



#### ЛИПКОВА Беата

Доктор философии (PhD), доцент  
факультета международных отношений

#### Экономический университет в Братиславе (Словакия)

Dolnozemska cesta 1/b  
852 35 Bratislava, Slovakia

Тел.: +421 2 62411856

E-mail: beatalipkova@ionline.sk;  
beata.lipkova@euba.sk

#### Ключевые слова

ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК (ЕЦБ)

ЕВРОЗОНА

ИНФЛЯЦИЯ

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

БАНКОВСКИЙ СОЮЗ

#### Аннотация

После разразившегося в 2007–2008 гг. мирового финансового кризиса проявились слабые стороны модели Европейского валютного союза (ЕВС). Данная модель основывается на делегировании полномочий государствам-членам ЕС в области валютной политики независимому Европейскому центральному банку (ЕЦБ) при одновременном сохранении государственного суверенитета в фискальном секторе. Последовавшие долговой кризис Еврозоны и кризис банковского сектора, с одной стороны, привели к усиленной координации мер экономического управления ЕВС, а с другой стороны, положили начало урегулированию давних проблем, в решении которых ЕЦБ играет все более значимую роль. В статье анализируется работа ЕЦБ в условиях Европейского долгового кризиса с учетом напряженной ситуации в банковском секторе. Автор характеризует статус ЕЦБ в Валютном союзе, рассматривает влияние кризиса на его функционирование и подчеркивает возросшую роль ЕЦБ в разрешении текущего кризиса Еврозоны.

#### JEL classification

F15, F34, F53, H12

## Роль ЕЦБ в разрешении долгового кризиса Еврозоны (часть I)\*

Соглашение о введении единой валюты, принятое основными странами-участницами Европейского валютного союза (ЕВС), с самого начала было несбалансированным и основывалось на передаче полномочий в области валютной политики Европейскому центральному банку, в то же время сохраняя за странами право принимать независимые решения в налогово-бюджетной сфере. Для обеспечения стабильности такой модели валютного союза государства-члены Еврозоны должны были проводить согласованную фискальную политику. Требование соблюдать бюджетную дисциплину было прописано в положении Маастрихтского договора о мерах при чрезмерном дефиците (Excessive Deficit Procedure), в соответствии с которым ежегодный дефицит бюджета не должен был превышать 3% ВВП, а государственный долг – 60% ВВП. Принятие Пакта стабильности и роста (Stability and Growth Pact) поставило страны-члены Еврозоны перед необходимостью соблюдать еще более строгие меры бюджетной дисциплины, а именно – стремиться к балансу или даже профициту государственного бюджета. Таким образом обеспечивалась устойчивость системы государственных финансов после введения единой валюты. После того как были приняты меры, осуществляемые при чрезмерном дефиците, и Пакт стабильности и роста, появилась другая причина для беспокойства – эффект спилловера (spillover effect<sup>1</sup>): неустойчивая налогово-бюджетная сфера, возникающая вследствие чрезмерного дефицита государственного бюджета и способная повлиять на увеличение издержек в других странах, что, в свою очередь, ставит под удар весь Валютный союз. Давление на фискальную дисциплину в странах Еврозоны возрастало и за счет вступления в силу пункта «no bailout» (отказ от предоставления финансовой помощи), который официально запрещал ЕЦБ или национальным цен-

тральным банкам предоставлять кредиты государствам, находящимся в долгах, равно как и выкупать их долг. Также в соответствии с Маастрихтским договором государства-члены не могут принять на себя долговые обязательства другой страны Еврозоны.

После разразившегося долгового кризиса в Греции и возникновения угрозы для фискальной стабильности в Ирландии, Португалии, Испании и Италии Европейскому валютному союзу было поручено восстановить устойчивость налогово-бюджетной сферы. Государства Еврозоны столкнулись с дилеммой – настаивать на соблюдении правил оговорки «no bailout» или все же оказать финансовую поддержку неплатежеспособным странам. Развертывание политического процесса показывает, что ухудшающаяся ситуация заставила (несмотря на угрозу морального вреда) предпринять последовательные шаги к спасению единой валюты – в форме резервного финансирования со стороны Европейского механизма финансовой стабилизации (ЕМФС), Европейского фонда финансовой стабильности (ЕФФС) и постоянно действующего Европейского стабилизационного механизма (ЕСМ). Резервные фонды для помощи странам, испытывающим проблемы в рефинансировании их задолженности, создают своего рода блокировочный механизм, связанный со строгой экономией бюджетных средств. Результатом совместных усилий государств Еврозоны по стабилизации ситуации посредством ужесточения налогово-бюджетных норм стал Европейский бюджетный пакт (Fiscal Compact), подписанный в марте 2012 г. Согласно данному пакту необходимо внедрить принципы сбалансированного бюджета в национальное законодательство. Бюджетное соглашение в пакте берет за основу нормы, записанные в Пакте стабильности и роста: 1) обязанность обеспечить сбалансированный бюджет или бюджетный профицит и 2) требование сократить годовой бюджет на 1/20, если государственный долг достигнет уровня свыше 60% ВВП. «Эффект перелива» издержек, обуслов-

<sup>1</sup> Spillover effect (досл. – «эффект перелива») – последствия экономической деятельности для третьей стороны, напрямую не вовлеченной в данную деятельность (прим. пер.).

