



▶ **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 II)*

ЕЦБ И БАНКОВСКИЙ КРИЗИС

Становление Европейского валютного союза (ЕВС) в течение первого десятилетия его существования сопровождалось усиливающейся финансовой интеграцией, в то время как снятие границ для свободного движения капитала подразумевало значительное увеличение трансграничных потоков капитала. Хотя на уровне ЕС основные стандарты осуществления банковского надзора были согласованы, режим контроля, антикризисные меры и процедуры, применяемые к проблемным банкам, оставались исключительно в ведении национальных контролирующих органов. Данный подход основывался на том факте, что таким образом государства члены поддерживали свою фискальную независимость и принимали на себя ответственность по финансовому спасению своих банковских систем. Основываясь на финансовом кризисе Еврозоны, Тиффорд и Уайт выступили с предупреждением, что единая валюта и усиливающаяся координация фискального сектора несовместимы с национальными режимами контроля, антикризисными мерами и процедурами, применяемыми к проблемным банкам. Этим утверждением авторы подчеркивали, что проблемой является не только неэффективное осуществление надзорных функций, но и склонность данной системы к банковским и суверенным долговым кризисам, усиливающим друг друга. В попытке навести порядок в финансовом секторе после 2008 г. были реализованы реформы в области финансового надзора, а в ЕС были созданы новые органы для проведения ранней диагностики и разрешения проблем сектора. Так, для банковского сектора в 2011 г. была создана Европейская служба банковского надзора (European Banking Authority – EBA).

Несмотря на усиливающуюся финансовую интеграцию в ЕВФ, кризис показал, что межбанковское кредитование, осуществляемое между разными государствами-членами, и межбанковское кредитование в пределах одной страны

не равны между собой с точки зрения риска, принимаемого на себя кредитором. Оказалось, что в период финансовой нестабильности проблемы задолженности правительств Еврозоны сказались на кредитном рейтинге банков в тех странах, где они расположены, а также на их способности привлекать средства на межбанковском рынке. Владение государственными облигациями стран, экономика которых склонна к финансовой нестабильности, обострило проблемы в банковском секторе, где существовала вероятность крупных убытков и угроза краха банков, связываемого с государственными интервенциями по поддержке банковского сектора. Озабоченность тем, что государство может столкнуться с крахом банковского сектора, увеличивала риски по государственным облигациям, а отсутствие у государства достаточной бюджетной обеспеченности для поддержки своих банков повышало вероятность краха банковской системы [28]. Риск того, что неплатежеспособность правительств ставит под угрозу платежеспособность коммерческих банков, стал причиной реакции на начало долгового кризиса в Еврозоне, постепенно захватывающего все новые страны. Хотя ситуация, когда некоторые банки находились в зоне риска, была достаточно распространена, все же оставалось неясно, активы каких банков попадали под удар, будучи размещенными в данных рискованных банках. Основной причиной сокращения межбанковских кредитов (из-за проблем с ликвидностью) стал риск банкротства банков [1. P. 4]. В то же время не было четкого разделения между финансово состоятельными банками и банками, нуждающимися в дополнительном капитале.

Вплоть до начала мирового финансового кризиса коммерческие банки осуществляли свою деятельность в условиях стабильного рынка. На практике это означало, что межбанковское кредитование в пределах ЕВС учитывалось как способ перемещения кредитов из районов профицита в области дефицита [1]. После

* Часть I см.: «Управленец» № 3(43) / 2013.

The European Central Bank in Resolving the Euro Area Debt Crisis (Part II)*

ECB AND THE BANKING CRISIS

The emergence of the EMU in the first decade of its existence accompanied by deepening financial integration, while the introduction of free movement of capital meant a significant increase in cross-border capital flows. At the EU level, minimum standards for the implementation of banking supervision were agreed, while the supervisory regime, rescue and dealing with problem banks remained strictly in the hands of national supervisors. This solution resulted from the fact that members maintained their fiscal independence and took responsibility for fiscal rescue of their banking systems. On the basis of the crisis in the Euro Area Tilford and Whyte warned that sharing a common currency with increasing coordination of fiscal sector cannot coexist with national regimes of surveillance, rescue and dealing with problem banks, pointing out that the problem is not only ineffective implementation of supervision, but that this system is prone to banking and sovereign debt crises that feed on each other [30, p. 30]. In an effort to clean up the financial sector of the EU, reforms of financial supervision were implemented after 2008 and the EU established new authorities for early diagnosis and resolution of problems in the sector. In 2011 the EU established the European Banking Authority (EBA) for the banking sector.

Despite the deepening financial integration in the EMU crisis revealed that lending between banks in different Member States in terms of the risk borne by the lender is not perceived as equally as lending between banks in the same Member State. It turned out that in the period of financial instability debt problems of governments in the EA have impacts on the credit rating of banks in the country where they are located, as well as on their ability to raise funds in the interbank market. Holdings of government bonds of fiscally fragile countries exacerbated problems in the banking sector, where there was a fear of large losses and a threat of collapse of banks associated with the probability of state intervention in order to save the banking sector.

Concern that the state may face a collapse of the banking sector increased riskiness of government bonds. Concern that the state does not possess the fiscal capacity to support its banks, increased the probability of the banking collapse [28]. The risk that the insolvency of governments threatens the solvency of commercial banks caused the reaction after the outbreak of contagious debt crisis in the EA. Although it was common that some banks are at risk, it was not clear which other banks have assets at risk in these banks. The main reason for the contraction of interbank loans (due to problems with liquidity) was the risk of bank failures [1, p. 4]. At the same time there was no clear separation between healthy banks and those in need of additional capital.

