

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ ЕС

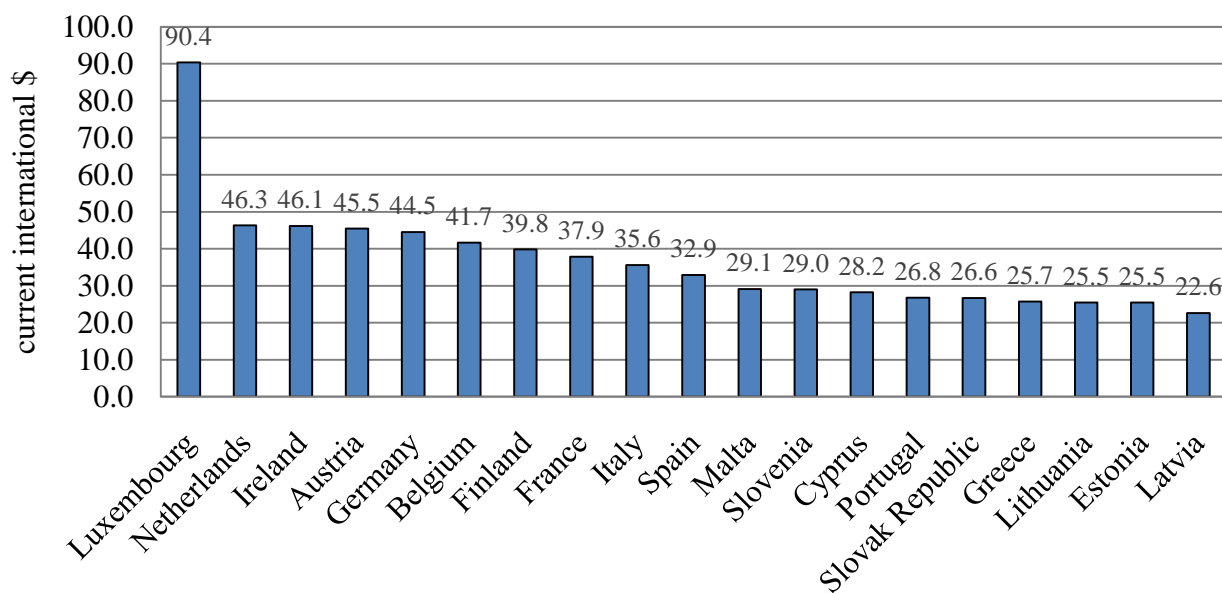
Европейский Союз (ЕС) (European Union, EU) – это второе по величине интегрированное экономическое пространство в мире после США, включающее ряд стран, прежде всего континентальной Европы, с общей численностью населения (EU-28) более 500 млн чел. Создание ЕС, юридически закреплённое Маастрихтским договором 1992 г., – это уникальный процесс в мировой истории, который изменил карту Европы как буквально, так и фигурально, а "...the institutions spawned by this process are both familiar and unusual at the same time. They combine elements recognizable from the politics that take place within states with others that reflect more the politics between states. What is true in form is also true in function. European institutions share competence with their national counterparts in some areas and claim exclusive competence in others. Moreover, virtually every aspect of public policy falls somewhere within their remit"¹ [28, с. xxvii].

¹ "... институты, порождённые этим процессом, и знакомы, и необычны одновременно. Они сочетают в себе одни элементы, узнаваемые из политики, которая имеет место внутри государств, с другими, которые больше отражают межгосударственные отношения. То, что верно по форме, также верно и в действии. Европейские учреждения разделяют компетенцию со своими национальными коллегами в одних областях и требуют исключительной компетенции в других. Кроме того, фактически каждый аспект государственной политики находится где-то в пределах сферы их компетенции".

С ЕС были связаны большие надежды многих европейских народов в совместном решении проблем обеспечения прав и свобод человека, успешного развития экономической, финансовой, социальной и культурной сфер. И действительно уровень, например, материальной обеспеченности граждан в рамках этого союза очень высокий, хотя и существенно разнится по отдельным странам, поскольку доходы европейского севера в целом традиционно выше, чем юга (рис. 1).

В последнее время, однако, события в ЕС развиваются так, что появилось немало оснований для евроскепсиса, в том числе в сфере монетарной политики. Как отмечал Нобелевский лауреат П. Кругман в 2011 г., который оказался для ЕС одним из самых трудных за всю её более чем полувековую историю: "Europe's situation is really, really scary: with countries that account for a third of the euro area's economy now under speculative attack, the single currency's very existence is being threatened – and a euro collapse could inflict vast damage on the world"² [47].

² "Ситуация в Европе действительно очень угрожающая: со странами, на которые приходится треть экономики еврозоны, подверженными в настоящее время спекулятивной атаке, само существование единой валюты находится под угрозой – а крах евро может нанести огромный ущерб всему миру".



Составлено по источнику [89].

Рис. 1. ВВП на душу населения с учётом ППС в странах еврозоны (2013 г.)

Начиная с 1 января 1999 г. ответственность за проведение единой денежно-кредитной политики на большей части территории ЕС возложена на Европейский центральный банк (ЕЦБ). Передача полномочий от одиннадцати национальных центральных банков (после присоединения Греции с 1 января 2001 г. их стало двенадцать) наднациональной структуре стало важной вехой в длительном и сложном процессе интеграции европейских стран.

До перехода на евро (€) все страны-кандидаты должны были выполнить ряд предварительных условий по конвергенции национальных экономик, направленных на создание экономических и правовых основ для их успешного участия в деятельности валютного союза. При этом основной целью денежно-кредитной политики Европейского центрального банка было объявлено поддержание ценовой стабильности: ЕЦБ стремится к достижению инфляции меньшей 2% (но близкой к этой отметке) в среднесрочной перспективе [22].