# The European Central Bank in Resolving the Euro Area Debt Crisis (Part I)\*

The project to establish a common currency, on which the founding countries of the European Monetary Union (EMU) agreed, was from the outset asymmetrical, based on the transfer of competencies in the monetary area to the European Central Bank (ECB) while keeping sovereignty of countries in the fiscal area. This model of monetary union required Euro area Member States to maintain collective fiscal discipline to ensure its stability. The requirement of compliance with fiscal discipline was enshrined in the Maastricht Treaty provisions on Excessive Deficit Procedure (EDP), which set an annual limit of budget deficit (3% of GDP) and public debt (60% of GDP). With the adoption of the SGP (Stability and Growth Pact), euro area countries (Euro area, EA) committed themselves to stronger fiscal discipline requiring government budgets to reach the balance or a surplus. This should ensure the sustainability of public finances after the introduction of the common currency. With the introduction of EDP and SGP, one can see the concern over spillover effect of costs when fiscal unsustainability resulting from excessive government deficit may increase costs in other countries, which is a significant risk to the entire monetary union. Pressure for fiscal discipline of Euro-area countries should have been increased by introducing the «no bailout» clause, which explicitly forbids the ECB or national central banks to provide credit to any troubled governments or directly buy their debt. The treaty also stated that Member States do not assume the financial obligations of other governments.

Since the outbreak of the sovereign debt crisis in Greece and the threat of fiscal unsustainability in Ireland, Portugal, Spain and Italy, the EMU has been given the task of restoring its stability. Euro area Member States faced the decision of whether to insist on compliance with the rules under «no bailout» or to give help to insolvent countries. The development of the political process shows that the deteriorating situation forced (despite the

threat of moral hazard) to take gradual steps in order to save the common currency in the form of temporary emergency funds European Financial Stabilization Mechanism (EFSM), the European Financial Stability Facility (EFSF) and the permanent European Stability Mechanism (ESM). Emergency funds designed to help countries that have problems with refinancing their debts, create certain automatic locking mechanism aid associated with a commitment to strict fiscal savings. The collective efforts of Member States in the Euro area to stabilize the situation by tightening fiscal rules, resulted in a Fiscal Compact (FC) approved in March, 2012 which requires implementing a balanced budget rules into national law. The budget agreement in the FC is based on the rules established in the SGP: obligation to maintain a balanced or surplus budgetary position and if public debt reaches above 60% of GDP, its annual reduction by 1/20. Spillover effects of costs associated with the creation of government debt, the country is unable to pay, hit fiscally non-integrated monetary union through financial markets, forcing the EMU Member States to change their attitude in compliance with fiscal discipline. The pressure of financial markets and slow adoption of measures by governments of the EA for the completion of fiscal part of the EMU lead to the implementation of measures of the ECB, which become crucial for the sustainability of the single currency but to certain extent they reduce its credibility and independence.

## THE POSITION OF THE ECB AS AN INDEPENDENT BODY AND ITS KEY ROLE IN THE EMU

The system of economic and financial governance in the EU and especially in the Euro area uncovered its vulnerability in relation to global economic developments after the outbreak of the global financial crisis in 2007–2008. In the economic area of the EMU, weaknesses based on policy coordination between sovereign States were exposed. Since

► **Beata LIPKOVÁ**  
PhD., Assistant-prof. of  
Faculty of International Relations

**University of Economics in Bratislava**  
Dolnozemská cesta 1/b  
852 35 Bratislava, Slovakia  
Phone: +421 2 62411856  
E-mail: [beatalipkova@ionline.sk](mailto:beatalipkova@ionline.sk);  
[beata.lipkova@euba.sk](mailto:beata.lipkova@euba.sk)

### Key words

EUROPEAN CENTRAL BANK  
EURO AREA  
INFLATION  
GOVERNMENT DEBT  
BANK UNION

### Summary

The model of the European Monetary Union based on the transfer of competences of the Member States to the independent ECB in the monetary area while maintaining national sovereignty in the fiscal area revealed its weaknesses after the outbreak of the global economic and financial crisis in 2007–2008. Following Euro area debt crisis and the crisis in the banking sector led on the one hand to stronger coordination of economic governance of the EMU, and on the other hand, addressed persistent problems ECB plays an increasingly important role. The aim of the article is to contribute to the analysis of the ECB functioning during the Euro area debt crisis, taking into account the aspects arising from the banking crisis. From this perspective the article examines the status of the ECB in the EMU, the impact of the crisis on its functioning, and points to the expected increase in the ECB's role in solving the current crisis in the Euro area.

