



Европейский долговой кризис, начиная с 2008 года



Профессор, почетный доктор
Лотар Эрик Зиблер

Лекция в Кыргызском национальном университете
Бишкека

Факультет управления и бизнеса

2019 г.
Кыргызский национальный
университет
Ул. Фрунзе, 547
Бишкек 720033
Кыргызстан

Европейский долговой кризис, начиная с 2008 года

Общие разработки

С банкротством американского инвестиционного банка Lehman Brothers 15 сентября 2008 года произошел, вероятно, крупнейший экономический кризис этого столетия. Отправной точкой бедственного положения послужил непомерный рост цен на недвижимость в США. Начиная с 1990 года, цены на жилье там постепенно росли и к концу 2006 года, незадолго до крупного финансового краха, достигли своего пика. Анализ предшествующих событий выявил три ключевых фактора, способствующих такому развитию событий. Важную роль в этом процессе сыграла денежно-кредитная политика Центрального банка США и Федеральной резервной системы (ФРС).¹ В результате спада на фондовой бирже Новой экономики Центральный банк постепенно снижал уровень процентной ставки, чтобы укрепить ослабляющуюся экономику. Низкие процентные ставки повлекли за собой повышенный инвестиционный спрос, так как возникла благоприятная ситуация для привлечения денежных средств. Другим фактором, который сыграл свою роль, стал массовый приток капитала из-за рубежа. В течение нескольких лет неуклонно рос дефицит баланса текущих статей экономики США. Разница между низкими доходами и более высокими расходами компенсировалась за счет импорта капитала из-за рубежа. Следствием этого стал стремительный рост государственного долга и удвоение внешних обязательств в период с 2002 по 2007 год.² Такое сочетание факторов создало идеальные условия для образования ценового пузыря, который охватил весь рынок недвижимости США. После кризиса новой экономики, инвесторы увидели в нем рентабельную альтернативу рискованным инвестициям в акции новых интернет-компаний.³ Благодаря неуклонно растущим ценам и финансовой надежности жилья, недвижимость казалась идеальным объектом инвестиций. Следствием чрезвычайного повышения цен стало все более рискованное кредитование. Кроме того, финансовые учреждения создавали ложные стимулы, которые привели к тому, что люди с низкими и ненадежными доходами брали ипотечные кредиты. Третий фактор связан с критическими нововведениями на финансовых рынках. Поскольку сам по себе ипотечный кредит плохо подходит как вариант

¹ Ср. Luksic (2011), с. 24.

² Ср. Bloss et al. (2009), с. 45.

³ Ср. Bloss et al. (2009), с. 32.

инвестиций, большинство индивидуальных ипотек было объединено с помощью секьюритизации в так называемые ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset-Backed Security, ABS).⁴ Этот процесс позволил превратить местную ипотеку в ценную бумагу, которую можно было продавать по всему миру, и в которую без проблем могли инвестировать фонды хеджирования и банки. Высокосложная структура финансирования недвижимости стала причиной того, что даже крупнейшие рейтинговые агентства не смогли определить высокий риск таких ценных бумаг и слишком положительно их оценивали.⁵ Однако в 2007 году агентства радикально изменили свое мнение. Из-за множества переоценок на бирже пузырь лопнул, и рынки недвижимости погрузились в глубокий кризис. Торговля ценными бумагами, обеспеченными недвижимостью, упала на 97 % — с 1,9 триллионов долл. США в 2006 году до примерно 53 миллиардов долл. США в 2009 году. За этим последовал финансовый кризис, который за очень короткое время распространился по всему миру. Быстрому распространению кризиса способствовал тот факт, что на балансе многих банков было большое количество секьюритизированных ипотечных ссуд. Кроме того, финансовые учреждения зачастую имели высокую задолженность, что существенно ограничивало возможности для вмешательства. За падением ценных бумаг последовало списание со счетов миллиардных сумм за одну ночь, которое запустило цепную реакцию. Вследствие этого многие государства были вынуждены поддерживать неликвидные финансовые учреждения. Масштаб экономического спада и государственных спасательных мероприятий был настолько велик, что даже целые страны оказались под угрозой экзистенциального кризиса. Вся еврозона, а особенно такие страны как Греция, Италия, Ирландия, Португалия и Испания, пострадали от последствий финансового кризиса.

