

ДЕСЕТИЛЕТИЕ СЛЕД ЕВРОПЕЙСКАТА ДЪЛГОВА КРИЗА – РЕФОРМИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА

Гл. ас. д-р Цветан Павлов¹

Резюме: Целта на доклада е да систематизират най-значимите мерки на европейските институции, спомогнали за овладяване на дълговата криза (2010 ~ 2015), и да се очертаят консенсусните в литературата критики и препоръки за допълнителни действия. Първоначално се търсят причините, довели до уязвимостта на паричния съюз и съответно необходимите структурни реформи. На тази основа се извършва паралел с предприетите мерки и оценява ефективността им по отстраняване на макроикономическите дисбаланси и слабости в дизайна на еврозоната. Установява се предпазливост и нежелание за тежки решения: мерките по-скоро са следвали събитията и до по-мащабни предложения за реформи се стига едва, след като кризата се превръща в екзистенциална за еврозоната. Постигнат е сериозен прогрес, но също така някои от ключовите реформи все още не са приключили. Като най-успешни мерки, довели до успокоение на пазарите, се извеждат програмите за Директни парични трансакции (OMT) и Европейският механизъм за стабилност (ESM), заедно с количествените улеснения от страна на ЕЦБ.

Ключови думи: европейска дългова криза, еврокриза, ЕЦБ, еврозона, структурни реформи

JEL: G01, G12, G18, G28

DOI:

A DECADE AFTER THE EUROPEAN DEBT CRISIS - REFORMS AND CHALLENGES

Head Assist. Prof. Tsvetan Pavlov, PhD

Abstract: *The aim of the report is to systematize the most significant measures of the European institutions that helped to contain the debt crisis (2010~2015) and to outline the literature's consensus critiques and recommendations for further action. The paper initially seeks to identify the causes that led to the vulnerability of the monetary union and hence the necessary structural reforms. On this basis, a comparison is made with the implemented measures and an assessment is performed of their effectiveness in addressing macroeconomic imbalances and weaknesses in the design of the euro area. Caution and reluctance to take tough decisions are found: measures have tended to follow events, and larger-scale reform proposals are reached only after the crisis has become existential for the euro area. Significant progress has been made, but also some of the key reforms are still pending. The Outright Monetary Transactions (OMT) programme and the European Stability Mechanism (ESM), together with quantitative easing by the ECB, are singled out as the most successful measures that have calmed markets.*

Key words: European debt crisis, euro crisis, ECB, eurozone, structural reforms

JEL: G01, G12, G18, G28

DOI:

¹ ts.pavlov@uni-svishtov.bg, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов, България

1. Въведение

Въвеждането на еврото и съответно провеждането на единна, наднационална парична политика от страна на ЕЦБ, може да се категоризира като едно от най-значимите постижения на европейската икономическа интеграция. В същото време обаче при първото по-сериозно предизвикателство в лицето на глобалната финансова криза от 2008 г. започнаха да се очертават значителни икономически и финансови дисбаланси в еврозоната, дори и слабости в институционалния ѝ дизайн. Това доведе до разразяването на т.н. европейска дългова криза или още еврокриза, започнала около 2010 г. и продължила повече от пет години. Последниците от тази криза имаха значими икономически и социални ефекти, довели до ерозия на доверието в Еврозоната. За да се противопостави на страховете за еврото и евентуална неплатежоспособност на периферните страни, европейските институции, начело с ЕЦБ, предприеха редица мерки и реформи. Настоящият доклад цели да направи преглед на тези инициативи, постигнатият до момента напредък и резултати от тяхното прилагане. За да се прецени до колко са навременни и успешни тези мерки, в доклада първо се резюмират причините за еврокризата и ефектите, които следва да бъдат постигнати от тях.