### JEL classification

F15, F34, F53, H12

\* For Part II, see «Upravlenets» No. 4 (44) / 2013.

## Источники

1. Allen A.W., Moessner R. The liquidity consequences of the euroarea sovereign debt crisis // Working Papers. 2012. No. 390. URL: <http://bis.org/publ/work390.htm>.

2. Bagus Ph. Tragédia eura. Bratislava: Jaga Group, 2011.

3. Baldwin R., Gros D., Laeven L. Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done? London: CEPR, 2010.

4. Baldwin R., Wyplosz Ch. *Ekonomie evropské integrace*. Praha: Grada Publishing, 2008.

5. BIS: Breaking the vicious cycles. Bis Annual Report. 2012. URL: <http://bis.org/publ/arpdf/ar2012e1.pdf>.

6. Bombardieri E., Peterson J., Corbett R. The European Union. How does it work? Oxford: Oxford University Press, 2012.

7. De Grauwe P. Why the EU summit decisions may destabilise government bond markets. URL: <http://voxeu.org/article/why-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets>.

8. Eichengreen B. et al. *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*. Geneva: ICMB, 2011.

9. ECB. Introductory statement to the press conference. URL: <http://ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>.

10. European Commission: Report on Public finances in EMU. European Economy 4/2012. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012-4.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/european_economy/2012/pdf/ee-2012-4.pdf).

11. European Commission: Proposal for a Council Regulation conferring specific tasks on the ECB concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-2012-511\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-2012-511_en.pdf).

12. European Commission: European Economic Forecast. Spring 2012. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012+\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012+_en.pdf).

13. European Council: EUCO 76/12, 28/29 June 2012 Conclusions. URL: [http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf).

14. European Council: Euro Area Summit Statement. June 29, 2012. URL: [http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf).

15. European Council: Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union. URL: <http://european-council.europa.eu/eurozone-governance/treaty-on-stability>.

16. Gros D. An incomplete step towards a Banking Union. URL: <http://voxeu.org/article/ez-banking-union-who-pays-post-mistakes>.

17. Gros D. The Big Easing. URL: <http://project-syndicate.org/commentary/the-big-easing>.

ленный возникновением государственного долга, который страна не в состоянии погасить, в финансовом отношении ударяет по государствам, не входящим в валютный союз, посредством финансовых рынков, вынуждая страны-участницы Европейского валютного союза пересмотреть свою позицию в соответствии с фискальной дисциплиной. Давление на финансовых рынках и задержки в принятии мер государствами Еврозоны для завершения налогово-бюджетной политики ЕВС приводят к реализации мер ЕЦБ, которые приобретают решающее значение в обеспечении устойчивости единой валюты, но до определенной степени снижают ее надежность и независимость.

#### ПОЗИЦИЯ ЕЦБ КАК НЕЗАВИСИМОГО ОРГАНА И ЕГО КЛЮЧЕВАЯ РОЛЬ В ЕВС

После разразившегося в 2007–2008 гг. мирового финансового кризиса система экономического и финансового управления Европейского союза, и в особенности Еврозоны, продемонстрировала свою уязвимость в отношении глобальных экономических явлений. В экономическом пространстве Европейского валютного союза обозначились слабые стороны координационной политики суверенных государств. С самого начала долгового кризиса (начавшегося с кризиса суверенного долга в Греции в 2010 г.) государства Еврозоны демонстрировали замедленный экономический рост, растущую долговую нагрузку и отвергали реформы по сокращению государственных расходов. Создание ЕВС сопровождалось проведением эффективной валютной политики, что способствовало свободному движению капитала, снижению операционных издержек при осуществлении торговли внутри Европейского союза и успешной интеграции единой валюты в мировую валютно-финансовую систему. Мировой финансово-экономический кризис и долговой кризис Еврозоны выявили уязвимые стороны общей денежно-кредитной политики в области единой валюты, проводящейся в среде с отсутствием последовательных экономических решений [24. Р. 28].