Последствия кризиса и их преодоление

И без того высокий долг Греции снова вырос во много раз после кризиса и превысил отметку в 180 % в 2014 году. Плохое финансовое положение Португалии, которое имело место до финансового кризиса, сохранилось и

⁴ Ср. Brunetti (2011), с. 33–44.

⁵ Ср. Brunetti (2011), с. 9–15.

после 2007 года. В 2014 году ее коэффициент задолженности достиг почти 100 %. Однако самые значимые процессы произошли в Испании и Ирландии. До 2007 года это были единственные страны с уровнем задолженности менее 60 %. После 2008 года уровень задолженности Испании вырос больше, чем в два раза — с 40 % до 99 %, а в Ирландии — практически в три — с 42 % до 120 %. Начиная с 2013 года, эта тенденция постепенно снизилась, и уровень задолженности в 2014 году составил всего 107 %. Наряду с Ирландией, отношение государственного долга к ВВП в Германии также уменьшилось, хоть и не к докризисному уровню. Такое экстремальное развитие событий, главным образом, обусловлено двумя причинами. С одной стороны, высокий коэффициент задолженности связан с растущим дефицитом, который состоит из первичного дефицита и уплаты процентов. С другой стороны, на коэффициент также влияет рост валового внутреннего продукта. Снижение ВВП автоматически увеличивает коэффициент задолженности, так как он стоит в знаменателе долговой пропорции.⁶ Во время экономического спада 2011 года, одно только падение ВВП в Греции привело к росту коэффициента задолженности на 50 %.⁷ В результате этого, снижения коэффициента задолженности не произошло, хотя правительству и удалось сократить первичный дефицит. После 2008 года рост частного долга шел по сценарию, который кардинально отличался от роста долга в государственном секторе. Быстрый подъем, который наблюдался до 2007 года, к этому моменту в большинстве стран завершился.

Хотя долг не начал снижаться сразу после финансового кризиса, его рост резко сократился. В частности в Германии и Испании частный долг сократился уже на раннем этапе. В сравнении с пиком в 2003 году (130 %) коэффициент задолженности Германии неуклонно снижался до 2014 года (109 %). До 2012 года показатели по Ирландии и Португалии продолжали расти, после чего уровень задолженности в этих странах начал снижаться. Для сравнения, обязательства в Греции и Италии увеличились лишь незначительно. Стоит также отметить, что коэффициент задолженности Греции в 2014 году снизился впервые за последние 15 лет. В этом контексте Франция является единственным примером непрерывного роста.

⁶ Cp. Horn et al. (2012), с. 11.

⁷ Cp. Illing (2014), с. 20.

В годы, предшествовавшие финансовому кризису, влияние специфических для страны рамочных условий, таких как государственная задолженность, на изменение процентов по займам сильно сократилось. Следствием этого стало тождественное процентное бремя для всех стран, несмотря на очень разные финансовые условия. После начала финансового кризиса в третьем квартале 2007 года, рынки вновь стали сильнее реагировать на государственную задолженность и связанный с ней страновой риск.⁸

Для противодействия такому развитию вплоть до 2009 года, когда новое правительство Греции объявило о том, что фактический дефицит бюджета составил 12,7% вместо прогнозируемых 6,0%, были использованы меры фискальной и денежно-кредитной политики.⁹ Таким образом, реакция рынков в период с 2008 по 2014 год может быть разделена на три этапа. После объявления Греции о фактическом дефиците бюджета процентные ставки начали чрезвычайно разниться. За этим последовала первая международная кредитная помощь, предоставленная в мае 2010 года. Однако доверие инвесторов все еще не было восстановлено, о чем свидетельствуют постоянно растущие процентные ставки. В том же году рынки начали беспокоиться устойчивостью государственных долгов Ирландии и Португалии.¹⁰ Затраты на оплату процентов по кредиту также резко возросли и повлекли за собой очередное оказание экстренной финансовой помощи в ноябре 2010 года (Ирландия) и мае 2011 года (Португалия). На третьем этапе спреда процентных ставок также увеличились для таких стран как Италия и Испания. В июле 2011 года они даже находились на 300 базисных пунктов выше процентов для Германии. В результате бурных событий на финансовых рынках Германия вновь обрела статус «надежной гавани» и, таким образом, вновь получила преимущество по процентным ставкам перед другими странами валютного союза.¹¹ В 2011 году дальнейший рост наблюдался также во Франции. В то же время вторая по величине национальная экономика в еврозоне также показала высокую степень уязвимости, и была наказана финансовыми рынками высокими премиями за риск. В период с 2012 по 2013 год наблюдалось резкое снижение кривой процентных ставок, которое связано с обещанием Драги,