Until the beginning of the global financial crisis, commercial banks operated in the EA under normal market conditions, which in practice meant that lending between banks within the EMU accounted as a way of loans transmission from the areas in surplus to areas in deficit [1]. After 2007, when the banks ceased to believe in the solvency of each other, there was a shift in the balance of the money market to the balance of national central banks. EA banks with surplus began placing surpluses into Euro system¹ and the banks that suffered from a lack of resources borrowed from the Euro system. This process took place within the assets and liabilities of the national central banks to the ECB when the central banks of the deficit countries borrowed from the ECB to lend to commercial banks in their countries, while the central banks of the surplus countries lend their surpluses to the ECB, which compensated for the loss of interbank funding. The ECB thus assumed the role of a central clearing house [18].

Weakness of the system of national banking regulation was not remedied by the creation of EBA, which has in relation to the national regulator only limited powers [16]. Under the leadership of EBA 90 major banks from 21 EU Member States completed stress tests and the results published by EBA in July 2011 evoked healthy condition

¹ECB and Central Banks of Euro-area members.

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

University of Economics in Bratislava
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava, Slovakia
Phone: +421 2 62411856
E-mail: beatalipkova@ionline.sk;
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

2007 г., когда банки перестали верить в платежеспособность друг друга, в балансе денежного рынка произошел сдвиг в сторону баланса национальных центральных банков. Финансовые институты Еврозоны, обладающие избыточными средствами, стали размещать эти избытки в Евросистеме¹, а банки, испытывающие нехватку ресурсов, заимствовали их из данной системы. Этот процесс происходил в рамках активов и пассивов национальных центральных банков в ЕЦБ: центробанки стран, испытывающих дефицит, заимствовали средства у ЕЦБ для предоставления кредита коммерческим

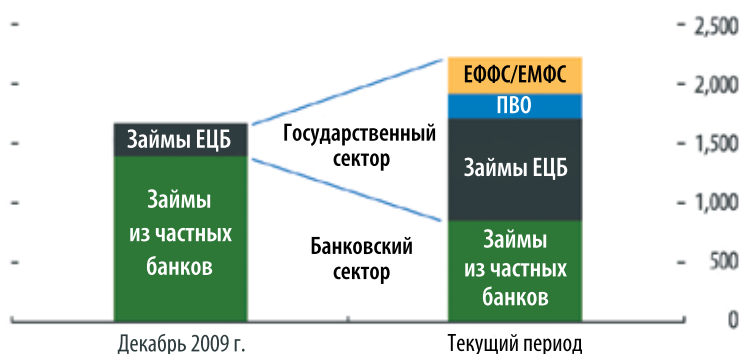
¹ ЕЦБ и центральные банки государств-членов Еврозоны.

банкам на своей территории, в то время как центральные банки с профицитом средств предоставляли эти средства ЕЦБ, который компенсировал потери межбанковского финансирования. Таким образом, ЕЦБ взял на себя роль центральной расчетной палаты [18].

Недостатки системы национального банковского контроля не были урегулированы созданием Европейской службы банковского надзора – ЕСБН (EBA), которая в отношении национального контролирующего органа обладает лишь ограниченными полномочиями [16]. Под руководством ЕСБН 90 основных банков из 21 страны Европейского союза прошли проверку стресс-тестами на устойчи-

вость к кризисным явлениям в экономике. Результаты, опубликованные ЕСБН в июле 2011 г., охарактеризовали состояние Европейской банковской системы как платежеспособное (в конечном итоге тесты не прошли только пять банков Испании, два – Греции и один австрийский банк с низким уровнем достаточности капитала). Ф. Багус отмечает, что большинство банков прошли стресс-тесты в силу нереалистичных допущений, подчеркивающих тот факт, что оценка между сроками погашения задолженности и риском потери ликвидности не была проведена [2. Р. 132].

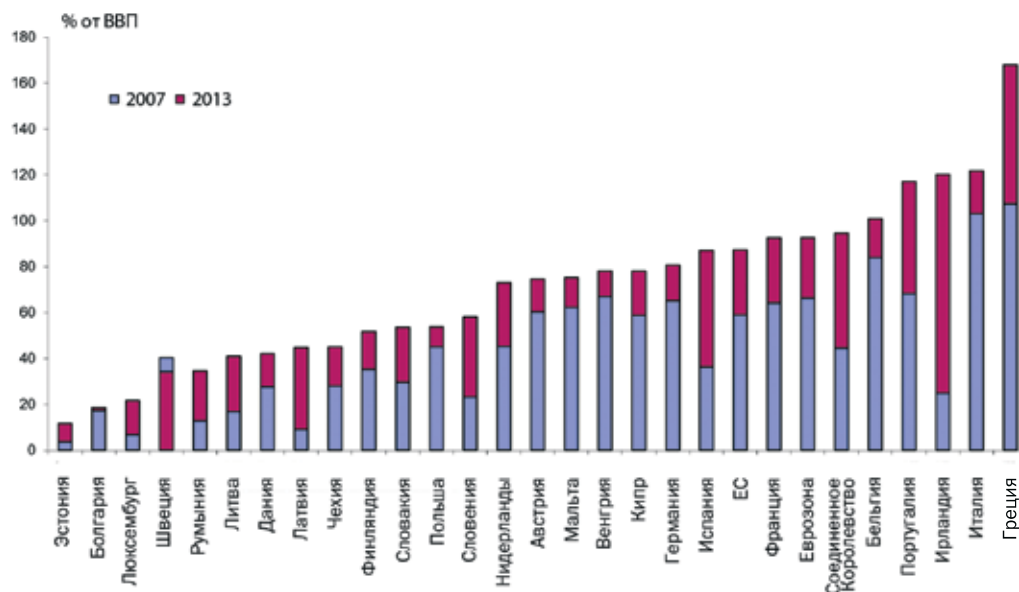
Усиление кризисных явлений в банковском секторе во второй половине 2011 г. негативно сказалось на работе зоны евро, проводимой для разрешения кризиса государственного долга. Европейские банки столкнулись со значительной неопределенностью из-за размера требований банков в отношении государственного долга и способности правительства оказывать поддержку финансово слабым банкам. Макроэкономический дисбаланс между государствами-членами Еврозоны, существующий в виде несоответствий на текущих счетах платежного баланса, привел к тому, что ключевые банки Еврозоны (в основном в Германии и Франции) были вовлечены в кредитование частного и государственного долга периферийных стран, таких как Греция, Ирландия, Испания, Португалия и Италия (рис. 3). Многие банки, действующие на территории Еврозоны, представили завышенную оценку активов и одновременно накопили слишком много проблемных активов из-за появления «мыльных пузырей» на рынке жилой недвижимости. Когда бум начал затихать, рыночная стоимость таких активов резко упала, а банки с множеством проблемных активов обанкротились. В подобной ситуации многие страны зоны евро были вынуждены предоставлять поддержку банкам, чтобы спасти банковский сектор. Это привело к массовым заимствованиям на рынке капитала и дальнейшему ухудшению финансового положения правительств. Массовые операции по спасению финансовых институтов по иронии начали представлять угрозу устойчивости государственных финансов в тех странах зоны евро, которые придерживались правил, изложенных в Пакте стабильности и роста. Ирландия и