Маастрихтский договор определил статус Европейского центрального банка как автономного института, чьей первоочередной задачей (исходя из компетенций, делегированных государствами-членами Еврозоны) является осуществление валютно-кредитной политики. Вступление в силу Лисса-

бонского договора в 2009 г. означало внедрение ЕЦБ в систему органов Европейского союза, деятельность которых должна носить характер взаимного сотрудничества, несмотря на возможные (и реально существующие) столкновения интересов. Первоочередной целью Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ), состоящей из Европейского центрального банка и национальных центральных банков государств-членов Союза, является поддержание ценовой стабильности. Договор также обязывает ЕСЦБ поддерживать экономическую политику Союза и тем самым способствовать достижению ее целей (ст. 127). С другой стороны, Лиссабонский договор предоставляет политическую независимость для осуществления валютно-кредитной политики ЕЦБ. Это оговорено в статье 130, предоставляющей право ЕЦБ и национальным центральным банкам стран Еврозоны не запрашивать и не исполнять указания, исходящие от сторонних инстанций, органов и правительств Европейского союза. В соответствии с определением полномочий ЕЦБ и ЕСЦБ страны Еврозоны, формирующие единый рынок финансовых услуг и давшие свое согласие на координацию процесса контроля, несут ответственность за финансовый надзор. Роль ЕСЦБ – оказывать содействие в осуществлении мер, относящихся к сфере контроля и обеспечения стабильности финансовой системы.

Политическая власть и независимость Европейского центрального банка также подкрепляются тем фактом, что в то время как статус других центральных банков, которые, как правило, характеризуются политической независимостью, может быть изменен законодательной властью, Устав ЕЦБ закреплен первичным законодательством ЕС и подлежит изменению посредством традиционного процесса ратификации всеми государствами-членами. Политическая власть ЕЦБ тесно связана с его надежностью и приверженностью к технократической компетентности, что частично является результатом интенсивного надзора за финансовым рынком в целях продвижения своих решений в области валютной политики [31. Р. 168]. Хотя первичное законодательство Союза (ст. 123 Лиссабонского договора) официально запрещает ЕЦБ напрямую выкупать государственный долг государств-членов, т.е. запрещает монетизацию национального долга, оно прямо не запрещает вмешательство во вторичный рынок. Создание ЕВС позволило ЕЦБ занять позицию над-

the beginning of the debt crisis (which began with Greece's sovereign debt crisis in 2010), the economies of the Euro area have been marked by a combination of low economic growth, high debt and rejection of reforms to reduce public spending. The creation of the EMU accompanied by a credible monetary policy contributed to the free movement of capital, lower transaction costs in intra-EU trade and facilitated successful entry of the common currency into the global financial and monetary system. The global economic and financial crisis and the Euro-area debt crisis have revealed the vulnerability of the single currency supported by a common monetary policy, which is situated in an environment characterized by a lack of consistent economic management [24. P. 28].

Maastricht Treaty regulates the status of the ECB as an autonomous institution whose primary role resulting from the competencies delegated by EA Member States, is the implementation of monetary policy. The adoption of the Lisbon Treaty (LT) in 2009 meant the inclusion of the ECB between EU bodies whose activities require mutual cooperation in spite of possible (and actually existing) different goals. The primary objective of the European System of Central Banks (ESCB), composed of the ECB and the national central banks of the Member States of the Union, is to maintain price stability. The Treaty also commits the ESCB to support economic policies of the Union, and thereby contribute to the achievement of their objectives (Article 127). On the other hand, the political independence from other bodies in the implementation of monetary policy of the ECB provides LT

(Art. 130) through the provisions for the ECB and the national central banks of EU Member States to not seek or receive instructions from other authorities, bodies or governments of the Member States of the Union. In accordance with the definition of the powers of the ECB and the ESCB, the Euro area Member States that created a single market for financial services and have agreed to coordinate the process of supervision are responsible for financial supervision. The role of the ESCB is to contribute to the implementation of measures related to the control and stability of the financial system.

Political authority and independence of the ECB is also reinforced by the fact that while the status of other central banks, which are generally characterized by their political independence, can be altered by the legislature, the Statute of the ECB is anchored in primary EU law and is subject to change by the traditional process of ratification of all Member States. The political authority of the ECB is closely linked to its credibility and commitment to technocratic expertise, which is partly the result of intense financial market surveillance, pursuing its decisions on monetary policy [31. P. 168]. Although the primary law of the Union (Article 123 LT) explicitly forbids direct ECB buying government debt from the Member States, i.e. prohibits the monetization of national debt, it does not explicitly prohibit intervention in the secondary market. The creation of the EMU allowed the ECB to stand in the position of an independent supranational authority that carries out monetary policy of fiscally sovereign Member States (now seventeen). During the first decade of its existence, the ECB



Source: ECB Statistical Data Warehouse.

