает, что спреды выросли даже для стран с хорошими фундаментальными показателями долговой устойчивости, а для стран, подвергшихся проблеме потери глобальной конкурентоспособности, скачок спредов породил несостоятельность нормализовать рефинансирование долговых обязательств. В отличие от П. Кругмана, который связывает драматическое повышение спредов даже для стран со сдержанной фискальной политикой с отсутствием механизма кредитования последней инстанции [1], Де Сантис выделяет три ключевые детерминанты формирования доходности по суверенным долговым инструментам: агрегированный риск (монетарная политика, глобальная неопределенность, отношение к риску); специфический государственный риск (вероятность наступления дефолта, характер финансирования дефицитов, состояние ликвидности долговых рынков); риск финансовой инфекции. Он утверждает, что разделение на «тихие гавани», «страны Юга» и «остальные» во многом опиралось на степень доверия к фискальной политике, которая является более следствием комплексной оценки приспособления экономики к шоку, чем исключительно анализом текущего уровня государственного долга. При этом отношение к риску, неопределенность и финансовая инфекция являются не менее важными факторами дивергенции долговых рынков и дальнейшей дестабилизацией ЕВС.

Спекулятивный момент и взаимное усиление долгового и банковского кризиса существенно повлияли на ход макрофинансовой дестабилизации

зоны евро. Несмотря на то, что фискальных оснований для этого также было достаточно, проблема доверия к евро как к резервной валюте или к валюте, в которой деноминируются резервные активы, также дали о себе знать. Табл. 2 позволяет увидеть, что рост доли евро в глобальных валютных резервах продолжался до 2009 г., после чего начал снижаться. Несмотря на то, что доля доллара США также не вернулась на прежний уровень, доля «других валют» почти удвоилась по сравнению с докризисным периодом.

Таблица 2

**Валютная структура глобальных валютных резервов, %**

	2001	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Доллар США	71,5	65,9	66,9	64,1	64,1	62,0	61,8	62,2	61,3	61,2
Японская йена	5,0	3,9	3,6	2,9	3,1	2,9	3,7	3,5	4,1	3,9
Фунт стерлингов	2,7	2,8	3,6	4,7	4,0	4,2	3,9	3,8	4,0	4,0
Евро	19,2	25,2	24,1	26,3	26,4	27,7	26,0	25,0	24,2	24,4
Другие валюты	1,3	2,0	1,7	1,8	2,2	3,0	4,4	5,3	6,3	6,4

Источник: IMF Annual Report. Appendix I. – IMF: Wash. (D. C.), 2014. – P. 3.

Приведенные в табл. 2 данные пока не указывают на глубокие структурные изменения в сфере глобальных монетарных взаимоотношений. Но они не могут не отражать того, что конкуренция на рынке резервных валют повышается. Фискальный фактор такой конкуренции становится тем более определяющим, чем в большей степени ликвидность долговых инструментов может поддерживаться при уровне долга, который значительно превышает то, что ассоциируется с долговой стабильностью. Неслучайно, что изменения в политике ЕЦБ в 2012 г. относительно предложения евро-ликвидности путем осуществления операций аутрайт на долговых рынках отдельных стран существенно ослабили спекулятивное давление. В совокупности с реформами фискальной политики в ЕС–ЕВС и углублением понимания необходимости продвижения по пути формирования фискального и банковского союза более гибкая политика ЕЦБ усилила макрофинансовую стабильность. Однако ослабление напряжения в сфере евро-ликвидности не имело бы такого глубокого воздействия, если бы не сопровождалось программами экономии и институциональными реформами. Пакт о Стабильности и Росте свидетельствует, что дестабилизация ЕВС обуславливалась как фискальным фактором самим по себе, так и тем, что асимметричная долговая уязвимость стран-членов зоны монетарной интеграции несовместима с позициями евро как глобальной резервной валюты.