Примечание: в том числе трансграничное кредитование банками Еврозоны, банками на периферии, заимствующими средства в Евросистеме, за исключением срочной помощи по обеспечению ликвидности, покупки Европейским центробанком государственных облигаций посредством Программы выкупа облигаций, Европейского фонда финансовой стабильности и Европейского механизма финансовой стабилизации.

Источник: IMF Global Financial Stability Report. Октябрь 2012.

Рис. 3. Средства с повышенным риском, направленные странами Еврозоны в экономики Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании, млрд евро



Источник: European Commission. Report on Public Finances in EMU 2012.

Рис. 4. Общая задолженность правительства (краткосрочные финансовые последствия кризиса)

представили завышенную оценку активов и одновременно накопили слишком много проблемных активов из-за появления «мыльных пузырей» на рынке жилой недвижимости. Когда бум начал затихать, рыночная стоимость таких активов резко упала, а банки с множеством проблемных активов обанкротились. В подобной ситуации многие страны зоны евро были вынуждены предоставлять поддержку банкам, чтобы спасти банковский сектор. Это привело к массовым заимствованиям на рынке капитала и дальнейшему ухудшению финансового положения правительств. Массовые операции по спасению финансовых институтов по иронии начали представлять угрозу устойчивости государственных финансов в тех странах зоны евро, которые придерживались правил, изложенных в Пакте стабильности и роста. Ирландия и

of the European banking system (ultimately tests were not passed only by five Spanish, two Greek and one Austrian banks with low capital adequacy ratio). Bagus points out that most banks passed stress tests due to unrealistic assumptions, pointing out that there was no evaluation between rate of debt maturity and liquidity risk [2, p. 132].

The functioning of the Euro Area in terms of government debt crisis was worsened in the second half of 2011 by deepening crisis in the banking sector. European banks faced considerable uncertainty due to the size of banks' claims against government debt and the ability of governments to support weak banks. Macroeconomic imbalances between EA Member States occurring as imbalances on current account of balance of payments led the banks of the Euro-area core (mostly German and French) to engage in credits in private and public debt in peripheral countries (Greece, Ireland, Spain, Portugal, Italy) (Figure 3). Many banks operating in the EA had massively overvalued assets and simultaneously accumulated too much toxic assets due to

bubbles in the housing market. When the boom began to collapse the market value of such assets, the banks holding toxic assets have faced bankruptcy. In this situation, many Euro Area countries were forced to provide support to banks in order to rescue their banking sector. This led to massive borrowing from capital markets and further deterioration of the fiscal position of governments. Massive rescue of financial institutions began ironically threaten the sustainability of public finances in the euro area countries that adhered to the rules laid down in the SGP. Ireland and Spain got into serious fiscal problems because of the risk procedure and private sector saving, thereby transforming private debt into public debt. In the Euro Area Member States, which showed poor fiscal position and where was the weakened banking sector (especially in Greece and Ireland), there was a withdrawal of bank deposits. Banks were unable to compensate for the loss of deposits through the interbank money market and lack of funds was replaced by their loans from central banks within the

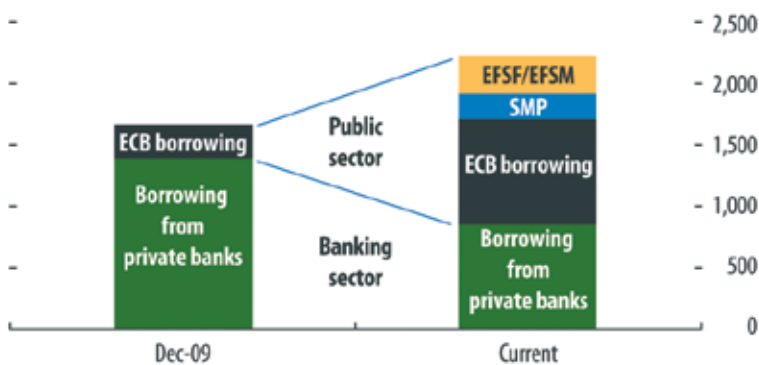
ESCB. In the second half of 2011 the situation was worsened by deposit withdrawals from banks in Spain and to a lesser extent in Italy. If parts of banking regulation worked well, the banks in the EA would have absorbed the bubbles like in other countries affected by the financial crisis. Lack of coordination in the field of banking policy has deteriorated the situation and inadequate government actions of some Euro Area countries (mainly France, Germany and Italy) led to the fragility of the banking sector to concentrate in the largest economies in the EMU [3, p. 12]. Current exposures from the rest of the EA to the peripheral countries reached 2.2 trillion EUR [19].