⁸ Ср. Bernoth (2010), с. 110.

⁹ Ср. Lane (2012), с. 56.

¹⁰ Ср. Baldwin/ Giavazzi (2015), с. 10.

¹¹ Ср. Bernoth (2010), с. 110.

данным в июле 2012 года, «во что бы то ни стало» поддержать жизнеспособность еврозоны.¹² В своем выступлении президент Европейского центрального банка заверил, что целостность еврозоны будет поддержана всеми имеющимися средствами.

До начала финансового кризиса темпы роста ВВП в Греции, Испании, Португалии и Ирландии по-прежнему были выше, чем во Франции и Германии. С началом рецессии в 2009 году рост упал почти во всех странах. В наибольшей степени от такого развития событий пострадала Греция. Темпы роста снизились с более чем 140 % (2009 г.) до 104 % (2013 г.). В 2011 году ВВП даже снизился более чем на 9 %. Сокращение валового внутреннего продукта объясняется главным образом сокращением вдвое объема государственных капиталовложений и стагнирующими государственными доходами.¹³ В отличие от этого, Португалия к 2011 году лишь незначительно сократила расходы, но при этом увеличила свои государственные доходы на 14,5 %.¹⁴ ВВП там также сократился, но не в масштабах Греции. Испания, правительство которой предприняло лишь незначительные попытки консолидации, впервые после 2011 года констатировала существенное снижение темпов роста. По сравнению со всеми другими членами валютного союза, экономика Германии оказалась особенно устойчивой к кризисам. Уже в 2010 году уровень ВВП вернулся там на докризисный уровень. Наряду с Германией, экономика Ирландии также восстанавливалась сравнительно быстро, и уже в начале 2014 года Ирландия стала первой из стран, которой удалось отказаться от содействия Европейского стабилизационного фонда.¹⁵ Особенно примечательным является развитие событий в Италии и Франции. Обе страны продемонстрировали наименьший рост. В период между 2008 и 2014 годами темпы роста часто были даже отрицательными.

Последствия финансового кризиса с точки зрения удельных расходов на оплату труда были наиболее ощутимы в Ирландии. Там они рухнули сразу же после 2007 года. В 2009–2010 годах аналогичное развитие событий наблюдалось в Испании, Португалии и Греции. При более пристальном

¹² Ср. Baldwin u. Giavazzi, 2015 с. 11.

¹³ Ср. Horn et al. (2012), с. 10

¹⁴ Ср. Horn et al. (2012), с. 10

¹⁵ Ср. Baldwin/ Giavazzi (2015), с. 12.

рассмотрении становится заметно, что государства с наибольшим ростом расходов на заработную плату в докризисные годы пережили сильнейший спад после финансового кризиса. Противоположное развитие событий можно увидеть в таких странах как Италия, Франция и Германия. В Италии тенденция к незначительному росту расходов на заработную плату, существовавшая до 2007 года, продлилась далее, а в 2014 году рост таких расходов в Германии едва ли не превысил соответствующий показатель по Ирландии. В течение всего периода рост расходов на заработную плату во Франции был самым идеальным. Как до финансового кризиса, так и после него, правительство Франции максимально придерживалось предписаний Европейского центрального банка. С точки зрения производительности, Ирландия, несмотря на кризис, продолжила свое развитие наиболее позитивно. Ни в одной другой стране-члене ЕС не наблюдался такой стремительный рост. В период с 2006 по 2007 год Греция еще показывала сравнимый рост, однако с началом финансового кризиса ситуация резко изменилась. После 2010 года темпы роста этих стран упали даже ниже уровня Португалии и почти ниже уровня Франции, причем следует отметить, что стремительный рост производительности Португалии занял второе место после Ирландии. Длительное время после финансового кризиса Испания и Германия также демонстрировали непрерывный рост.¹⁶