Недавний долговой кризис (кризис суверенных долгов) в странах Еврозоны оказал серьёзное влияние как на европейскую, так и на мировую экономику в целом. Он продемонстрировал немало противоречий – объективных и субъективных – в системе регулирования экономического и валютного союза Европы (Economic and Monetary Union, EMU³). Сначала кризис проявился в 2009-2010 гг. (в связи с угрозой дефолта Греции, которая вошла в Еврозону ещё в

³ EMU – это важный шаг в интеграции экономик стран ЕС. Он включает координацию экономической и фискальной политики, общую денежно-кредитную политику, а также единую валюту (€). Решение о создании этого союза было принято на заседании Европейского Совета в голландском городе Маастрихте в декабре 1991 г., а позже закреплено в Договоре о ЕС (Маастрихтском договоре). С практической точки зрения EMU означает: координацию экономической политики между государствами-членами; координацию финансовой политики посредством установления лимитов по государственным долгам и дефицитам бюджетов; независимую денежно-кредитную политику Европейского центрального банка (ЕЦБ); единую валюту и еврозону [13].

2001 г. с государственным долгом на уровне 130% ВВП), а затем снова обострился в середине 2011 г.

Указанные негативные тенденции в экономике ЕС стали, с одной стороны, следствием, а, с другой стороны, продолжением мирового финансового кризиса, начатого в 2007 г. в США. Поэтому часто долговой кризис в Еврозоне определяют как "вторую волну" предыдущего. В 2010 г. благодаря проведению активной антикризисной политики большинство экономик ЕС вышло на положительную траекторию развития. Так, если в 2009 г. по данным Евростата темпы роста ВВП 27 стран-членов ЕС сократились до -4,3%, то по итогам 2010 г. – выросли на 2,0% (в еврозоне рост составил 1,9%) [43, с. 79].

В период с весны 2010 г. и до весны 2011 г. в ЕС в целом не наблюдалось серьезных экономических потрясений. Большинство макроэкономических показателей свидетельствовали об определенном оживлении деловой активности не только в крупных и наиболее развитых странах союза, но и во многих относительно слабых государствах. Катализатором таких позитивных изменений стало активное использование инструментов монетарного регулирования. Масштабная поддержка ликвидностью и кредитами, введение новых механизмов финансирования, в комплексе с принятием бюджетных мер в пострадавших от кризиса странах, позволили постепенно отойти от финансового шока и смягчить его негативные последствия.

На фоне относительно динамичного роста, который наблюдался в то время в Германии и Словакии (и несмотря на продолжающийся спад ВВП в Ирландии, Греции и Румынии), многие европейские политики и экономисты были настроены достаточно оптимистично и не ожидали нового обострения экономических проблем в Еврозоне.

Когда летом 2011 г. оно всё-таки случилось, руководство ЕС вынуждено было переключить внимание в экономической политике с текущих вопросов на острые проблемы роста бюджетного дефицита и государственного долга, прежде всего в странах южной части еврозоны – Греции, Италии, Испании, Португалии и даже одного из европейских лидеров – Франции. Для этого, по подсчётам аналитиков Standard & Poor's (S&P), европейским корпорациям нужно было в 2012 г. рефинансировать долгов примерно на \$1 трлн, до 2015 г. – почти на \$4 трлн, а правительствам Португалии, Ирландии, Греции и Испании – погасить до 2015 г. суверенные долги на \$439 млрд, Италии – на \$779 млрд [66].

Благодаря целенаправленным коллективным действиям европейских стран, в том числе в сфере монетарной политики, негативные проявления этих проблем в очередной раз удалось смягчить. Однако нынешние вялые темпы экономического восстановления в ЕС, устойчивые дефляционные ожидания и высокий уровень суверенных долгов, на фоне быстрого подъёма мирового Юга и возобновления экономического роста в США, некоторые специалисты связывают с вероятным дальнейшим развитием событий в неблагоприятном направлении вплоть до возможного развала зоны евро и даже самого ЕС – если только очередной раунд мер экономического и монетарного стимулирования развития не будет успешным. Эти тенденции могут иметь серьезные последствия для мирового хозяйства в целом и для многих национальных экономик в частности, в том числе для ориентированной на европейскую интеграцию Украины. Указанные обстоятельства определяют целесообразность их дальнейшего углублённого анализа.

Современные исследования проблем монетарного механизма экономиче-

ского развития Еврозоны представлены в работах многих зарубежных и отечественных учёных. Концептуальные направления денежно-кредитной политики Еврозоны исследуют М. Draghi [10; 11], Р. Krugman [47], проблемы развития экономики Еврозоны, вызванные долговым кризисом, анализируются в работах F. Vongiovanni [5], S. Kennedy [46], D. Martinez [50], эффективность отдельных инструментов денежно-кредитной политики Еврозоны – В. Barkbu [1], S. Black [3], М. Maatouk [49] и др. Значительное внимание этой проблематике также уделяют специалисты СНГ [74; 76; 79; 80; 84; 87].

Целью настоящей статьи является дальнейшее углубление анализа современных особенностей монетарного механизма Еврозоны и ожидаемых эффектов его функционирования с учётом новых экономических, институциональных и геополитических обстоятельств развития, обусловленных в том числе мировым финансовым кризисом 2007-2008 гг., долговым кризисом, а также определение возможностей адаптации европейского опыта для решения тех новых задач, которые стоят перед экономикой Украины в целом и её промышленностью в частности на современном этапе развития.

Современные особенности монетарного механизма стран Еврозоны

Экономический и институциональный контекст действия монетарного механизма стран еврозоны

Создание ЕС, объединившего более ½ млрд жителей континента, знаменует принципиально важный этап в историческом процессе сплочения народов Европы. Как отмечал С. Хантингтон: "Европейский Союз – это первооснова существования традиций Запада в Европе" [86, с. 247], поэтому ЕС преимущественно заканчивается там, где заканчивается западное христианство и начинаются ислам

и православие [86, с. 244]. В этом смысле этот союз представляет собой современную форму западной цивилизации, которая имела преобладающее влияние на все другие цивилизации, существовавшие в мире, начиная с 1500 г., и знаменовала собой процессы модернизации и индустриализации, охватившие всю планету [86, с. 496]. Именно в Европе в своё время сложились основные элементы современного капитализма и "... нигде, кроме Европы, эти элементы капитализма не создавали такого мощного сочетания, которое подтолкнуло европейские государства к территориальному завоеванию мира и созданию всемирного и понастоящему глобального капиталистического мира-экономики" [68, с. 50].