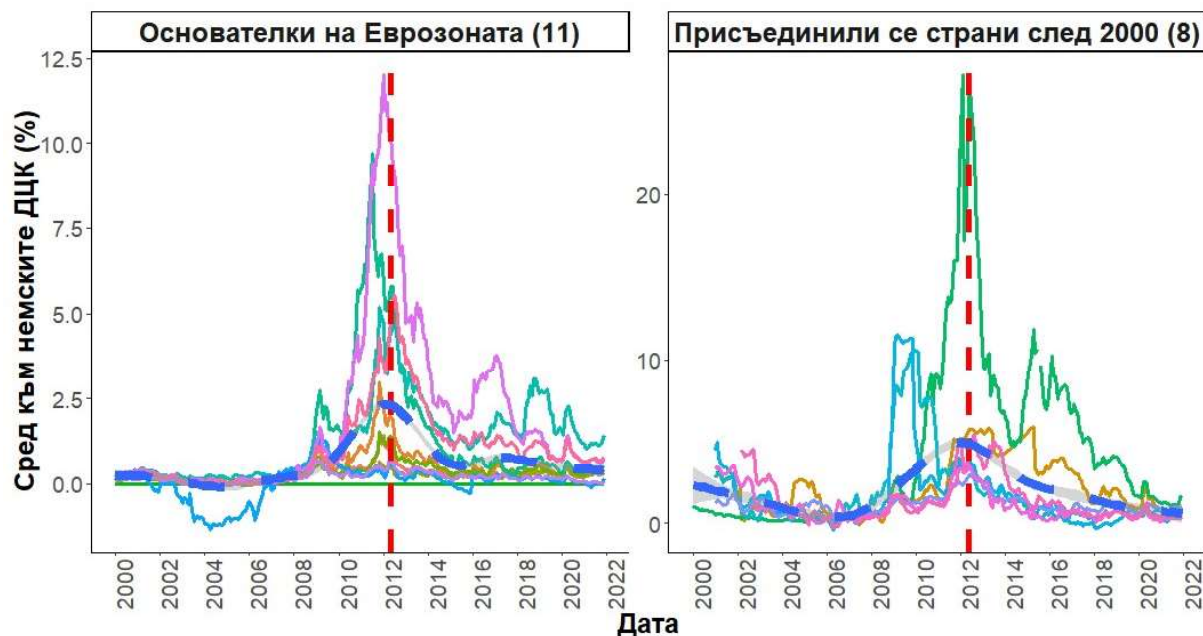
2. Дисбаланси, довели до дълговата криза в еврозоната

Първите години след формирането на еврозоната през 1999 г., макроикономическите показатели на страните-членки и динамика на финансовите пазари оставят впечатление за един успешен и добре конструиран проект. Обвързаността в Еврозоната се подобрява чрез значимо увеличение на преките инвестиции и междубанковото кредитиране от по-богатото „ядро“ към периферните страни. Олицетворение на очертаващото се добро развитие в интеграцията илюстрират лихвените проценти и премии по държавните облигации. Те намаляват чувствително и се доближават до тези на бенчмарка - немските ценни книжа (виж. Фиг. 1). Очевидно в този период инвеститорите пренебрегват индивидуалните специфики и рискове, приемайки, че дългът на отделните страни е негласно с общи за общността гаранции.

Макар и да е комплексно явление, в литературата съществува вече широко подкрепена теза какъв тип бе еврокризата и какви са причините за нея. Според този консенсус (Baldwin et al., 2015) основната предпоставка за кризата са дисбалансите в платежните баланси на периферните страни и последвалото „внезапно спиране“ (sudden stop).

Феноменът внезапно спиране (Calvo, 1998) се характеризира с бързо прекъсване на потока от външни капитали в страни с отрицателни текущи сметки, зависими от чуждестранното кредитиране за финансирането му. Подобни кризи водят до значителен дистрес на вътрешното производство и потребление, както и намаление на цените на активите. Редукцията в цена на дълга в периферните страни стимулира кредитирането в частния сектор, повишава ливъриджа на местните банки, както и спомага за формирането на

дефицити по текущата сметка. Външни капитали са инвестирани основно към имотния пазар на Португалия, Гърция, Испания и Ирландия, както и за публични проекти. Тези непродуктивни инвестиции са неспособни да балансират в последствие текущата сметка и правят страните уязвими при пресъхване на външното финансиране.



*Фигура. 1. Успокоение на дълговите пазари настъпва една след изказването на Марио Драги (20.06.2012 г., вертикална червена линия)
Източник: изчисления и визуализация на автора по данни от ЕЦБ (data.ecb.europa.eu, дългосрочен лихвен процент за целите на конвергенцията - 10-годишен матуритет)*

Baldwin et al. (2015) извеждат няколко фактора, специфични за страните в Еврозоната, усилващи кризата от тип „внезапно спиране“. Първият е обстоятелството, че към онзи момент липсва пълноценен кредитор от последна инстанция, който да осигури спокойствие чрез покупки на проблемните активи и поддържа лихвени на устойчиви нива. Растящите рискови премии водят до по-високи лихвени разходи, влошаване на бюджетното салдо и ниво на дълга. По този начин обективно си подхранва необходимостта от допълнително увеличение на рисковата премия, т.е. при липса на кредитор от последна инстанция, дори и малък шок може да доведе до дългова спирала. Вторият усилващ фактор е невъзможността засегнатите страни да използват девалвиране на местната валута. Друга особеност е важноста на банковото кредитиране като канал за финансиране в Еврозоната и силните връзки между правителствата и банките. Правителствения дълг бе притежание основно на местните банки, оттук намалението в цената на облигациите им повлиява значително негативно. Зависимостта обаче е двояка – т.н. „цикъл на обреченост“ (doom loop). Размерът на водещите банки като