Причины кризиса

Еще до введения евро структурные рамочные условия валютного союза были подвергнуты критике.¹⁷ Комбинация общей денежно-кредитной политики и децентрализованной бюджетной политики представляла собой особую проблему.¹⁸ Как отмечалось ранее, ответственность за денежно-кредитную политику на европейском уровне несет Европейский центральный банк (ЕЦБ). Ответственность за бюджетную и фискальную политику на национальном уровне несут отдельные страны. Это связано с тем, что на момент создания ЭВС отдельные страны не были готовы полностью отказаться от своих национальных обязанностей. Однако для гармоничного функционирования валютного союза, необходима централизация

¹⁶ Ср. Baldwin/ Giavazzi (2015), с. 12.

¹⁷ Ср. Wyplosz (1999).

¹⁸ Ср. Dombret (2011), с. 5 .

фискальной политики, поскольку в противном случае повышается стимул к накоплению задолженностей.¹⁹

С введением евро этот стимул и без того повысился в результате сближения процентных ставок. Государства, которые ранее могли привлекать деньги только за высокие одно- или даже двузначные процентные ставки, столкнулись с отчетливо более низкими затратами на оплату процентов по кредиту. Это сильно способствовало увеличению задолженности.²⁰ Этот стимул уже давно находился в центре политических и экономических дискуссий. Для борьбы с ним был составлен Пакт стабильности и роста ЕС. Неблагоприятное развитие событий в рамках национальной бюджетной политики необходимо было распознавать и не допускать или корректировать на раннем этапе. Вопрос о том, соблюдают ли страны установленные предписания, регулярно рассматривался в ходе сложной процедуры.²¹ В случае обнаружения нарушений, теоретически могли быть наложены различные санкции. Однако, несмотря на многочисленные нарушения, механизм санкций использовался не часто. В годы, предшествующие финансовому кризису, было выявлено 34 нарушения в области годового дефицита бюджета.²² В частности Германия и Франция неоднократно нарушали лимит дефицита. В результате Пакт стабильности и роста часто подвергался критике как негибкий и трудный в реализации. Кроме того, его положения поддерживают проциклическую политику, которая не учитывает индивидуальные структурные рамочные условия национальной экономики.²³ Поэтому эксперты еще раньше полагали, что фискальная политика, как и денежно-кредитная политика, должна быть централизована. Кроме того, не удалось взять под контроль рост частного долга. Как и критерии вступления в валютный союз (критерии конвергенции), сфера применимости Пакта стабильности и роста ограничивается исключительно государственным сектором.²⁴

¹⁹ Ср. Landmann (2012), с. 2 .

²⁰ Ср. Sachverständigenrat (2011), с. 76.

²¹ Ср. Dombret (2011), с. 6

²² Ср. Baldwin/ Giavazzi (2015), с. 52.

²³ Ср. Panico (2010), с. 5 .

²⁴ Ср. Beck/ Peydró (2015), с. 64.

Однако до финансового кризиса финансовые учреждения, в частности, имели задолженность в частном секторе. Поскольку к этому моменту в частном, а точнее банковском секторе не было никакого средства контроля, подобному Пакту стабильности и роста, такое развитие событий долго оставалось незамеченным.²⁵ В 1999 и 2007 годах наблюдается непомерный прирост частного долга. За тот же период государственный долг увеличился незначительно. Помимо Пакта стабильности и роста, в структуре валютного союза имеется еще один важный элемент — отказ от ответственности.²⁶ Введение оговорки об отказе от предоставления экстренной финансовой помощи было направлено на то, чтобы страны-члены поддерживали бюджетную дисциплину под собственную ответственность. Однако эта оговорка с самого начала была сомнительной, так как она противоречила основополагающим ценностям Европейского Союза, в частности, идее солидарности.²⁷ Она также могла быть причиной того, почему незадолго до кризиса не взимались соответствующие надбавки за риск. Вследствие того, что финансовый рынок рассчитывал на оказание экстренной финансовой помощи странам с чрезмерной задолженностью, затраты на оплату процентов по кредиту во всех странах оставались на очень низком уровне, несмотря на то, что у них было различное финансовое положение.²⁸