The combination of rising budget deficits and new debts as a result of rescuing the banking sector deteriorated rapidly the ratio of Euro Area public debt to GDP. Figure 4 shows the expected increase in the ratio of public debt to GDP between 2007 and 2013 in the EU Member States. According to the assumptions of the Commission, public debt in the EA shall increase from 66.3% of GDP in 2007 to 92.7% of GDP in 2013 and 59.0% of EU GDP to 87.3% of GDP [10].

The ECB in order to help the troubled countries with banking sector liquidity provided in December 2011 and March 2012 loans to banks and implemented a three-year refinancing operation, when given long-term low-interest loans to banks in the LTRO (long-term refinancing operations) in an amount exceeding 1 trillion EUR. This helped to reduce the pressure on banks and contributed to the stabilization of credit flows in the peripheral countries of the EA, which was probably the most important factor that stopped the freezing of markets providing funds for banks and indirectly supported the bond markets of some EA countries [1]. In response to the financial implications of a Euro Area debt crisis occurring in

growth of budget deficits, the ECB lowered the minimum rating for operations conducted on the open market from A-to BBB- [2, p. 115]. During the crisis, the ECB has dramatically reduced the quality of the collateral used in lending operations (e.g. Greek banks received more than 100 billion EUR, which serve as collateral for private Greek assets and Greek government debt) [18]. Strict rejection of restructuring

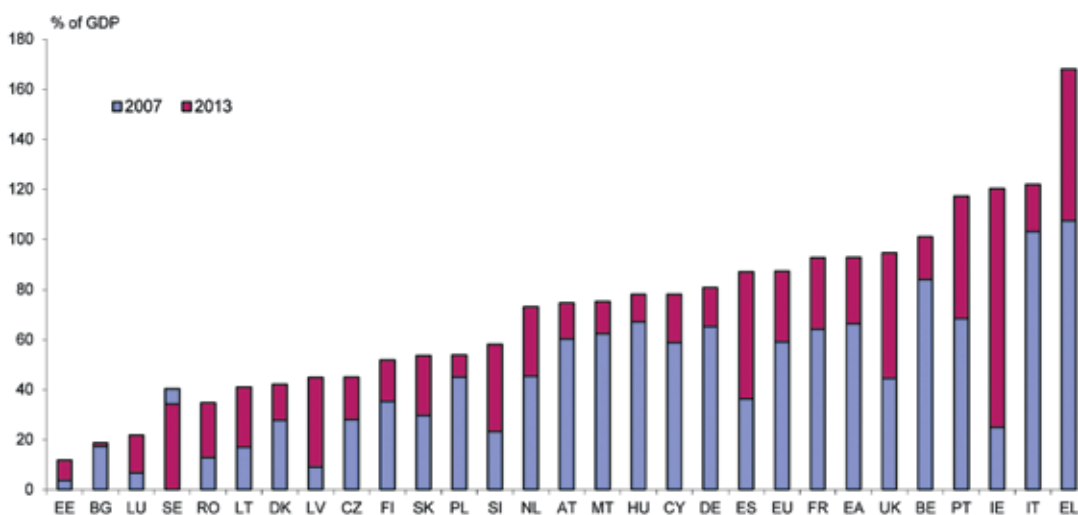
Greek sovereign debt by the ECB during the first phase of the crisis reflected its concern



Notes: including cross-border lending by banks EA, periphery banks borrowing from the Euro system, excluding emergency liquidity assistance, the ECB's purchases of government bonds through the SMP, EFSF and EFSM.

Source: IMF Global Financial Stability Report. October 2012.

Fig. 3. Euro Area Exposures to Greece, Ireland, Italy, Portugal and Spain (in billions of euros)



Source: European Commission. Report on Public Finances in EMU 2012.

Fig. 4. General government debts (short-term fiscal impact of the crisis)

Испания испытывали серьезные финансовые проблемы в связи с рискованными процедурами и спасением частного сектора, тем самым трансформируя частный долг в государственный. В государствах Еврозоны, которые демонстрировали неудовлетворительное финансовое положение и чей банковский сектор был ослаблен (особенно в Греции и Ирландии), происходило снятие банковских вкладов. Банки были не в состоянии компенсировать потери депозитов на межбанковском денежном рынке, и отсутствие средств компенсировалось кредитами со стороны центральных банков в рамках Европейской системы. Ухудшение ситуации произошло во второй половине 2011 г., когда закрытие банковских вкладов стало происходить в Испании и чуть в меньшей степени в Италии. Если бы звенья банковского регулирования работали слаженно, то банки Еврозоны, как и в других странах, подверженных финансовому кризису, поглотили бы «пузыри». Недостаточная координация в сфере банковской политики, приведшая к ухудшению ситуации, и неадекватные решения, принятые правительствами некоторых стран зоны евро (главным образом Францией, Германией и Италией), привели к тому, что неустойчивость финансового сектора концентрировалась в крупнейших экономках ЕВС [3. Р. 12]. Текущие рискованные вливания остальных стран Еврозоны в периферийные страны достигли 2,2 трлн евро [19].

Вместе с тем растущий дефицит бюджетов и новые долговые обязательства, возникшие в результате принятия мер по спасению банковского сектора, быстро ухудшали коэффициент отношения государственного долга Еврозоны к ВВП. Ожидаемый рост соотношения государственного долга к ВВП на территории стран Европейского союза в период 2007–2013 гг. показан на рис. 4. В соответствии с предположениями Комиссии, государственный долг Еврозоны возрастет с 66,3% ВВП в 2007 г. до 92,7% ВВП в 2013 г., а в целом по Евросоюзу: с 59,0 до 87,3% ВВП ЕС за тот же период [10].