съотношение към БВП при повечето страни е внушителен. Поради това правителствата се оказаха принудени да им окажат подкрепа, утежила бюджетната им позиция. Най-силно изразено това бе в Ирландия и Кипър. Като цяло проблемите с капиталовата база и финансирането на банките в периферните страни водят до по-осезаемо намаление на инвестициите и икономиката активност. На последно място Baldwin et al. (2015) изтъкват слабата гъвкавост на пазарите на производствени фактори и институционната слабост при управлението на кризи.

Следователно европейската дългова криза не е типична рецесия или криза, причинена от едно форсмажорно събитие, а резултат на трупани повече от десетилетие дисбаланси и напрежение в Еврозоната.

3. Кратък преглед на предприетите реформи и инициативи за укрепване на устойчивостта еврозоната

От дистанцията на времето е ясно, че инвесторите са очаквали единни действия и комплекси реформи (фискални, монетарни и организационни), чрез които да се преодолеят структурните причини за кризата (вж. табл.1). Първоначалният фокус на институциите е насочен към най-належащия въпрос – как да се осигури финансова помощ на затруднените страни. Първите договорени схеми са временни (EFSF - 2010 и EFSM - 2011), които по-късно са заместени от безсрочния Европейски механизъм за стабилност (ESM - 2012). В основата си тези механизми създават организация, която главно чрез емисия на дългови инструменти набира средства, които впоследствие отпуска на нуждаещите се страни. ESM е учреден като междуправителствена организация, разполагаща с 80.5 млрд. евро внесен от членовете капитал и 624,3 млрд. евро в ангажиран капитал с възможност за поискване (www.esm.europa.eu). Тези гаранции позволяват ESM да притежава висок кредитен рейтинг и да набира средства от пазарите на атрактивни нива. В допълнение постигнатата правната рамка и ясните критерии за отпускане на помощ превръщат ESM в солиден инструмент за поддържане на финансовата стабилност на еврозоната. Като критика може да се изтъкне фиксираният максимален капацитет за отпускане на кредити от 500 млрд. евро, които при систематична криза може да се окаже недостатъчен, както и необходимостта от единодушно одобрение от страните при отпускане на помощ (Tabellini, 2016, стр. 121). По други слабости на механизма се работи активно: след приетото споразумение за изменение на Договора за ESM през 2021 г. се предвижда той да увеличи функционалните си задачи и подбори координацията с Комисията и най-вече с банковия надзор. Именно засилването на банковия надзор е в основата на друга централна реформа – създаването на банков съюз. Генералната цел на съюза е да се прекъсне „цикъл на обреченост“ между банките и държавите чрез уеднаквяването на нормативната уредба и прехвърлянето на надзора от национално към наднацио-

нално ниво. Създаването на банковия съюз е добре прието както в литературата, така от инвеститорите, като средство за редуциране на систематичния риск в еврозоната. Все още обаче част от предвидените инициативи в обхвата на банковия съюз не са приключени, т.е. банковият съюз все още не е напълно завършен.

Таблица. 1 Систематизация на причините за еврокризата и предприетите основни реформи за справянето с нея

Структурни причини за кризата	Предприети мерки	Консенсусни препоръки за допълнителни мерки
<ul style="list-style-type: none"> • Макроикономически дисбаланси: <ul style="list-style-type: none"> - дивергенция между развитието на северните и южните страни; - дисбаланси по платежните баланси. • Липса на ясно разделение между индивидуалния за страната и общия за еврозоната риск; • Ограничени правомощия/програми на ЕЦБ; • Фрагментирано финансово регулиране; • Липса на координация при фискалната политика на страните-членки. 	<ul style="list-style-type: none"> • Планове за реформи на Икономическия и паричен съюз: <ul style="list-style-type: none"> - №1: Към истински икономически и паричен съюз (2012—2015); - №2: Доклад на петимата председатели (2015—2025). <p>Водещи реформи:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Европейският механизъм за стабилност (ESM); - Програмата за директни парични трансакции (ОМТ); - По-строг контрол върху фискалната политика на членовете на еврозоната; - (частичен) Банков съюз. 	<ul style="list-style-type: none"> • Дългосрочно прекъсване на цикъла на обреченост между банките и техните държави; • Изчистване на проблема с наследените дългове; • Координиране на фискалната политика на ниво еврозона, като същевременно се затяга дисциплината на национално ниво; • Ускоряване на структурните реформи за по-добро функциониране на паричния съюз; • Завършване на банковия съюз

Източник: Обобщение на автора по Copelovitch et al. (2016) и Baldwin и Giavazzi (2016) с добавки.