В дополнение к уже упомянутым недостаткам институциональная структура валютного союза имела еще две серьезных недостатка. Первый — это отсутствие кредитора последней инстанции, а второй — отсутствие возможности у страны еврозоны девальвировать валюту.²⁹ В прошлом оба инструмента представляли собой общепринятую реакцию на экономические кризисы. Из-за принадлежности к еврозоне национальным центральным банкам больше не разрешалось привлекать денежные средства и предоставлять их в долг правительству. ЕЦБ также было запрещено проводить эту процедуру.³⁰ В противном случае без кредитов последней инстанции кредитоспособные банки и государства могут рухнуть по причине недостаточной платежеспособности или подобных обстоятельств.

²⁵ Ср. Baldwin/ Giavazzi (2015), с. 53.

²⁶ Ср. Dombret (2011), с. 8 .

²⁷ Ср. Holtemöller et al. (2013), с. 20.

²⁸ Ср. Holtemöller et al. (2013), с. 20.

²⁹ Ср. Baldwin et al. (2015), с. 2.

³⁰ Ср. Baldwin et al. (2015), с. 2.

Экономисты сходятся во мнении, что риск неплатежеспособности государства или валютной зоны без кредитора последней инстанции намного выше, чем при наличии последней инстанции по рефинансированию.³¹ Ведь принимая во внимание коэффициент задолженности и новый долг, бюджет Испании лишь незначительно отличается от многих других стран, таких как, например, Великобритания. Однако Соединенное Королевство имеет решающее преимущество наличия кредитора последней инстанции. При наличии такой активной инстанции по рефинансированию теоретически дело никогда не должно дойти до неплатежеспособности. В случае истечения срока действия облигаций государственного займа, сумма погашения может быть предоставлена непосредственно Банком Англии.³²

Можно резюмировать, что само членство в валютном союзе, в силу специфики рамочных условий, может являться основным минусом для государства еврозоны.

В результате конкретных институциональных рамочных условий в литературе часто упоминается о развитии макроэкономических диспропорций между отдельными странами-членами. Например, как упоминалось выше, низкие затраты на оплату процентов по кредиту усиливали стимул к накоплению задолженностей. Ведущую роль в этом сыграли государственная и частная, а также внешняя задолженность.³³ Кроме того, с введением евро дефицит баланса текущих статей в некоторых странах, а вместе с ним и приток капитала из-за границы значительно увеличились.³⁴ Такое развитие событий больше всего затронуло Грецию, Ирландию, Португалию и Испанию (страны GIPS).³⁵ В течение многих лет в странах GIPS наблюдался непрерывный рост дефицита баланса текущих статей. Однако, за исключением Греции и Португалии, задолженность формировалась не в государственном, а в частном секторе.³⁶ Проблема заключалась в том, что кредиты не использовались для инвестиций, из дохода которых можно было бы в

³¹ Ср. Holtemöller et al. (2013), с. 17

³² Ср. Sachverständigenrat (2011), с. 79.

³³ Ср. Baldwin et al. (2015), с. 3.

³⁴ Ср. Holtemöller (2013), с. 18.

³⁵ Ср. Baldwin et al. (2015), с. 4.

³⁶ Ср. Landmann (2012), с. 10 .