Экономические институты, которые лежат в фундаменте успехов Запада, обычно связывают с коренящимися в западном христианстве хозяйственными нормами, поощряющими стремление к богатству, трудовое усердие и рациональную организацию работы. Согласно М. Веберу [69, с. 54]: "Техническое применение научного знания, которое стало решающим фактором в преобразовании жизненного уклада народных масс, возникло благодаря тому, что определённые начинания получали на Западе экономическое поощрение". В свою очередь это стало возможным в связи с особым социальным устройством западного общества, в частности его рациональной структурой права и управления.

В начале 90-х годов в вопросе расширения ЕС предпочтение явно отдавалось тем государствам, которые в культурном плане принадлежали к Западу и были относительно более развиты в экономическом плане [86, с. 247]. С тех пор, однако, ситуация существенно изменилась и теперь ареал ЕС уже распространяется далеко за пределы Западного мира, сложившегося в ходе "старой исто-

рии". И, кроме того, время обнажило естественные противоречия "мозаичного" способа формирования единой Европы. Как скептически отмечает влиятельный американский *The Wall Street Journal* [61]: "There was ... the convenient fiction that if you just added up the GDP of the European Union's expanding list of member states, you had an economy whose size exceeded that of the United States. Didn't this make "Europe" an economic superpower? There was the convenient fiction that Europe didn't need robust military capabilities when it could exert global influence through diplomacy and soft power. There was the convenient fiction that Europeans shared identical values and could thus be subject to uniform regulations governing crime and punishment. There was the convenient fiction that Continentals weren't lagging in productivity but were simply making an enlightened choice of leisure over labor"⁴.

В настоящее время бóльшая часть стран-членов ЕС входят в еврозону (Euro Area, EA) – валютный союз, объединяющий 19 стран Европейского Союза (Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Кипр, Латвия, Литва⁵, Люксембург, Мальта, Нидерлан-

⁴ "Это была ... удобная фикция, что если вы просто просуммировали ВВП из расширяющего списка стран-членов Европейского Союза, то получили экономику, превосходящую по размерам экономику Соединённых Штатов. Разве это не сделало "Европу" экономической супердержавой? Это была удобная фикция, что Европе не нужен крепкий военный потенциал, если она может оказывать глобальное влияние через дипломатию и мягкую силу. Это была удобная фикция, что европейцы разделяют идентичные ценности и могут таким образом быть субъектом унифицированных правил, регулирующих преступления и наказания. Это была удобная фикция, что жители континента не отстают в производительности, а просто делают просвещённый выбор в пользу досуга вместо труда".

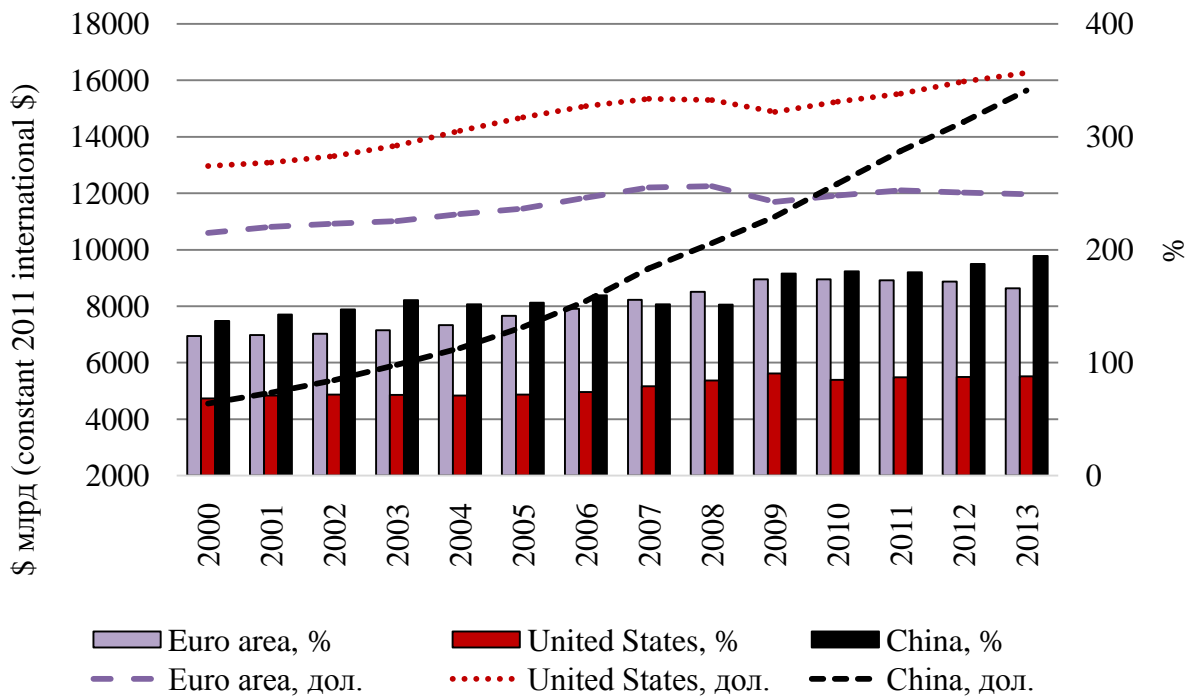
⁵ Литва вошла в состав еврозоны с 1 января 2015 г.

ды, Португалия, Словакия, Словения, Финляндия, Франция и Эстония) с более чем 330 млн жителей. ВВП зоны евро приближается к \$12 трлн, на её долю приходится более 13% мировой торговли товарами и услугами [52] и она имеет высокий коэффициент монетизации экономики (более 150% ВВП) (рис. 2).

С появлением евро в мире фактически сложилась ещё одна валютная зона, которая распространила своё влияние на многие страны за пределами ЕС. За эффективность денежно-кредитной политики в ней отвечает Европейский центрбанк, управляемый президентом и советом глав национальных центральных банков. Основной задачей ЕЦБ является удержание под контролем инфляции. Влияние на политику в отношении зоны евро и её валюты имеет также Еврогруппа, которая состоит из министров финансов соответствующих стран.