Чтобы помочь проблемным странам с ликвидностью банковского сектора, ЕЦБ в декабре 2011 г. и марте 2012 г. обеспечил банки кредитными средствами и реализовал трехгодичную операцию рефинансирования, в процессе выполнения которой предоставил долгосрочные кредиты с заниженными процентными ставками в виде операций долгосроч-

ного рефинансирования (LTRO), общая сумма которых превысила 1 трлн евро. Это способствовало ослаблению давления на банки и содействовало стабилизации кредитных потоков в периферийные страны Еврозоны, что, вероятно, стало основным фактором предотвращения «замораживания» рынков, предоставляющих средства банкам и косвенно поддерживающих рынки облигаций некоторых стран зоны евро [1]. На финансовые последствия долгового кризиса Еврозоны – рост бюджетного дефицита – Европейский центробанк ответил, снизив минимальный рейтинг (с А– до BBB–) для операций на открытом рынке [2. Р. 115]. Во время кризиса ЕЦБ значительно снизил качество залога, используемого в кредитных операциях (например, греческие банки получили более 100 млрд евро, которые выступают в качестве залога для частных активов и государственного долга Греции) [18]. Резкий отказ ЕЦБ от реструктуризации государственного долга Греции в период первой фазы кризиса свидетельствовал об озабоченности Центробанка стабильностью банковской системы и показал уязвимость денежно-кредитной политики, опирающейся на кредиты банковской системе, в которых залоговый государственный долг выступает основным инструментом [8. Р. 63]. Д. Грос указывает на то, что в этом контексте ЕЦБ находится в значительно иной ситуации, нежели Федеральная резервная система (ФРС) в США, так как качество его залога определяется национальными границами. Анализируя роль ФРС, которая реализовала политику количественного смягчения после начала кризиса, Д. Грос подчеркивает качественную разницу в деятельности обоих центральных банков. Количественное смягчение Штатов представляло собой почти исключительно приобретение безрисковых активов (например, государственных облигаций США), а ФРС обеспечивала займами лишь очень ограниченное число банков, в то время как ЕЦБ приобретал рискованные активы и предоставлял кредиты на крупные суммы банкам зоны евро, пострадавшим от финансового кризиса [17]. Возможность принять государственные облигации, которые уже не обладают инвестиционным рейтингом, и интервенции ЕЦБ с целью урегулирования суверенного долга снизили степень доверия к Центробанку.

МЕРЫ ПО УРЕГУЛИРОВАНИЮ КРИЗИСА В ЕВРОЗОНЕ, ПРИНИМАЕМЫЕ ЕЦБ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ, И ПЛАН СОЗДАНИЯ БАНКОВСКОГО СОЮЗА

Суверенный долговой кризис и кризис банковской системы в Еврозоне показали, что средств резервных фондов будет недостаточно для оказания помощи экономикам Испании и Италии. Постоянно усиливалось давление на ЕЦБ, чтобы добиться от него использования его неограниченных ресурсов для стабилизации финансовых рынков, предоставления гарантий по неограниченному закупу облигаций и принятия таким образом на себя роли кредитора последней инстанции. На Саммите Европейского Совета, состоявшемся 28–29 июня 2012 г., главным вопросом повестки для которого стало разрешение кризисных ситуаций, было принято решение «разорвать порочный круг между банками и государствами» [14]. Подходящее решение данной задачи основывается на намерении создать единый механизм надзора за банками (Единый надзорный орган, ЕНО – *Single Supervisory Mechanism*). Это позволило бы разорвать связи между банками и правительствами и обеспечить стабильные финансовые условия в зоне евро. Единственный способ стабилизировать рынки государственных облигаций состоит в увеличении степени участия ЕЦБ, что можно осуществить двумя способами: либо косвенно, выдав Европейскому стабилизационному механизму банковскую лицензию, позволяющую ему рассчитывать на ресурсы ЕЦБ, либо посредством прямых операций, производимых ЕЦБ [7]. Недавние события в попытке разрешить кризис Еврозоны демонстрируют дальнейшие изменения в отношении Европейского центробанка, что подкрепляется словами президента Марио Драги в июле 2012 г., который утверждал, что ЕЦБ сделает всё от него зависящее, чтобы сохранить единую валюту. Это подтверждается соглашением ЕЦБ о неограниченном приобретении государственных облигаций у государств-членов Еврозоны, испытывающих проблемы с рефинансированием долга, путем прямых денежных операций (*Outright Monetary Transactions – OMTs*). Это означает, что несмотря на то, что ЕВС не признавал вероятность возникновения такой возможности, а ЕЦБ давно отверг такой вариант решения проблемы, в конце концов он принял на себя роль кредитора последней инстанции. Оказание помощи государствам-

about the stability of the banking system and revealed the vulnerability of monetary policy, which relies on loans to the banking system, where collateral government debt serves as the primary tool [8, p. 63]. Gros points out that in this context, the ECB is in a significantly different position compared with the Federal Reserve (FR) in the USA, because the quality of its collateral is determined by national boundaries. Compared with the role of the FR after the outbreak of the crisis, which implemented quantitative easing, Gros highlights the qualitative difference in the activity of both central banks, which reflects the fact that while the U.S. quantitative easing implemented almost exclusively purchase of risk-free assets (e.g. U.S. government bonds) and FR lent only a very limited amount to banks, the ECB bought risk assets and lent large sums to weakened banks in the Euro Area [17]. Acceptance of government bonds, which already did not have an investment rating and ECB intervention to stabilize the sovereign debt reduced its credibility.