будущем выплачивать проценты и погашать кредит.³⁷ В то время как в Португалии и Греции в первую очередь финансировалось потребление, в Испании и Ирландии вливание капитала осуществлялось в сектор недвижимости. В отдельных случаях инвестиции в строительство в обеих странах достигли 18 % и 22 % валового внутреннего продукта.³⁸

Для сравнения, в Германии эта величина стабильно была на уровне около 10 %.³⁹ В Испании, в частности, инвестиции вкладывались в строительный сектор, из-за чего вложения в экспорт были незначительными.⁴⁰ Таким образом, низкие реальные процентные ставки и приток капитала послужили мощным стимулом для внутреннего спроса. В период с 1997 по 2007 год в некоторых странах он повысился на 50–90 %, что значительно превысило потенциал роста собственных производственных мощностей.⁴¹ В это время также увеличилось пассивное сальдо баланса текущих статей, поскольку для удовлетворения растущего спроса было необходимо увеличение импорта.⁴² Такое развитие событий также способствовало росту расходов и цен в странах GIPS, которые в то время переживали подъем.⁴³ Положение дел в Германии вновь отличалось от общих тенденций. Там внутренний сектор лишь вяло развивался до 2005 года.⁴⁴ В любом случае, роль Германии в кризисе противоречива. Многие эксперты считают, что ФРГ существенно повлияла на ужесточение конкурентного дисбаланса в еврозоне.⁴⁵

Говорят, что в период с 1999 по 2008 год правительство Германии реализовывало политику по сдерживанию роста заработной платы. Благодаря такому подходу расходы на заработную плату в течение нескольких лет не увеличивались или даже сократились. Вопрос о том, насколько это ограничивало ценовую конкурентоспособность отдельных стран, является спорным. Преднамеренная меркантилистская стратегия должна была привести к тому, чтобы другие страны-члены ЕС потеряли свою

³⁷ Ср. Neubäumer (2011), с. 828.

³⁸ Ср. Neubäumer (2011), с. 828.

³⁹ Ср. Neubäumer (2011), с. 828.

⁴⁰ Ср. Holtemöller (2013), с. 19.

⁴¹ Ср. Landmann (2012), с. 6.

⁴² Ср. Heinemann/ Jopp (2012), с. 4.

⁴³ Ср. Heinemann/ Jopp (2012), с. 4.

⁴⁴ Ср. Landmann (2012), с. 6 .

⁴⁵ Ср. Bofinger (2016).

долю на мировых рынках.⁴⁶ Номинальный рост заработной платы в Германии в период с 1999 по 2007 год был неожиданно низким по сравнению с другими странами. Однако при более внимательном рассмотрении тезис меркантилизма не подтверждается, так как в институциональных условиях Германии ни правительство, ни стороны коллективных договоров не смогли бы разработать такую стратегию, не говоря уже о ее реализации.⁴⁷ Кроме того, многие немецкие предприятия работают на рынке с очень сложными высокотехнологичными продуктами. Эти рынки особенно отличаются сравнительно низкой общей конкуренцией и низкой ценовой конкуренцией.⁴⁸ Таким образом можно отметить, что на уязвимость некоторых стран европейского пространства повлияли не только огромные макроэкономические дисбалансы, но и преувеличения на финансовых рынках, в частности на рынках недвижимости, а также институциональные недостатки в архитектуре валютного союза.

Несмотря на многочисленные отклонения от нормального развития в докризисный период, их наличие было недостаточным для наступления европейского долгового кризиса.⁴⁹ Положение некоторых стран еврозоны ухудшилось только с началом мирового экономического и финансового кризиса. До 2008 года экономическое развитие в валютном союзе проходило по различным сценариям. Однако, за некоторыми исключениями, темпы роста всегда были положительными. В результате экономического спада, который последовал за финансовым кризисом, экономический рост во всех странах-членах еврозоны стагнировался или упал. Страны, которые раньше демонстрировали стремительный рост, сейчас отмечают наибольшее падение. Чрезмерный рост кредитования в частном секторе в период с 1999 по 2007 год всегда создавал впечатление позитивной динамики роста, скрывая при этом уязвимость экономики.⁵⁰ Это развитие особенно повлияло на Испанию, Португалию и Ирландию, где задолженность частных домохозяйств и предприятий сильно возросла еще до финансового кризиса. За тот же период государственный долг практически не увеличился. После финансового кризиса наметилась обратная тенденция. В то время как частная

⁴⁶ Ср. Bofinger (2016).

⁴⁷ Ср. Landmann (2012), с. 8.

⁴⁸ Ср. Landmann (2012), с. 8.