Fig. 1. Inflation rate (Harmonized index of consumer prices) for the Euro Area

## References

1. Allen A.W., Moessner R. The liquidity consequences of the Euroarea sovereign debt crisis. 2012. Working Papers No. 390. Available at: <http://bis.org/publ/work390.htm>.
2. Bagus Ph. The tragedy of the euro. Bratislava, Jaga Group, 2011.
3. Baldwin R., Gros D., Laeven L. Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done? London, CEPR, 2010.
4. Baldwin R., Wyplosz Ch. Economics of European integration. Prague, Grada Publishing, 2008.
5. BIS: Breaking the vicious cycles. Bis Annual Report. 2012. Available at: <http://bis.org/publ/arpdf/ar2012e1.pdf>.
6. Bomberg E., Peterson J., Corbett R. The European Union. How does it work? Oxford: Oxford University Press, 2012.
7. De Grauwe P. Why the EU summit decisions may destabilise government bond markets. Available at: <http://voxeu.org/article/why-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets>.
8. Eichengreen B. et al. Public Debts: Nuts, Bolts and Worries. Geneva, ICMB, 2011.
9. ECB. Introductory statement to the press conference. Available at: <http://ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>.
10. European Commission: Report on Public finances in EMU. European Economy 4/2012. Available at: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012-4.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/european_economy/2012/pdf/ee-2012-4.pdf).
11. European Commission: Proposal for a Council Regulation conferring specific tasks on the ECB concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. Available at: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-2012-511\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-2012-511_en.pdf).
12. European Commission: European Economic Forecast. Spring 2012. Available at: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012+\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012+_en.pdf).
13. European Council: EUCO 76/12, 28/29 June 2012 Conclusions. Available at: [http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf).
14. European Council: Euro Area Summit Statement. June 29, 2012. Available at: [http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf).
15. European Council: Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union. Available at: <http://european-council.europa.eu/eurozone-governance/treaty-on-stability>.
16. Gros D. An incomplete step towards a Banking Union. Available at: <http://voxeu.org/article/ez-banking-union-who-pays-post-mistakes>.
17. Gros D. The Big Easing. Available at: <http://project-syndicate.org/commentary/the-big-easing>.

## Источники

18. Gros D. The ECB's risky business. URL: <http://project-syndicate.org/commentary/the-ecb-s-risky-business>.

19. IMF. Global Financial Stability Report. October 2012. URL: <http://imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/02/index.htm>.

20. IMF. World Economic Outlook. October 2012. URL: <http://imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/index.htm>.

21. Larch M., Noord P., Jonung L. The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession. Economic Papers 429. 2010.

22. Legrain Ph. A new European Growth Agenda. URL: <http://project-syndicate.org/commentary/-a-new-european-growth-agenda>.

23. Lipkova Ľ. et al. Európska únia. Bratislava: Sprint dva.

24. Shuibhne N.N., Gormley L.W. From Single Market to Economic Union. Oxford: Oxford University Press, 2012.

25. Schoemaker D. Banking union: Where we're going wrong // Banking Union for Europe. Risks and Challenges. URL: [http://voxeu.org/sites/default/files/file/Banking\\_Union.pdf](http://voxeu.org/sites/default/files/file/Banking_Union.pdf).

26. Stiglitz J.E. Monetary Mistification. URL: <http://project-syndicate.org>.

27. Sinn H.-W. The European Banking Union? URL: <http://project-syndicate.org/commentary/thw-european-banking-union>.

28. Europe's choice // The Economist. 2012. May 26.

29. Tilford S. How seriously can investors take Draghi's assurances? URL: <http://cer.org.uk/insights/how-seriously-can-investors-take-draghis-assurances>.

30. Tilford S., Whyte Ph. Why stricter rules threaten the eurozone. CER. 2011.

31. Wallace H., Pollack M. A., Young A.R. Policy-Making in the European Union. Oxford: Oxford University Press, 2010.

32. Wyplosz Ch. Banking union as a crisis-management tool // Banking Union for Europe. Risks and Challenges. URL: [http://voxeu.org/sites/default/files/file/Banking\\_Union.pdf](http://voxeu.org/sites/default/files/file/Banking_Union.pdf).



Рис. 1. Темпы инфляции (гармонизированный индекс потребительских цен) на территории Еврозоны

Источник: Хранилище статистических данных ЕЦБ.