В отговор на заформящата се криза, ЕЦБ предприема през 2011 г. операции по дългосрочно финансиране (LTRO) като кредитор от последна инстанция. Банките в периферните страни използват средствата основно да закупват местни облигации, което прави системата още по-податлива на „самозахранващата се дългова спирала“ при увеличение на лихвените спредове. Усложняването на ситуацията принуждава ЕЦБ през 2012 г. да обяви програмата за директни парични трансакции (ОМТ): преки покупки на държавни облигации (при изпълнение на определени условия) на вторичния пазар. Acharya et al. (2016) отбелязват, че ОМТ се доказва като силен стабилизационен инструмент, довел до увеличение на цените на държавните облигации в еврозоната и трайно успокоение на пазарите, тъй като чрез него ЕЦБ заявява готовността си да бъде купувач от последна инстанция. Важно е да се отбележи, че ОМТ все още не е прилагана в действие.

На фискалния фронт също се реализираха реформи чрез ревизии и подсилване на Пакта за стабилност и растеж. Това са се законодателни мерки за по-строг макроикономически надзор и намаляване на публичните дефицити (т.н. Six-pack, 2011), допълнителна координация и надзор на бюджетните процеси за всички членове на еврозоната (Two-pack, 2013), както и налагане на конкретни изисквания по отношение на бюджетните политики на страните, подписали „Фискалния пакт“ (в сила от 2013 г.). Тези правни регулации се очертават като сложна и трудно приложима на практика система от правила и отчетност. Определено са стъпки в правилната посока, но далеч от гъвкавостта на един пълноценен фискален съюз.

4. Заключение

Краткият преглед в настоящия доклад позволява да се направят следните обобщения:

Първо, еврокризата е причинена от „внезапно спиране“. Негативните ефекти са усилены от първоначалния дизайн на еврозоната, следствие на което кризата прераства в дългова. Най-силно засегнати не са страните, имащи най-голяма задлъжнялост (с изключение на Гърция), а тези, поддържали най-големи отрицателни текущи сметки (Johnston et al., 2014).

Второ, хронологичният паралел между обявените реформи и динамиката на дълговите пазари показва, че едва след обявяването на ОМТ и ESM през 2012 г. настъпва по-осезаемо успокоение на пазарите.

Трето, част от предприетите реформи все още не са завършени. Самият факт, че целите на „Доклада на петимата председатели“ (2015–2025) частично се припокриват с предходния план за укрепване на паричния съюз е красноречив показател, колко е трудно достигането на консенсус за провеждане на структурни реформи в рамките на еврозоната и ЕС.

Четвърто, като основно предизвикателство се очертава изработването на работещ механизъм, регламентиращ както индивидуалните отговорности на страните, така и общите гаранции, които те получават в рамките на еврозоната.

Използвани източници

- Acharya, V., Pierret, D., & Steffen, S. (2016). Lender of last resort versus buyer of last resort: The impact of the European Central Bank actions on the bank-sovereign nexus (No. 16-019). ZEW Discussion Papers.
- Baldwin, R. E., & Giavazzi, F. (Eds.) (2016), How to fix Europe's monetary union: Views of leading economists, CEPR Press: London. A VoxEU.org eBook.
- Baldwin, R., Beck, T., Bénassy-Quéré, A., Blanchard, O., Corsetti, G., de Grauwe, P., . . . di Mauro, B. W. (2015). Rebooting the Eurozone: Step 1—Agreeing a crisis narrative, CEPR Policy Insight, 85.
- Calvo, G. A. (1998). Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops. *Journal of applied Economics*, 1(1), 35-54.

- Copelovitch, M., Frieden, J., & Walter, S. (2016). The Political Economy of the Euro Crisis. *Comparative Political Studies*, 49(7), 811-840.
<https://doi.org/10.1177/0010414016633227>
- Johnston, A., Hancké, B., & Pant, S. (2014). Comparative Institutional Advantage in the European Sovereign Debt Crisis. *Comparative Political Studies*, 47(13), 1771-1800.
<https://doi.org/10.1177/0010414013516917>
- Tabellini, G. (2016). Building common fiscal policy in the Eurozone. How to fix Europe's monetary union. In Baldwin, R. E., & Giavazzi, F. (Eds.) (2016), *How to fix Europe's monetary union: Views of leading economists* (pp. 119 – 131), CEPR Press: London.
www.esm.europa.eu
data.ecb.europa.eu