Посткризисная фискальная фрагментация зоны евро создает ряд сложностей:

- асимметричная ограниченность доступа суверенных заемщиков к финансированию возникла именно тогда, когда потребности в нем для устранения предпосылок для десинхронизации циклов за счет бюджетных расходов оказались высокими. Причем эта проблема является более сложной в свете того, что фрагментация трансформируется. Она возникла по критерию «Португалия – Ирландия – Греция – Испания» (от англ. – PIGS – «свины») и т. д. Переросла в «Греция – Италия – Испания» (от англ. – GIPSI – «цыгане») и т. д. То есть, первая посткризисная фаза фрагментации пришлась на страны, охваченные значительными финансовыми дисбалансами, которые переросли в бюджетные проблемы, тогда как вторая отразила несостоятельность стран Юга осуществить необходимые структурные реформы. А в дальнейшем и остальные страны охватила фрагментация ЕВС, в процессе которой вышли на передний план критерии уровня накопленного долга и критерии оценки перспектив экономического роста на основе обеспечения конкурентоспособности;
- асимметрии с введением фискальной консолидации и асимметричная непоследовательность по ее внедрению консервирует текущую фрагментацию и усиливает зависимость стабильного функционирования евро от спекуляций, чувствительных к политическим интерпретациям готовности той или иной страны нести бремя приспособления к новым равновесным условиям. Это означает, что как курс доллар-евро, так и спреды будут еще длительное время сохранять чувствительность к сигналам внеэкономического происхождения;
- восстановление конкурентоспособности как более долгосрочная стратегия потребует наращивания инвестиций в инновационные сектора и человеческий капитал, в результате чего страны с лучшим доступом к финансированию смогут позволить более гибкую бюджетную политику, тем самым создавая предпосылки для экономического роста в будущем. Фрагментация будет усложнять ситуацию по синхронизированным обеспечениям глобальной конкурентоспособности, тем самым закладывая предпосылки для циклической дивергенции на будущее;
- фрагментация нарушает эффективность функционирования общего для всех стран-членов механизма монетарной трансмиссии и способности разных групп стран обеспечивать коррекцию дефицита. Более мягкая политика ЕЦБ по сглаживанию различий в спредах может потребовать перехода на систематическую основу,

тем самым нарушая определяющие принципы монетарной политики в зоне евро, указанные в Уставе ЕЦБ и в Маастрихтском договоре. Для нейтрализации спекуляций смягчение политики поддержки ликвидности долговых рынков со стороны ЕЦБ является положительным, но из соображений создания стимулов к реформам благодаря более жестким бюджетным ограничениям затяжная борьба со спекуляциями может закончиться потерей разграничения между индивидуальной суверенной платежеспособностью и союзной монетарной нестабильностью;

- вследствие фискальной фрагментации наблюдается асимметричное истощение фискального пространства и различия в возможностях отреагировать на будущий макрофинансовый шок. Как индивидуальные, так и коллективные шоки будут лучше преодолевать страны с низким уровнем государственного долга. Они смогут осуществлять новые заимствования, которые будут пользоваться доверием, а остальные – требовать изменения либо условий членства в ЕВС, либо модальности монетарной политики ЕЦБ. Иными словами, благодаря фрагментации способности увеличивать государственный долг в случае необходимости ЕВС столкнется с проблемой перерастания затяжного шока в предпосылку перераспределительных конфликтов. Это может оживить нежелательные политические трения и спекуляции против стран, долговые рынки которых будут «слабыми местами»;
- так, во время долгового кризиса 2009–2012 гг. фрагментация сопровождалась спекуляциями против структурной негибкости отдельных стран (их гипотетической невозможности осуществить реформы для восстановления конкурентоспособности так, чтобы минимизировать общественные потери от реформ данного уровня накопления долга и величины спредов), в дальнейшем она может поощрять спекуляции против несостоятельности, последовательно воплощая реформы в сфере обеспечения структурной гибкости;
- фрагментация долговых рынков ЕВС остается ключевой предпосылкой несостоятельности евро занять более весомые позиции в системе глобальных монетарных взаимоотношений. Более рискованные рынки будут вытесняться из поля зрения интересов медианных глобальных инвесторов и привлекать исключительно тех, кто специализируется на рискованных операциях. Также не исключены ситуации с мотивацией отдельных стран «торговать голосом» в структурах ЕС–НАТО в обмен на более лояльную схему рефинансирования. Менее рискованные рынки будут интересовать репрезентативного глобального инвестора, но демандеры со значительными ресурсами могут оказаться недостаточно мотивированными