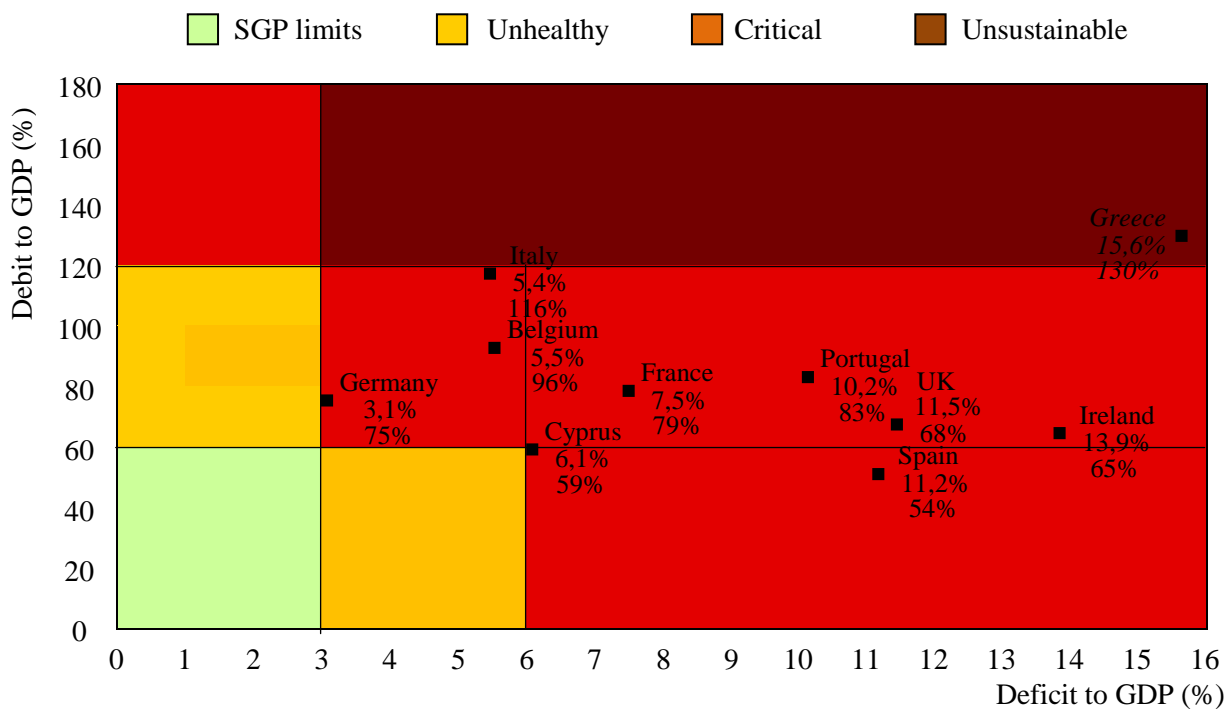
Ключевым событием, которое задало траекторию развития экономики еврозоны в течение последних лет, стал кризис суверенных долгов ряда стран, экономические показатели которых критически нарушали критерии Пакта стабильности и роста (Stability and Growth Pact, SGP⁶) (рис. 3).

⁶ Пакт стабильности и роста – это соглашение между 28 государствами-членами ЕС об обеспечении и поддержании стабильности экономического и валютного союза (EMU), основанное на статьях 121 и 126 Договора о создании ЕС (с поправками, принятыми в 1993 г. в Маастрихте). Пакт, подписанный в Амстердаме в 1997 г., предусматривает финансовый мониторинг членов Европейской комиссии и Совета министров, а также составление ежегодных рекомендаций по обеспечению выполнения требований SGP на среднесрочную перспективу. Критерии, которые обязались соблюдать члены ЕС (Маастрихтские критерии), таковы: годовой дефицит бюджета не более 3% ВВП; государственный долг менее 60% ВВП или приближается к этому уровню [17].



Составлено по источнику [89].

Рис. 2. ВВП (с учётом ППС) и коэффициент монетизации экономики (M2 в% к ВВП) некоторых ведущих стран мира



Составлено по источнику [90].

Рис. 3. Дефициты бюджета и государственные долги некоторых европейских стран в 2009 г. с позиций соблюдения требований Пакта стабильности и роста

Долговой кризис в зоне евро начался в 2009 г. с роста государственной задолженности Португалии, Испании, Италии, Греции (PIIGS) и Исландии. Результатом введения единой европейской валюты в этих странах стало резкое снижение стоимости заимствований, подогревшее неоправданно оптимистичные ожидания возрастания среднедушевых доходов до уровня показателей наиболее развитых держав европейского Севера. Всё это, в свою очередь, спровоцировало рост внутреннего спроса, повышение цен на неторгуемые товары и опережающий рост зарплат трудящихся по сравнению с производительностью труда, что в конечном счёте обусловило падение конкурентоспособности национальных экономик и разбухание государственных расходов [70, с. 5].

Хотя очевидно, что глубинные корни кризиса следует всё же искать в фундаментальной неравномерности и фрагментарности европейской интеграции, в том, что страны еврозоны сильно различаются по качеству институтов и уровню экономического развития: если, например, в 2011 г. в среднем по 17 странам этой зоны показатель ВВП с учётом ППС составил 108% от среднего по ЕС-27, то в Люксембурге он достигал 274%, Германии – 120%, зато, например, в Португалии – только 77%, а Словакии – 73% [36]. Кроме того, важно принимать во внимание, что еврозона не является идеальным пространством с точки зрения мобильности рабочей силы в связи с наличием серьёзных языковых и культурных барьеров [74, с. 81].

В таких особых условиях введение евро и единых правил его регулирования уменьшило возможности синхронизации бизнес-циклов отдельных стран-членов [71, с. 9]. Поскольку ЕМУ предусматривает централизованное управление процентными ставками и обменным курсом валюты, постольку национальные прави-

тельства оказались лишёнными важных инструментов антициклического регулирования, а единая монетарная политика не в полной мере отвечает специфическим потребностям отдельных государств. Например, когда в 2011 г. ЕЦБ повысил процентную ставку из-за опасений роста инфляции в Германии, это противоречило интересам Португалии, Греции и Италии, находившимся тогда в состоянии рецессии [74, с. 80]. Всё это свидетельствует о том, что "... отсутствие механизма управления межстрановыми структурными различиями (что возможно, например, в стране, основанной на принципе федерализма) является, без сомнения, слабостью зоны евро" [83, с. 8].