национального органа власти, который осуществляет денежно-кредитную политику суверенных в финансовом отношении государств-членов (сейчас их 17). В первое десятилетие своего существования ЕЦБ как субъект экономической деятельности приобрел репутацию надежного участника финансовых рынков и заслужил общественное доверие. В период между 1999 и 2008 гг. годовые темпы инфляции потребительских цен достигли отметки в 2,2% [31. Р. 167]. Как видно из рис. 1, Европейский центральный банк довольно успешно выполнял (за исключением периода временного роста инфляции в 2008 г. из-за высоких цен на энергоносители и продовольствие) свою главную задачу – сохранять стабильность цен, удерживая темпы инфляции ниже или приближенными к 2%.

В то время как в сфере обеспечения стабильности цен благодаря функционированию ЕЦБ Европейский валютный союз достиг в целом хороших результатов, экономика Еврозоны с момента создания сопровождалась замедленным экономическим ростом (см. таблицу).

ЕЦБ придерживался политики невмешательства в реальный сектор экономики, оправдывая низкий экономический рост нежеланием государств-членов проводить структурные реформы, которые могли бы облегчить адаптацию к изменяющимся экономическим условиям [31. Р. 167]. Такая независимая позиция ЕЦБ не ставилась под сомнение вплоть до начала кризиса, когда стал формиро-

ваться курс на уклонение от чрезмерно ограничительной валютной политики, оказание поддержки в преодолении финансового и долгового кризиса и придании нового импульса экономическому росту. В случае если ЕЦБ примет во внимание экономические показатели в Евроzone, это приведет не только к заниженным процентным ставкам, но и к тому, что сам Центробанк Европы будет втянут в процесс количественного смягчения, неограниченных закупок государственных облигаций и других активов. Сокращение затрат государственного и частного финансирования, а также растущий объем кредитования за счет количественного смягчения способны усилить экономическую деятельность и обеспечить защиту от риска дефляции [30. Р. 23]. Хотя в долгосрочной перспективе ЕЦБ заявляет о своей независимости и строго контролирует уровень инфляции, после резкого ухудшения налогово-бюджетного и финансового статуса некоторых периферийных стран Еврозоны (таких как Греция, Ирландия, Португалия, Испания и Италия) мы можем наблюдать постепенное изменение позиции Центрального банка Европы по данному вопросу. В первую очередь, данное изменение направлено на поддержку мер и инициатив по спасению единой валюты, проводимых странами-участницами ЕВС, посредством формирования резервных фондов, принятия решений относительно процентных ставок, кредитов банковского сектора и приобретения государственных облигаций.

ВВП в текущих ценах (годовое изменение, %)

Период	1992–1996*	1997–2001*	2002–2006*	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Показатель	1,5	2,8	1,8	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,5	-0,3	1,0

Примечание: \* Среднее значение за 5-летний период; данные за 2011–2013 гг. – прогнозные. Источник: Экономический прогноз Европейской комиссии. Весна 2012 г. [12].

GDP at current prices (annual % change)

Period	1992–1996*	1997–2001*	2002–2006*	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Indicator	1,5	2,8	1,8	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,5	-0,3	1,0

Notes: \* 5-years average, estimate 2011, 2012 and 2013 forecast

Source: European Commission. European Economic Forecast. Spring, 2012 [12].

as an economic actor acquired the credibility and public and financial markets confidence. The annual rate of consumer price inflation reached 2.2% between 1999 and 2008 [31. P. 167]. As shown in Figure 1, the ECB (with the exception of a temporary increase in inflation in 2008 due to high energy and food prices) quite successfully fulfill the primary objective of maintaining price stability by keeping inflation rates below, or close to 2%.

While in terms of price stability the EMU as a whole reached good results due to the ECB functioning as shown in Table 1, the Euro area economy since its inception has been accompanied by low economic growth.

The ECB has tried to maintain a distance from the real economy and considered low economic growth as a result of rejection of Member States to adopt structural reforms that would facilitate adjusting to changing economic conditions [31. P. 167]. This independent stance of the ECB was not questioned until the outbreak of the crisis, when pressure began to escalate to refrain from overly restrictive monetary policies, to help ending the financial and debt crisis and to help restarting economic growth. If the ECB takes into account the economic performance in the EA there would not only be low interest rates, but the ECB would engage in quantitative easing (QE), unlimited purchases of government bonds and other assets. Reducing the cost of public and private funding and increasing lending QE would strengthen economic activity and protect against the risk of deflation [30. P. 23]. Although in the long-term the ECB declares its independence and strictly guards inflation, after a dramatic deterioration of fiscal and financial position of some EA peripheral countries (Greece, Ireland, Portugal, Spain, and Italy) one can observe a gradual change in the attitude of the ECB. This change primarily supports the rescue policies for the common currency promoted by the EMU Member States by creating emergency funds, decisions on interest rates, the banking sector loans and purchases of government bonds.