низкой доходностью долговых инструментов стран «тихих гаваней». Возможно возникновение цикла переключения с более рискованных инструментов на инструменты «тихих гаваней» и, наоборот, под влиянием глобально-центричных шоков или изменений в инвестиционной стратегии глобально значимых игроков. То есть, фрагментация долговых рынков в ЕВС приносит дополнительную волатильность в потоки капиталов и ослабляет глобальные перспективы евро;

- значительные различия в долговой ситуации и в ее оценке рынками в разрезе стран ЕВС будут ухудшать стартовые условия поиска консенсуса для трансформации механизма макроэкономической политики в зоне евро. Реформы 2011–2012 гг. показали отсутствие радикальности именно потому, что наиболее обремененные долгом страны были неспособны соблюдать жесткие требования по ограничению на первичные дефициты, при том, что до введения евро они были более лояльны относительно рестриктивных маастрихтских критериев. Это означает, что дизайн макрополитики в ЕВС крайне чувствителен к политическому консенсусу, который формируется под влиянием текущих обстоятельств. Шаги, которые необходимо предпринять для более полноценного функционирования валютного союза в Европе, имеют вид последовательных, именно потому, что фискальная фрагментация углубляет асимметричность в распределении бремени обеспечения макрофинансовой стабильности. Причем такая асимметричность усиливается в разрезе двух направлений: а) страны, хорошо обремененные государственным долгом, будут нести тяжелый груз-членства в валютном союзе; б) страны, находящиеся на ранних стадиях реальной конвергенции, но имеющие более низкий уровень долга, могут оказаться в ситуации, когда они субсидируют более богатые страны с высоким уровнем долговой нагрузки. В обоих случаях это создает долговые предпосылки политической уязвимости ЕВС, тем самым ограничивая способность ЕЦБ лучше позиционировать евро в глобальных монетарных процессах.

## Выводы

Анализ процессов фискальной фрагментации в зоне евро позволяет увидеть след эволюционной генетики, то есть еще до введения единой валюты страны-члены ЕВС были положительными с точки зрения отягощенности государственным долгом. Сам факт функционирования единой валюты нельзя считать причиной дивергенции ЕВС. Долговой кризис возник на

почве сочетания искаженных стимулов к снижению государственного долга в среде экспансии глобальной ликвидности со слабым институциональным механизмом фискальных правил и фискальной реакцией на последствия финансовых дисбалансов. Перерастание глобального финансового кризиса в кризис суверенного долга в ЕВС сопровождалось резкой фискальной фрагментацией именно из соображений того, насколько страны-участницы подверглись давлению со стороны накопленных финансовых дисбалансов. В дальнейшем фрагментация усилилась благодаря возникновению нового феномена – спекуляции против структурной негибкости, ослабившей разделение на страны, которые были поражены дисбалансами, и страны, которые не были, и усилила паттерн дивергенции, особенностью которого является накопленный долг и способность обеспечить фискальную консолидацию, пользующийся доверием. Вмешательство ЕЦБ в спекуляции против долговых инструментов стран юга смягчило ситуацию. Однако фискальная фрагментация остается существенным тормозом долгосрочной стабилизации ЕВС, что несовместимо с ролью евро как резервной валюты. Основным риском является усиление циклической асинхронности в результате асимметричного доступа к финансированию, существенных различий в сфере доверия к мерам фискальной консолидации, появления перераспределительных конфликтов из-за неспособности реагировать на новые шоки за счет увеличения государственного долга.