Таким образом, кризис ещё раз подчеркнул важность таких институциональных факторов, как *path dependence*, а также тесной взаимосвязи и взаимозависимости национальных экономик ЕС, особенно в зоне евро, когда реформы или их отсутствие в одной стране влияют на эффективность функционирования всех остальных. В свою очередь, это во многом объясняет те проблемы, с которыми столкнулись страны еврозоны в процессе восстановления национальных экономик после долгового кризиса.

Ещё задолго до его начала страны-члены начали нарушать Маастрихтские критерии SGP, особенно по нормам дефицита бюджета (не более 3% ВВП). Не удивительно, что во время обострения кризиса ситуация также не улучшилась: например, в 2012 г., когда ВВП зоны евро сократился на 0,8%, только семь стран ЕМУ отвечали этому критерию – Германия, Люксембург, Финляндия, Австрия, Мальта, Италия и Бельгия [10].

В I кв. 2013 г. уровень государственного долга еврозоны составил 92,2% ВВП по сравнению с 90,6% в конце IV кв. 2012 г. [10]. В целом по странам ЕС этот показатель возрос с 85,2 до 85,9%.

Самые высокие его значения, что вполне объяснимо, наблюдались в странах ПИГС – Греции (160,5%), Италии (130,3%), Португалии (127,2%), Ирландии (125,1%), а самые низкие – в Эстонии (10,0%) и Люксембурге (22,4%). Для сравнения: в 2008 г. совокупный государственный долг стран еврозоны составил 66,2% ВВП, а в 2010 г. – 80%. Наибольший же прирост уровня государственного долга в 2013 г. наблюдался именно в тех странах, которые активно пытались его сократить: Греции (24,1%), Ирландии (18,3%), Испании (15,2%), Португалии (14,9%) [74, с. 81]. Указанные негативные тенденции продолжились в 2014 г. – государственный долг в зоне евро поднялся на 1,2 п. п., с 92,7% ВВП в последнем кв. 2013 г. до 93,9% в первые три месяца 2014 г. В I кв. 2014 г. уровень задолженности в Еврозоне впервые превысил порог € 9 трлн (\$12,2 трлн) [9].

Неустойчивую и не самую лучшую динамику продемонстрировал также реальный ВВП стран еврозоны. Со II кв. 2011 г. он снижался шесть кварталов подряд. Выйти на позитивную динамику удалось только во II кв. 2013 г., в первую очередь, благодаря положительным показателям двух крупнейших экономик региона – Германии (0,7%) и Франции (0,5%) [74, с. 81]. Тем не менее в целом ВВП еврозоны по итогам 2013 г. сократился на 0,4%. И только в 2014 г. здесь обозначился вялый рост на уровне 0,9% (в том числе в Германии 1,6% и во Франции 0,4% [16]). Последние данные свидетельствуют о наметившихся определённых позитивных переменах в европейской экономике, хотя вероятность нового спада также исключать нельзя [73].

Проблемы с ростом реального ВВП идут в увязке с чрезмерно низкой инфляцией, которая уже долгое время держится на уровне намного ниже целевого. В зоне евро в годовом исчислении инфляция составила -0,2% в декабре 2014 г. по срав-

нению с 0,3% в ноябре 2014 г. Это был самый низкий уровень из числа зарегистрированных с сентября 2009 г. В декабре 2013 г. инфляция была несколько лучше – 0,8%. В ЕС в целом в годовом исчислении инфляция составила -0,1% в декабре 2014 г. по сравнению с 0,3% в ноябре. Годом ранее этот показатель достигал уровня 1,0% [14]. Такая ситуация вызывает закономерное беспокойство у властей ЕС, которые опасаются, что продолжение периода затяжной дефляции может заставить потребителей сдерживать расходы в ожидании дальнейшего падения цен, со всеми вытекающими отсюда негативными последствиями.

Несколько лучше обстоят дела в сфере занятости. В еврозоне сезонно выровненный уровень безработицы составил 11,4% в декабре 2014 г. по сравнению с 11,5% в ноябре 2014 г. и с 11,8% в декабре 2013 г. Это самый низкий показатель с августа 2012 г., хотя он всё ещё намного выше уровня докризисного периода (менее 7,5% в I кв. 2008 г.). В ЕС в целом уровень безработицы составил 9,9% в декабре 2014 г. по сравнению с 10,0% в ноябре 2014 г. и с 10,6% в декабре 2013 г. По оценкам Eurostat в декабре 2014 г. безработными были 24,1 млн чел. в ЕС, из которых 18,1 млн чел. – в зоне евро. Относительно декабря 2013 г. уровень безработицы снизился на 1,7 млн чел. в ЕС и на 0,7 млн чел. в зоне евро [15].

В комплексе все эти данные свидетельствуют о том, что наблюдаемые в последнее время положительные тенденции в экономике ЕС нельзя рассматривать как окончательное и полное решение проблем рецессии. Восстановление экономики остаётся вялым (по итогам 2014 г. рост ВВП составил 1,42% в ЕС и 0,83% в зоне евро [60]), в том числе из-за проблем с высоким уровнем безработицы, которую не удаётся сократить до значений докризисного периода, проблем

с дефляцией, ростом суверенных долгов и вялым восстановлением кредитования реального сектора экономики. Банковская система еврозоны продолжает испытывать проблемы, капитализация многих банков остаётся недостаточной и для их финансового оздоровления требуются дальнейшие интеграционные меры. Вместе с тем институциональные особенности стран-членов еврозоны препятствуют решительным шагам в направлении продвижения Банковского союза, призванного усилить пруденциальные требования к банкам, улучшить защиту вкладчиков и правила управления банкротствами [18]. Например, на саммите ЕС в мае 2013 г. было решено, что ЕЦБ получает контроль над 200 крупнейшими банками еврозоны, в то время как начальным предложением Европейской комиссии было уполномочить ЕЦБ контролировать все банки этой зоны [59].