CURRENT ECB STEPS IN DEALING WITH THE EURO AREA CRISIS AND A PLAN TO CREATE A BANK UNION

After advancement, sovereign debt crisis and the banking crisis in the EA revealed that funds from the rescue funds will not be sufficient to potentially help the economies of Spain and Italy. Pressure on the ECB began to escalate in order to use its unlimited resources to calm the financial markets, guarantee unlimited purchases of bonds, and thus assume the role of lender of last resort. The situation in the development of the debt and banking crisis in the EMU shows that the ECB begins to play a key role in stabilizing the Euro Area. Summit of the European Council (June 28th – 29th 2012) to address the crisis brought about the decision «to break the vicious circle between banks and states» [14]. The adopted solution is based on the intention to create a single mechanism for the supervision of banks (Single Supervisory Mechanism) to form the basis for tearing connections between banks and governments, and to create a stable financial environment in the EA. The only way to stabilize government bond markets is to increase the involvement of the ECB, either indirectly by giving the ESM a banking license, allowing ESM to rely on the resources from the ECB, or through direct operations undertaken by the ECB [7]. Recent developments in solving the Euro Area crisis shows further changes in the attitude of the ECB, also confirmed by its president Mario Draghi in July 2012 stating

that the ECB will do everything required in order to save the common currency. This is confirmed by the agreement of the ECB's unlimited purchasing of government bonds from EA Member States, which have difficulties with debt refinancing through Outright Monetary Transactions (OMTs). This means that even though the original concept of creating such a possibility was not acknowledged within the EMU concept and the ECB long refused such a solution, eventually it adopted the role of lender of last resort. Assistance to EA Member States will be implemented through the rescue funds EFSF / ESM and ECB support obligation is conditional on the fulfillment of the reform program to which countries commit themselves. In connection with the aid and undertaking reforms in the economic policies of EA Member State one can see a guarantee for the ECB, which has no mandate to intervene in the economic policies of the Member States. In our opinion, there is a risk that a Member State which has taken the support of the ECB will not be able to fulfill its commitments under the reform program and the ECB does not have the tools to compel him to do so. Following the commitment of the ECB to buy government debt unlimitedly, Stiglitz points out that monetary policy has proved to be ineffective and strengthening its role in the economy is unlikely to return to sustainable economic growth path. He highlights the fact that even if the ECB monetary intervention has more potential help, it may cause the current situation in the EA to worsen [26].

Economists doubt and contradictions increase between EA Member States (and EU) to implement the Commission's plan to create a banking union, published in September 2012. The essence of this plan is to transfer responsibility for supervision of the banking sector from the level of member states to the supranational level, where the ECB will play a key role. ECB will act as an intermediary EFSF / ESM in the implementation of market operations. ESM will be able to assist countries, in addition to contingency in the purchase of government bonds, to provide financial assistance through direct loans to recapitalize troubled financial institutions. In order to prevent further destabilization resulting from the refinancing problems, the ESM will be able to actively intervene (buy government bonds) in the secondary, i.e. the interbank market. Direct bank recapitalization from rescue funds, however, means that the private debts of the banking sector would in future be transferred to the national level where the condition of the banking sec-

tor varies across the Member States and is associated with concerns of the transfer of resources from healthy daughters in one Member State to the troubled parent bank in another Member State. Regarding doubts about the ability of ESM, due to its capacity of 700 billion EUR (the effective lending capacity of 500 billion EUR; 200 billion EUR from EFSF), to stabilize government bonds markets De Grauwe points out that if the ESM runs out of cash, there is a similar situation as in the depletion of central bank reserves to protect the currency against speculative attack, i.e. if investors assume that bond prices will collapse, they accelerate their sales to cut the losses, and therefore ESM intervention can activate the crisis rather than avoid it [7].

Although the target intention is to create a bank union, the creation of other elements that characterize the banking union, i.e. common deposit insurance (euro-wide deposit insurance) and common rules to save banks that have failed (common-bank resolution scheme), is not accounted for in the first step. The Commission's plan for the supervision of banks in the Euro Area in the first phase assumes a uniform implementation and supervision of large and system banks and banks for which Member States provide financial aid from January 2013, and from January 2014 the ECB will carry out supervision of all banks within the EMU. The ECB would be responsible for issuing licenses to credit institutions, the ongoing banking supervision, early intervention in troubled banks, coupled with the power to require actions to correct a bad situation, such as liquidity support and capital and improving corporate governance of financial institutions [11]. These partial powers in the area of dealing with problem banks should also apply to the ECB's power to cease existence of such institutions in cooperation with the relevant authorities. Schoemaker points to the likelihood of increased conflicts between the ECB and the national authorities to deal with the banks [25, p. 15]. Similarly, Wyplosz argues that partial bank union, without the ECB competencies to deal with problem banks, will be probably forced to pour more liquidity to the banking sector [32, p. 16]. The release of the monetary policy of central banks that continues or even increases purchases of government bonds and encourages liquidity in the banking system is largely a result of inefficient government activities to address structural problems that central banks cannot solve using their balance sheets. In fact, interest rates close to zero in combination with excessive and almost unconditional

членам Еврозоны будет осуществляться через резервные средства Европейского фонда финансовой стабильности (ЕФФС) / Европейского стабилизационного механизма (ЕСМ), а обязанности по поддержке ЕЦБ зависят от исполнения программы реформ, которую страны взяли на себя. Помощь и осуществление реформирования экономических политик стран Еврозоны могут служить гарантиями для ЕЦБ, у которого нет полномочий вмешиваться в экономические политики государств-членов. По мнению автора, существует определенный риск того, что страна-участница, принявшая финансовую помощь от ЕЦБ, будет не в состоянии выполнить свои обязательства по программе реформирования, а Европейский центробанк не имеет в своем распоряжении рычагов, чтобы повлиять на сложившуюся ситуацию. Анализируя готовность ЕЦБ неограниченно выкупать государственные долги, Дж. Стиглиц отмечает, что денежно-кредитная политика доказала свою несостоятельность и усиление ее значения в экономике вряд ли поможет вернуться на путь устойчивого экономического роста. Он также подчеркивает тот факт, что, даже если валютные интервенции ЕЦБ могли оказать потенциально большую помощь, это могло бы привести к ухудшению текущей ситуации в Еврозоне [26].