### **Литература**

1. Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D. C.), Nov. 7–8, 2013. – P. 1–35.
2. Obstfeld M., Peri G. Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy // *Economic Policy*. – 1998. – № 26. – P. 205–259.
3. Posen A. The Euro at Five: Ready for a Global Role? [Электронный ресурс] // Institute for International Economics Conference Paper. – 2005. – Режим доступа : [www.iie.com](http://www.iie.com).
4. Pisani-Ferry J., Posen A. The Euro at Ten: The Next Global Currency? [Электронный ресурс] // Institute for International Economics Conference Paper. – 2009. – Режим доступа : [www.iie.com](http://www.iie.com).
5. The Euro at Ten: Performance and Challenges for the Next Decade. – Goldman Sachs European Economic Group. 2008. – 141 p.
6. Mongelli F. The Transformational Impact Of EMU and the Global Financial Crisis // Center for European Policy Studies Policy Brief. – 2010. – № 228. – 9 p.

7. Smaghi Bini L. The Financial and Fiscal Crisis: A Euro Area Perspective [Электронный ресурс] // ECB Speeches. – 2010. – Режим доступа: [www.ecb.int](http://www.ecb.int).
8. Hume M., Sentence A. The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy // External MPC Unit Discussion Paper. – 2009. – № 27. – P. 1–60.
9. Lane Ph. International Financial Integration and the External Positions of Euro Area Countries // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 830. – P. 1–16.
10. Barnes S., Lawson J., Radziwill A. Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 826. – P. 1–18.
11. Barbosa J. R., Alves R. H. Divergent Competitiveness in the Eurozone and the Optimum Currency Area Theory // Faculdade de Economia Universidade do Porto Working Papers. – 2011. – № 436. – P. 1–32.
12. Davlas Z., Pisani-Ferry J., Sapir A. A Comprehensive Approach to the Euro-Area Debt Crisis // Bruegel Policy Brief. – 2011. – Feb. – № 2. – P. 1–8.
13. Alberola E., Molina L., Rio del P. Boom, Imbalances and Bust in Europe. Lessons for Shaping a More Stable Monetary Union // Banco de Espana. – 2011. – P. 1–19.
14. Козюк В. Теоретичний вимір макрофінансових ризиків дивергенції евро зони // Економічна теорія. – 2011. – № 3. – С. 59–72.
15. Козюк В. В. Еволюція інституціональної моделі фискальних правил ЄВС // Журнал європейської економіки. – 2013. – Т. 12, № 2. – С. 131–164.
16. Козюк В. В. Фіскальний вимір теорії оптимальних валютних зон в світлі дивергенції ЄВС // Економічна теорія. – 2014. – № 3. – С. 82–98.
17. Completing the Euro. A Road Map Towards Fiscal Union in Europe. Report of the «Tommaso Padoa-Schioppa Group». – Notre Europe Studies and Reports. – 2013. – № 92. – 68 p.
18. Козюк В. В. Теорія оптимальних валютних зон у світлі глобальної фінансової кризи і ризиків дивергенції ЄВС // Економічна теорія. – 2012. – № 4. – С. 56–71.
19. Pisani-Ferry J. The Known Unknowns and Unknown Unknowns of EMU // Bruegel Policy Contribution. – 2012/18. – P. 1–10.
20. Davras Z. The Euro Crisis: Ten Roots, But Fewer Solutions // Bruegel Policy Contribution. – 2012/18. – P. 1–14.



21. Buiter W., Corsetti G., Roubini N. Maastricht's Fiscal Rules // *Economic Policy*. – 1993. – Vol. 8. – № 1. – P. 60–75.
22. Mongelli F. «New» Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // *ECB Working Paper*. – 2002. – № 138. – P. 5–51.
23. Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // *ECB Working Paper*. – 2002. – № 185. – P. 5–50.
24. de Bandt O., Mongelli F. Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area // *ECB Working Paper*. – 2000. – № 20. – P. 5–28.
25. Mongelli F. P. The Mutating Euro Area Crisis. Is the Balance Between «Sceptics» and «Advocates» Shifting? // *ECB Occasional Paper*. – 2013. – № 144. – P. 1–41.
26. Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // *ECB Working Paper*. – 2010. – № 121. – P. 1–38.
27. De Santis R. The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Save Havens, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal // *ECB Working Paper*. – 2012. – № 1419. – P. 1–61.

Статья поступила в редакцию 30 января 2015 г.