Многие экономисты связывают надежды на выход из долгового кризиса с улучшениями в экономике Германии, которая является ведущей среди стран еврозоны и продемонстрировала относительно высокий рост в 2014 г. (1,6% по сравнению с 2013 г. [8], что даже больше, чем предсказывали эксперты). Однако, во-первых, в целом долгосрочное влияние ФРГ на экономический рост в других государствах Европы не следует переоценивать. Тем более, что по оценкам специалистов Германия сама быстро реагирует на экономические шоки и таким образом передаёт негативные импульсы другим странам еврозоны [52]. И, во-вторых, нынешнее её стратегическое положение также не является блестящим. Например, ещё недавно, в октябре 2014 г., индекс деловой активности Ifo – один из важнейших индикаторов экономики ФРГ, основанный на ежемесячных опросах около 7000 фирм в промышленности, строительстве, оптовой и розничной торговле, – снизился шестой раз

подряд и оказался на самом низком уровне с декабря 2012 г. [7]. Ожидаемые в 2015 г. темпы роста экономики ФРГ (2,1% ВВП) [75], хотя и считаются относительно хорошими для еврозоны, но всё ещё существенно отстают от прогнозируемого среднемирового уровня (3,5%).

Поэтому драйверами позитивных перемен для стран Еврозоны скорее могут стать США и динамично растущие страны Азиатско-Тихоокеанского региона, которые являются важными торговыми партнёрами и потребителями европейской продукции. Но для этого следует приложить больше усилий по углублению трансграничной интеграции в глобальные цепочки создания стоимости. Как отмечают специалисты Institut der deutschen Wirtschaft (Köln): "The economic framework provided by the EU (and Member States) should enable more and more companies to become sufficiently attractive to join forces with the frontrunners"⁷ [42, с. 135].

Еврозона оказывает сильное влияние на экономики развивающихся стран Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы (Central, Eastern and South-eastern Europe, CESEE) – Чехии, Венгрии, Польши, Словакии, Словении, Эстонии, Латвии, Литвы, Албании, Боснии и Герцеговины, Болгарии, Хорватии, Македонии, Черногории, Румынии, Сербии, Беларуси, Молдовы, России, Украины, Турции. За последние 20 лет торговые связи между странами ЕС и CESEE укрепились. Экспорт стран Западной Европы в страны CESEE увеличился с 1% ВВП в 1995 г. до 3,25% в 2010 г. и сейчас превышает экспорт в страны Азии и западного полушария Земли [64, с. 26]. В свою очередь для стран CESEE Западная Ев-

⁷ "Экономические условия, предоставляемые ЕС (и государствами-членами), должны позволять все большему и большему числу компаний становиться достаточно привлекательными, чтобы объединить свои силы с лидерами".

ропа – крупнейший экспортный рынок, более важный, чем рынки самих стран CESEE. Финансовые секторы в обоих регионах также стали более интегрированными. Иностранные банки из Западной Европы контролируют в среднем более 60% активов банковской системы региона CESEE. Доля иностранного капитала в банках CESEE варьирует от 35% в России, Турции, Словении и Беларуси до более 80% в Боснии, Чехии, Хорватии, Эстонии, Румынии и Словакии [64, с. 27].

Согласно расчётам МВФ 1% изменения темпов экономического роста в Западной Европе вызывает примерно 1% их изменения в странах CESEE [67]. Поэтому с IV кв. 2013 г. вслед за тенденциями к восстановлению экономик в Западной Европе начался процесс оздоровления и в регионе CESEE. Впрочем, в ближайшие годы прогресс в этом направлении может быть незначительным. По оценкам специалистов Всемирного банка темпы экономического роста в странах Европы и Центральной Азии с эмерджентным типом экономики останутся низкими, в том числе в связи с кризисом в Украине и незавершённостью долгосрочных реформ. Ожидается, что рост ВВП региона по итогам 2015 г. составит только 2,1% [67].

С позиций Украины это свидетельствует о том, что, во-первых, экономическая ситуация в стране могла быть намного лучше, чем та, которая фактически наблюдается. И, во-вторых, что дальнейшее развитие событий в национальной экономике во многом зависит от того, насколько эффективным будет очередной раунд политики монетарного стимулирования в странах еврозоны.

Европейский долговой кризис и монетарное стимулирование экономик стран еврозоны в 2007-2014 гг.

Начиная с 2007 г., когда ипотечный кризис в США начала перерастать в гло-

бальный финансовый, можно выделить три основных периода, в рамках которых происходила адаптация денежно-кредитной политики ЕЦБ к меняющейся ситуации в экономике и финансовом секторе (табл. 1).

Сначала для борьбы с европейским долговым кризисом в ЕС был создан временный механизм в виде Европейского фонда финансовой стабильности (European Financial Stability Facility, EFSF [25]). Решение о его организации было принято 27 странами-членами ЕС 9 мая 2010 г., а уже в январе 2011 г. EFSF эмитировал пятилетних облигаций на сумму €5 млрд. Это позволило ему привлечь €44,5, что стало рекордной суммой для рынка государственных облигаций в Европе [39].

В конце 2011 г. была достигнута договорённость о замене EFSF постоянным фондом – Европейским механизмом стабильности (European Stability Mechanism, ESM), который является важным компонентом комплексной стратегии ЕС по обеспечению финансового благополучия в еврозоне [29]. ESM начал свою деятельность 8 октября 2012 г. Как и его предшественник, он предоставляет помощь государствам, которые испытывают трудности с финансированием расходов.

31 января 2011 г. Саммит ЕС одобрил "Договор о стабильности, координации и управлении в экономическом и валютном союзе" ("Treaty on Stability, Coordination and Governance In the Economic and Monetary Union" [35]), ключевым принципом которого стало ужесточение требований к сбалансированности бюджетов стран-участниц. В частности, был ограничен структурный дефицит бюджетов уровнем 0,5% ВВП по рыночным ценам вместо прежних 3% (п. "b" ст. 3), а отношение государственного долга к ВВП, согласно требованиям договора, должно приближаться к 60% ВВП.

Мероприятия антикризисной политики в Еврозоне в 2007-2010 гг.