### THE EFFECT OF THE FINANCIAL AND DEBT CRISIS ON THE ECB ACTION

Solving the crisis in the EMU required unconventional methods, which were previously considered unacceptable in terms of its institutional structure and the status of the ECB. Since 2007, the ECB poured liquidity into currency markets and from October, 2008 followed a series of reducing its benchmark interest rate, which reached its lowest level approaching 1% [31. P. 178]. Together debt problems of banks and governments led to the creation of the EFSF and the ESM, which means direct fiscal support to Member States having problems with fiscal sustainability, and to a coordinated approach by the ECB and EMU governments. The creation of the Euro-area rescue funds demonstrated that it is a transfer union [2. P. 126]. Harmful combination of low economic growth and doubts about the solvency of some members of the EMU in connection with refinancing of government debt led to a continuous growth of bond yields of troubled countries and stopped borrowing from the banking sector. Bond markets started to strongly polarize interest rates in the economies of the euro area. Figure 2 shows that the yields of government bonds of fiscally fragile economies are significantly higher than the yields of German government bonds. It suggests that investors in financial markets do not consider the credibility of government bonds being equal in all Member States of the Monetary union, as it was during the first decade after the introduction of the common currency. While the cost of borrowing in some EA economies (especially in Germany) reached a record low, the peripheral member states are obliged to pay higher interest rates, which further undermines their public finances and force them to increase the level of fiscal savings. With the rising cost of government borrowing, on the other hand, the pressure to implement reforms affecting the improvement of the fiscal position grew together with increasing problems associated with obtaining political support for their implementation (Fig. 2).

### References

18. Gros D. The ECB's risky business. Available at: <http://project-syndicate.org/commentary/the-ecb-s-risky-business>.
19. IMF. Global Financial Stability Report. October 2012. Available at: <http://imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/02/index.htm>.
20. IMF. World Economic Outlook. October 2012. Available at: <http://imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/index.htm>.
21. Larch M., Noord P., Jonung L. The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession. Economic Papers 429. 2010.
22. Legrain Ph. A new European Growth Agenda. Available at: <http://project-syndicate.org/commentary/-a-new-european-growth-agenda>.
23. Lipkova L. et al. The European Union. Bratislava: Sprint dva.
24. Shuibhne N.N., Gormley L.W. From Single Market to Economic Union. Oxford: Oxford University Press, 2012.
25. Schoemaker D. Banking union: Where we're going wrong. In: Banking Union for Europe. Risks and Challenges. Available at: [http://voxeu.org/sites/default/files/file/Banking\\_Union.pdf](http://voxeu.org/sites/default/files/file/Banking_Union.pdf).
26. Stiglitz J.E. Monetary Mistification. Available at: <http://project-syndicate.org>.
27. Sinn H.-W. The European Banking Union? Available at: <http://project-syndicate.org/commentary/thw-european-banking-union>.
28. Europe's choice. *The Economist*. 2012. May 26.
29. Tilford S. How seriously can investors take Draghi's assurances? Available at: <http://cer.org.uk/insights/how-seriously-can-investors-take-draghis-assurances>.
30. Tilford S., Whyte Ph. Why stricter rules threaten the eurozone. CER. 2011.
31. Wallace H., Pollack M. A., Young A.R. Policy-Making in the European Union. Oxford: Oxford University Press, 2010.
32. Wyplosz Ch. Banking union as a crisis-management tool. In: Banking Union for Europe. Risks and Challenges. Available at: [http://voxeu.org/sites/default/files/file/Banking\\_Union.pdf](http://voxeu.org/sites/default/files/file/Banking_Union.pdf).

### ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВО-ДОЛГОВОГО КРИЗИСА НА ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ЕЦБ

Разрешение кризисной ситуации в Европейском валютном союзе требовало применения нестандартного подхода и нетривиальных методов, которые с учетом институциональной структуры и статуса Европейского центрального банка до сих пор считались неприемлемыми. В 2007 г. ЕЦБ насыщал валютные рынки ликвидностью, и с октября 2008 г. последовал ряд снижений исходной процентной ставки, которая достигла своего самого низкого уровня, приближаясь к значению в 1% [31. Р. 178]. Наличие долговых обязательств банков и правительств привело к созданию Европейского фонда финансовой стабильности и Европейского стабилизационного механизма, что обеспечивало прямую финансовую поддержку европейским государствам, испытывающим затруднения в налогово-бюджетной сфере, и означало введение скоординированной политики между ЕЦБ и странами ЕВС. Создание резервных фондов на территории Еврозоны ясно продемонстрировало все признаки трансфертного союза [2. Р. 126]. Пагубное сочетание низких темпов экономического роста и сомнений в платежеспособности некоторых членов ЕВС в рефинансировании их государственного долга привело к продолжительному росту доходности облигаций проблемных стран и прекращению заимствований из банковского сектора. Рынки облигаций начали придерживаться диаметрально противоположных подходов в отношении процентных ставок на территории стран Еврозоны. Из рис. 2 видно, что доходность государственных облигаций стран со слабой экономикой значительно выше, чем доходность немецких государственных облигаций. Это свидетельствует о том, что инвесторы на финансовых рынках более не рассматривают государственные облигации разных стран Европейского валютного союза как равные по своей надежности, как считалось на протяжении первого десятилетия существования единой валюты. В то время как стоимость заимствований в некоторых государствах Еврозоны (особенно в Германии) достигла рекордно низкого значения, страны-участницы «на периферии» обязаны платить по завышенным процентным ставкам, что еще больше ослабляет их системы государственного финансирования и вынуждает их повышать уровень экономии бюджетных средств. С другой стороны, с ростом