Сомнения экономистов и усиливающиеся противоречия между государствами, входящими в Еврозону, свидетельствуют о низкой вероятности осуществления плана Комиссии по созданию банковского союза, опубликованного в сентябре 2012 г. Сущность данного плана заключается в делегировании ответственности за надзор в банковской сфере с уровня государств-членов на наднациональный уровень, где ключевая роль будет принадлежать ЕЦБ. Европейский центробанк будет выступать в качестве посредника Европейского механизма финансовой стабилизации/ Европейского стабилизационного механизма в осуществлении рыночных операций. Помимо помощи странам в неблагоприятных ситуациях, ЕСМ сможет оказать содействие в покупке государственных облигаций, а также предоставить финансовую помощь через прямые займы для рекапитализации финансовых институтов, находящихся под влиянием кризиса. Для недопущения дальнейшей дестабилизации, возникающей в результате проблем с рефинансированием, у ЕСМ появится возможность проводить политику активного вмешательства (по-

купать государственные облигации) на вторичном, т.е. межбанковском, рынке. Прямая банковская рекапитализация из резервных фондов означает, что частные долги банковского сектора в будущем могут быть перенаправлены на национальный уровень, где состояние банковского сектора колеблется в зависимости от страны и обусловлено проблемами передачи ресурсов от платежеспособных дочерних компаний в одном государстве-члене в головной банк, находящийся в другой стране-участнице. Относительно сомнений в способности ЕСМ вернуть стабильность рынкам государственных облигаций, что объясняется общим капиталом ЕСМ в 700 млрд евро (эффективная емкость кредитования составляет 500 млрд плюс 200 млрд евро от ЕФФС), П. Де Гроув указывает, что, если у ЕСМ закончатся денежные средства, аналогично средства истощатся и у Центробанка при попытке защитить валюту от спекулятивных атак, т.е. если инвесторы ожидают падения цен на облигации, они форсируют их продажу, чтобы минимизировать убытки, и поэтому вмешательство ЕСМ скорее будет активизировать кризисные явления, чем способствовать их избежанию [7].

Хотя основная задача состоит в создании банковского союза, формирование других элементов, характеризующих банковский союз, т.е. общее страхование вкладов (страхование вкладов в пределах Еврозоны) и общие правила по оказанию помощи обанкротившимся банкам (общая схема оказания помощи банкам), не принимается во внимание на первых порах. На начальном этапе план Комиссии по организации контроля за банками предполагает единообразное его исполнение и надзор за крупными банками и сетями банков, которым начиная с января 2013 г. оказывалась финансовая поддержка со стороны государств-членов. С января 2014 г. ЕЦБ будет осуществлять надзор за всеми банками на территории Экономического и валютного союза. Функции ЕЦБ будут включать выдачу лицензий кредитным организациям, непрерывный банковский надзор, интервенции в состоянии дел проблемных банков на ранней стадии в сочетании с полномочиями требовать осуществления необходимых действий для нормализации неблагоприятной ситуации, включая поддержку ликвидности и повышение качества корпоративного управления финансовым институтом [11]. Данные неполные полномочия в области регулирования ситуации в проблемных

банках должны быть также применимы к возможности ЕЦБ в сотрудничестве с соответствующими органами власти прекратить работу данных институтов. Д. Шонмейкер обращает внимание на вероятность разрастания конфликта между ЕЦБ и национальными органами власти при принятии решения о дальнейшем функционировании банков [25. Р. 150]. Аналогично С. Выплец утверждает, что неполный банковский союз, не учитывающий компетенции ЕЦБ в регулировании ситуации с проблемными банками, вероятно, столкнется с необходимостью вливать больше ликвидности в банковский сектор [32. Р. 16]. Обнародование денежно-кредитной политики центральных банков, которая предписывает продолжать или даже увеличивать приобретение государственных облигаций и стимулировать ликвидность в банковской системе, главным образом является результатом неэффективных правительственных действий по отношению к структурным проблемам, которые центральные банки не в состоянии разрешить, основываясь на своем бухгалтерском балансе. На самом деле, близкие к нулю процентные ставки в совокупности с чрезмерной и почти безоговорочной поддержкой ликвидности подрывают намерение частного сектора восстановить свой баланс, а также ставят под сомнение исполнение планов фискальных органов по ограничению своих кредитных требований [5. Р. 31]. Принимая во внимание текущие проблемы финансового сектора в Еврозоне, наряду с обязательством ЕЦБ скупать государственные облигации в неограниченном количестве и нести ответственность по обеспечению стабильности, автор статьи считает вполне логичным решение расширить полномочия ЕЦБ для создания единого европейского надзорного органа. Поддержка ЕЦБ обанкротившихся банков, однако, должна основываться на полномочиях по организации общей системы по сохранению и поддержке финансовых институтов, испытывающих трудности. Создание единого банковского надзора – верный системный шаг на пути к стабилизации финансового рынка, но это только частичное решение, способное в дальнейшем увеличить давление на ЕЦБ, как на кредитора последней инстанции, с целью оказания помощи государствам-членам, не обладая достаточными юридическими полномочиями, обусловленными другими элементами реально действующего банковского союза.

liquidity support undermine the intention of the private sector to repair its balance and undermine the intention of the fiscal authorities to restrict their lending requirements [5, p. 3]. Taking into account the current problems of the financial sector in the EA along with the commitment of the ECB to buy government bonds unlimitedly and be responsible for its stability, we consider the decision to increase the powers of the ECB in terms of creating a single European banking supervision body as a logical step. ECB support for banks that fail, however, should be based on the powers associated with the establishment of common system to deal with (and saving) troubled banks. Creation of a single banking supervision is the right system step to stabilize the financial market, but this is only a partial solution that can further increase the pressure on the ECB to help EA Member States as lender of last resort, without adequate legal powers associated with other elements of real bank union.