Этап	Характеристика	Мероприятия
Адаптация операционного механизма денежно-кредитной политики ЕЦБ в кризисной ситуации (2007-2008 гг.)	Системный финансовый кризис, высокая инфляция, обусловленная ростом цен на энергоносители, низкая деловая активность	Стабилизация денежного рынка путём предоставления дополнительной ликвидности банковскому сектору. Изменение подхода к распределению ликвидности с помощью основных операций рефинансирования (MRO). Проведение дополнительных долгосрочных операций по рефинансированию со сроком погашения три и шесть месяцев
Переход к нестандартным методам регулирования (2008-2009 гг.)	Резкое снижение экономических прогнозов, обвальное падение рынков, лавинообразный поток списаний активов с балансов банков, острейший кризис доверия в банковском секторе	Политика "дешёвых денег", направленная на стимулирование кредитования, агрессивное снижение процентных ставок, реализация нестандартных программ, продолжение политики стимулирования деловой активности. Предоставление банковскому сектору неограниченного объёма ликвидности. Расширение списка активов, принимаемых в качестве обеспечения
Поиск стратегий выхода из программ стимулирования (2009-2010 гг.)	Рост безработицы, сокращение объёмов кредитования, сохранение дефляционных рисков, рост фондовых и товарных рынков	Предоставление дополнительных объёмов ликвидности с целью стабилизации краткосрочных ставок межбанковского рынка и их сближения с официальной ставкой

Составлено по источнику [79].

Со стороны ЕЦБ антикризисная стратегия предусматривала реализацию комплекса мер интервенционистского характера. В частности, в 2011 г. ЕЦБ возобновил действие программы "Securities Markets Programme" (SMP), запущенную ещё в 2010 г. в ответ на массовый сброс инвесторами греческих государственных бумаг. Она была предназначена для проведения интервенций на рынках гособлигаций и снижения тем самым доходности по европейским государственным бумагам [80].

В 2012 г. Европейское банковское управление (European Banking Authority,

ЕВА) – независимый орган ЕС, призванный обеспечивать эффективное и последовательное пруденциальное регулирование и надзор в рамках всего европейского банковского сектора [12] – разработало план рекапитализации банков и избавления их от "плохих" кредитов и других проблемных активов. Европейским банкам в рамках этого плана предполагалось выделить €106,5 млрд. По данным ЕВА банкам Греции требовалось €30 млрд, Испании – 26,2, Италии – 14,8 млрд. В конце января 2012 г. 31 европейский банк представил план пополнения капитала на сумму €115 млрд, среди ко-

торых Commerzbank (второй по активам в Германии) и Monte dei Paschi di Siena (третий в Италии). Источники рекапитализации – продажа активов, в том числе пакетов в других финансовых организациях, займы у инвесторов или налогоплательщиков [80].

В сентябре 2012 г. ЕЦБ запустил программу прямых монетарных операций (Outright Monetary Transactions, ОМТ), которая предусматривала потенциально неограниченную покупку облигаций стран Евросоюза, сильнее всего пострадавших от мирового финансового кризиса. По оценке М. Драги – председателя ЕЦБ с ноября 2011 г., – эта программа сыграла ключевую роль в стабилизации финансовых рынков, на фоне которой выиграли практически все экономические агенты, включая корпорации, банки и сектор недвижимости [81].

После утверждения этой программы, направленной на снятие "необоснованных ожиданий распада еврозоны", заметно снизились доходности долгосрочных гособлигаций Испании, Италии, Ирландии и Португалии, многие банки вновь получили доступ к полноценному фондированию, прекратился отток депозитов. Кроме того, программа ОМТ позволила уменьшить степень фрагментации европейских финансовых рынков, характеризующуюся сильным разбросом размеров процентных ставок по ссудам, предлагаемым правительствам и частным компаниям [53].

На фоне слабости экономики еврозоны, низкой инфляции (значительно ниже целевого уровня) и депрессивного состояния кредитных процессов ЕЦБ весной 2013 г. принял такие основные решения в сфере монетарного регулирования [21; 54]:

снижение ставки рефинансирования (refinancing rate, RR) с 0,75 до 0,5%;

снижение ставки по кредитам ЕЦБ (marginal lending facility, MLF) с 1,5 до 1,0%;

сохранение депозитной ставки ЕЦБ (deposit rate, DR) неизменной на уровне 0,0%;

сохранение сверхмягкой политики до июля 2014 г.;

продолжение неограниченных по объёму операций MRO (main refinancing operations) и 3-месячных LTRO (long term refinancing operation) до конца IV кв. 2014 г.;

начало переговоров с европейскими институтами по вопросам функционирования рынка активов, доходы от которых обеспечиваются платежами по кредитам нефинансовых организаций (asset-backed securities, ABS).

Впоследствии центробанк ещё неоднократно снижал ключевые процентные ставки. В частности, ставка рефинансирования начиная с 11 июня 2014 г. была понижена до 0,15%. В том же месяце ЕЦБ объявил о дополнительных мерах смягчения денежно-кредитной политики ради борьбы с угрозами дефляции и торможения экономики – запуске новых программ целевого долгосрочного кредитования банков (targeted longer-term refinancing operations, TLTROs [6]) под фиксированную ставку 0,15% на сумму на €400 млрд за 4 года и о покупке "простых и прозрачных" ценных бумаг, обеспеченных активами (ABS) [57].

В сентябре 2014 г. ставка рефинансирования была понижена в очередной раз – теперь уже до 0,05%.

Несколько позже, в октябре 2014 г., ЕЦБ принял решение оставить неизменной основную процентную ставку в размере 0,05%. В ходе состоявшейся пресс-конференции М. Драги заявил о том, что Совет управляющих принял решение по ключевым параметрам программ количе-

ственного смягчения, которые будут продолжаться в течение примерно двух лет и могут оказать сильное влияние на баланс ЕЦБ [80].

Новые меры центробанка нацелены на поддержку отдельных сегментов рынка, играющих ключевую роль в финансировании экономики, улучшение функционирования монетарного механизма, упрощение доступа к кредитным ресурсам для большей части экономики, смягчение денежно-кредитной политики и повышение эффективности управления ключевыми процентными ставками. Кроме сферы денежно-кредитного регулирования применение этих мер также призвано способствовать улучшению долгосрочных инфляционных ожиданий, имеющих важное значение для поддержания целевых темпов инфляции (ниже 2,0%, но близко к этому уровню).

Когда в декабре 2014 г. инфляция в еврозоне стала отрицательной, ЕЦБ принял решение об использовании монетарного инструмента, который ранее помог снять многие финансовые проблемы в США, а именно начать выкупать долги европейских стран на вторичном рынке (у банков). М. Драги 22 января 2015 г. объявил, что Центробанк запускает программу количественного смягчения, предусматривающую выкуп государственных ценных бумаг на €60 млрд ежемесячно. Программа будет действовать до сентября 2016 г., а общий объем ликвидности, который поступит в европейскую экономику, составит €1,1 трлн [82].