Рис. 2. Доходность облигаций за десятилетний период (для некоторых государств-членов)

Источник: МВФ. Перспективы мировой экономики. 2012 г. Октябрь.

стоимости государственных заимствований одновременно увеличивалось как давление в осуществлении реформ, направленных на улучшение финансового положения, так и количество проблем, связанных с получением политической поддержки для их реализации.

Риск, связанный с низкой конвертируемостью валюты, и озабоченность инвесторов, что Италия и Испания будут вынуждены, в конечном счете, выйти из состава ЕВФ, лежат в основе значительного расхождения в стоимости государственных займов из-за применения высоких надбавок за страховку от данного риска [29]. Вероятность рисков низкой конвертируемости валюты укрепляет ослабленное финансовое положение стран, что приводит к дальнейшему удорожанию стоимости займов из частного сектора в форме доходности государственных облигаций.

Как было сказано выше, в соответствии с Лиссабонским договором компетенции ЕЦБ не распространялись на выкуп облигаций непосредственно у государств-членов Еврозоны, но в то же время данный договор напрямую не ограничивал вмешательство на вторичном рынке. По всей видимости, это положение лежит в основе политики ЕЦБ при осуществлении временной программы для рынков ценных бумаг (Программа выкупа облигаций – Securities Market Program) с ограниченной емкостью, опираясь на которую в 2010 г. ЕЦБ начал выкупать на вторичном рынке государственные облигации (в стоимостном выражении – более 200 млрд евро) тех стран-участниц Еврозоны, которые испытывали серьезные трудности в погашении своего суверенного долга (Греция, Португалия и Ирландия). ЕЦБ выкупал государственные облигации, у которых близился срок выплаты/погаше-

ния, и по крайней мере косвенно выступал в качестве гаранта непогашенного государственного долга [24. Р. 47]. Реализация Программы выкупа облигаций не привела к ожидаемым результатам в виде долгосрочного снижения стоимости займов и позже была отменена Европейским Центробанком. П. де Грав считает, что Программа выкупа облигаций послужила негативным прецедентом, главной проблемой которого было заявление ЕЦБ об ограниченности Программы по времени и возможностям. В то же время он утверждает, что ключевыми принципами, на которые ориентируется ЕЦБ, являются его неограниченные ресурсы [7]. ■



Fig. 2 Ten-year-government bond yields (selected euro area Member States)

Source: IMF. World Economic Outlook. 2012. October.

The principal reason for the high rate of divergence of the cost of government borrowing is the risk arising from currency convertibility and investors' concerns that Italy and Spain will eventually be forced to leave the EMU, and therefore requiring a high premium to insure against this risk [29]. The possibility of currency convertibility risks strengthens a weakened fiscal position of countries, leading to further increases in the cost of borrowing from the private sector in the form of government bond yields.

As mentioned above, the ECB's mandate set by the LT does not allow buying bonds directly from Euro area Member States, however, the treaty does not explicitly prohibit intervention in the secondary market. This is probably the basis of the ECB's policy to implement a temporary program for securities markets (Securities Market Program, SMP) with

limited capacity, through which the ECB began buying government bonds in 2010 on the secondary market (value exceeded EUR 200 billion) of euro area Member States which found themselves in serious trouble associated with refinancing their sovereign debt (Greece, Portugal and Ireland). ECB was buying government bonds nearing maturity, and at least implicitly acted as guarantor of the outstanding government debt [24. P. 47]. Implementation of the SMP did not provide relevant results in the form of long-term reduction in the cost of borrowing and was later abandoned by the ECB. De Grauwe considers the SMP as a bad precedent, the fundamental problem of which was the ECB's statement that this program will be limited in time and capacity. At the same time he states that core strategies with which the ECB can work, are its unlimited resources [7]. ■