CONCLUSION

The global economic and financial crisis and the subsequent debt crisis in the EMU revealed weaknesses of economic and financial governance in the Euro Area. With the current destabilization of the financial sector, to solve the problems of banks by national governments is one of the greatest weaknesses of the EMU. Based on current trends, we can conclude that until the outbreak of the debt crisis in the EA, ECB monetary policy was pursued in accordance

with its mandate and independence from political influence of the Member States. The ECB managed to meet its first and most important goal of protecting price stability by keeping inflation near or under 2% limit. EMU, which was based on credible monetary policy of the ECB, is currently threatened by the consequences of policies that rely on the collective fiscal discipline of the Member States set by the rules of the SGP. The threat of insolvency of peripheral Member States of the EA combined with the threat of a collapse of the banking sector placed the ECB in a position where it is forced to provide financial rescue for failing national economies and plays an increasingly important role in solving the debt crisis and the crisis of the financial sector. Since the outbreak of the crisis in the EA, the ECB gradually implemented measures that can at least be considered unusual, and which were not counted within the original concept of EMU. The mere creation of the EFSF and ESM may be regarded as controversial, despite the fact that primary EU law explicitly prohibits the ECB's intervention in favor of the Member States. The ECB, in an effort to help countries that found themselves in trouble with the refinancing of sovereign debt, started in 2010 to buy their government bonds on secondary markets through the SMP, but this did not stop the growth of long-term bond yields. In consequence of the crisis in the banking sector, which insolvency threatens the solvency of governments (and vice versa), the ECB

launched the LTRO to pour liquidity into the banking sector and act as the central clearing house, allowing interbank funding to offset losses. Significant reduction in the quality of the collateral used in lending operations undermined the credibility of the ECB. Rescue plan of the ECB to buy bonds and supply banks with cheap cash in late 2011 and early 2012 did not stop the deepening crisis. Inability of Euro Area Member States to take rapid and consistent measures to stop the deepening crisis (which is partly the result of institutional arrangements and decision-making process in the EMU) constantly puts pressure on the ECB to support the failing Member States and in the future to play an important institutional role in preventing further crises. The ECB's statement on the implementation of direct purchases of government OMTs, as well as the role of the ECB played while creating a single mechanism for the supervision of banks seem to confirm this thesis in the future. We can assume, however, that without the creation of other components of the bank union and providing the corresponding powers to the ECB, there is a risk of pressure on the ECB as the role of lender of last resort to provide assistance to Member States and the banking sector with no guarantee that Member States shall improve their fiscal positions and banking sectors their balance sheets. ■

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мировой экономической и финансовый кризис, а также последующий долговой кризис в Экономическом и валютном союзе раскрыли слабые стороны экономического и финансового управления в Еврозоне. Принимая во внимание текущее нестабильное состояние финансового сектора, одним из самых явных недостатков ЕВС является попытка решить проблемы финансовых институтов через национальные правительства. Исходя из текущих тенденций, мы можем заключить, что вплоть до начала долгового кризиса в Еврозоне денежно-кредитная политика Европейского центрального банка проводилась в соответствии с пределами компетенций и не была подвержена политическому влиянию государств-членов. ЕЦБ удалось выполнить свою первоочередную и самую важную задачу – обеспечить стабильность цен, поддерживая инфляцию на уровне ниже или близко к 2%. ЕВС, ранее опиравшемуся на надежную и стабильную денежно-кредитную политику ЕЦБ, сейчас угрожают последствия политик, основанных на коллективной финансовой дисциплине государств-членов, которые определены правилами Пакта стабильности и роста. Риск неплатежеспособности периферийных стран-участниц зоны евро и угроза падения банковского сектора поставили ЕЦБ в ситуацию, когда он был вынужден предоставлять финансовую помощь не справляющимся националь-

ным экономикам, тем самым увеличивая свое значение в разрешении долгового кризиса и кризиса финансового сектора. С момента начала кризиса в Еврозоне ЕЦБ постепенно осуществлял меры, которые по самым скромным оценкам рассматривались как нестандартные и изначально не входили в оригинальную концепцию ЕВС. Даже создание Европейского фонда финансовой стабильности и Европейского стабилизационного механизма может рассматриваться как противоречащее тому факту, что первичное законодательство Европейского союза открыто запрещает вмешательство ЕЦБ в пользу государств-членов. В 2010 г. для помощи странам, испытывающим затруднения с рефинансированием своего суверенного долга, ЕЦБ начинает скупать государственные облигации этих стран на вторичном рынке через Программу выкупа облигаций – ПВО (SMP), что, впрочем, не прекратило рост доходов по долгосрочным облигациям. Вследствие кризиса в банковском секторе, несостоятельность которого угрожает платежеспособности правительств (и наоборот), ЕЦБ инициировал операции долгосрочного финансирования (LTRO), чтобы вливать ликвидность в банковский сектор и функционировать как центральная расчетная палата, позволяя межбанковскому финансированию компенсировать убытки. Существенное снижение качества залога, используемого в кредитных операциях, подорвало

доверие к ЕЦБ. План ЕЦБ по скупке облигаций и снабжению банков дешевыми деньгами в конце 2011 – начале 2012 г. не смог предотвратить усугубление кризисных явлений. Неспособность государств-членов Еврозоны принять оперативные и последовательные меры для остановки углубляющегося кризиса (что частично является результатом институциональных порядков и процесса принятия решений в ЕВС) постоянно ставит ЕЦБ перед вынужденностью оказывать поддержку проблемным странам-участницам и в будущем принять на себя важную институциональную функцию по предотвращению вероятных кризисов. Заявление ЕЦБ об осуществлении покупки государственных облигаций в проблемных странах путем прямых денежных операций, а также роль ЕЦБ, которую он играл в процессе создания единого механизма по надзору за банками, похоже, подтверждает этот тезис в будущем. Тем не менее мы полагаем, что без создания остальных элементов банковского союза и предоставления соответствующих полномочий ЕЦБ существует определенный риск давления на ЕЦБ как на кредитора последней инстанции в плане оказания помощи странам-участницам и банковскому сектору, не имея при этом гарантий, что государства-члены улучшат свои фискальные показатели, а банковский сектор – свой бухгалтерский баланс. ■