⁴⁹ Ср. Holtemöller (2013), с. 21.

⁵⁰ Ср. Illing (2014), с. 23 .

задолженность во многих странах стагнировалась или замедлялась, задолженность в государственном секторе до 2014 года местами росла большими темпами. Следующим последствием финансового кризиса стало изменение восприятия риска на рынках. С введением евро финансовое положение мало где учитывалось, что отразилось на снижении уровня процентной ставки в отдельных странах. Только с наступлением финансового кризиса кредитный риск вновь стал привлекать к себе внимание.⁵¹ Это привело к повышению надбавок за риск и растущим оттокам капитала. В результате такого развития событий особенно пострадали страны, которые сильно зависят от внешнего финансирования. Сокращение инвестиций привело к снижению государственных доходов, которые ранее пополнялись из этого источника благодаря избытку на рынке.⁵² С другой стороны, рост государственных расходов был вызван многочисленными стабилизационными мерами.⁵³

Экономический спад привел к устойчивому снижению спроса, который, как уже упоминалось, должен был быть заменен увеличением государственного спроса.⁵⁴ Эти меры могли бы сработать, если бы в октябре 2009 года не стало известно о том, что Греция на протяжении многих лет превышала лимиты задолженности и дефицита.⁵⁵ С раскрытием нерациональной бюджетной политики Греции, инвесторы, наконец, засомневались в способности некоторых стран еврозоны выдержать бремя государственной задолженности. Это привело к существенным курсовым потерям по облигациям государственного займа, что создало особые проблемы для финансовых учреждений. Поскольку банки имели особенно крупные доли облигаций государственного займа в стране нахождения, падение цен оказывало прямое воздействие на кредитные учреждения.⁵⁶ Кроме того, в связи со снижением цен на недвижимость возникали угрозы, касающиеся отмены ипотечных кредитов.⁵⁷ Особенно сильно пострадали страны, в которых лопнул пузырь рынка недвижимости.⁵⁸

⁵¹ Ср. Bernoth (2010), с. 16 .

⁵² Ср. Holtemöller et al. (2013), с. 22.

⁵³ Ср. Illing (2014), с. 23.

⁵⁴ Ср. Illing (2014), с. 16 .

⁵⁵ Ср. Lane (2012), с. 56.

⁵⁶ Ср. Horn et al. (2012), с. 6 .

⁵⁷ Ср. Holtemöller et al. (2013), с. 22.

⁵⁸ Ср. Neubäumer (2011), с. 829.

Сочетание этих факторов создало огромную угрозу платежеспособности банков. Чтобы не допустить краха финансовой системы, государства должны были рекапитализировать банки, что в свою очередь угрожало платежеспособности государств.⁵⁹ Это повлекло за собой образование нисходящей спирали, по которой платежеспособность банков из-за наличия внутригосударственных займов на балансах банков все дальше скатывалась вниз.⁶⁰

В целом можно отметить, что европейский долговой кризис возник не по причине чрезмерной задолженности стран-членов ЕС. Экспоненциальный рост государственных долгов произошел только в ходе финансового кризиса. Следует также отметить, что задолженность частного сектора резко возросла до 2007 года и снова снизилась после 2008 года. Действительно, многие экономисты полагают, что сегодняшний европейский долговой кризис связан исключительно с финансовым кризисом.⁶¹ Пол Де Грауве также утверждает, что чрезмерная задолженность стран не была обусловлена расточительными действиями правительств. Значительный рост государственного долга начался исключительно по причине стабилизационной политики и поддержки финансовых учреждений, которые оказались под угрозой существования.⁶² Единственным исключением является Греция и частично Португалия, где уровень задолженности был проблематичным еще до 2007 года. Изначально высокий уровень задолженности в этих странах дополнительно ограничивал пространство для маневра для проведения в них антициклической экономической политики.⁶³

⁵⁹ Ср. Horn (2012), с. 6 .

⁶⁰ Ср. Holtemöller et al. (2013), с. 22.

⁶¹ Ср. Neubäumer (2011), с. 827.

⁶² Ср. Grauwe (2010), с. 3.

⁶³ Ср. Illing (2014), с. 23.