Действия ЕЦБ по поддержке финансовых рынков, предпринятые в последние годы, уже приносят свои плоды для реальной экономики, хотя восстановление всё ещё остаётся слабым и неустойчивым [41], а среди его главных рисков остаются высокая безработица и дефляция, которые мешают внутреннему

потреблению стать надёжным драйвером хозяйственного восстановления.

Оглядываясь назад, можно прийти к выводу, что в последние годы ЕЦБ действовал в целом довольно успешно, активно реагируя на кризис. Очевидно, что в случае необходимости он будет и в дальнейшем предпринимать шаги, направленные на поддержание стабильности ЕМУ. Тем не менее очевидно, что программы монетарного стимулирования ЕЦБ имеют свои пределы и не могут служить универсальными инструментами решения всех проблем, связанных с долговым кризисом в зоне евро. В частности, ЕЦБ не может непосредственно предоставлять капитал предприятиям или влиять на решения банков по оценке кредитоспособности индивидуальных заёмщиков. Монетарная политика ЕЦБ не в состоянии также самостоятельно "нарисовать" реальный экономический рост в условиях, когда конкурентоспособность предприятий снижается и экономика стагнирует [53].

Определяя перспективы дальнейших действий ЕЦБ по преодолению кризисных явлений в зоне евро, М. Драги отметил важность комплексного подхода и координации монетарной и фискальной политик: "Monetary policy is focused on maintaining price stability over the medium term and its accommodative stance contributes to supporting economic activity. However, in order to strengthen investment activity, job creation and potential growth, other policy areas need to contribute decisively. In particular, the legislation and implementation of structural reforms clearly need to gain momentum in several countries. This applies to product and labour markets as well as to actions to improve the business environment for firms. As regards fiscal policies, euro area countries should not unravel the progress already made and



should proceed in line with the rules of the Stability and Growth Pact. ... The Pact should remain the anchor for confidence in sustainable public finances, and the existing flexibility within the rules should allow governments to address the budgetary costs of major structural reforms, to support demand and to achieve a more growth-friendly composition of fiscal policies. A full and consistent implementation of the euro area's existing fiscal and macroeconomic surveillance framework is key to bringing down high public debt ratios, to raising potential growth and to increasing the euro area's resilience to shocks" ⁸ [11].

Очевидно, что именно такой комплексный подход имеет большие шансы для достижения поставленных целей.

⁸ "Денежно-кредитная политика ориентирована на поддержку ценовой стабильности в среднесрочной перспективе, а её стимулирующая направленность способствует сохранению деловой активности. Однако, для усиления инвестиционной деятельности, процессов создания рабочих мест и потенциала роста решающий вклад должны внести другие сферы экономической политики. В частности, в ряде стран явно нужно набирать темпы в части законодательного обеспечения и реализации программ структурных реформ. Это касается рынков товаров и труда, а также мероприятий по улучшению бизнес-среды для предприятий. Что же касается фискальной политики, странам зоны евро не следует отступать от уже достигнутого прогресса и они должны действовать в соответствии с правилами Пакта о стабильности и росте. ... Пакт должен оставаться якорем, который даёт уверенность в устойчивости государственных финансов, а имеющаяся гибкость в рамках правил должна давать возможность правительствам направлять бюджетные расходы на главные структурные реформы, чтобы поддержать спрос и обеспечить более благоприятную для роста структуру бюджетной политики. Полная и последовательная реализация действующей в Еврозоне системы финансового и макроэкономического надзора является ключом к снижению высокого уровня государственного долга, наращивание потенциала роста и повышения устойчивости зоны евро к шокам".

Эффективность действия монетарного механизма стран еврозоны

а) Динамика процентных ставок

В течение рассматриваемого периода (2007-2014 гг.) ключевые процентные ставки ЕЦБ демонстрировали устойчивые тенденции к снижению (табл. 2), что в свою очередь отразилось на ставках по депозитам и доступности кредитов – как потребительских, так и деловых (рис. 4).

Такая ситуация свидетельствует о последовательных действиях монетарных властей ЕМУ по содействию (в пределах возможного) конкурентоспособности европейских товаропроизводителей и скорейшему восстановлению экономики после кризиса методами процентной политики. Основными мотивами таких действий стали укрепление евро и дефляционные риски, поскольку рост потребительских цен в еврозоне много месяцев подряд оставался ниже целевых 2%.

В этой связи следует отметить, что в зоне евро банковское финансирование (bank-based financing) имеет большее значение, чем рыночное финансирование (market-based financing), которое традиционно преобладает, например в США. Неудивительно, что это сказывается на процентной политике ЕЦБ. Дело в том, что количественное смягчение (quantitative easing, QE), использованное ФРС США, в определённых аспектах отличается от кредитного смягчения (credit easing, CE), в большей степени практикуемого ЕЦБ.

В частности, "... quantitative easing has traditionally focused on buying longer-term government bonds from banks. The idea is twofold: first, sovereign yields serve as a benchmark for pricing riskier privately issued securities. When long-term government bonds are purchased, the yields on privately issued securities are expected to decline in parallel with those on government bonds. Second, if long-term interest rates were to fall, this would stimulate longer-term

Ключевые годовые процентные ставки ЕЦБ, % [20]

Год	Начало действия	Депозитная ставка **	Главные операции по рефинансированию *		Предельная кредитная ставка ***
			Тендеры с фиксированной ставкой	Тендеры с плавающей ставкой	
			фиксированная ставка	минимальная ставка предложения	
2014	10 Sep.	-0,20	0,05	–	0,30
	11 Jun.	-0,10	0,15	–	0,40
2013	13 Nov.	0,00	0,25	–	0,75
	8 May	0,00	0,50	–	1,00
2012	11 Jul.	0,00	0,75	–	1,50
2011	14 Dec.	0,25	1,00	–	1,75
	9 Nov.	0,50	1,25	–	2,00
	13 Jul.	0,75	1,50	–	2,25
2009	13 Apr.	0,50	1,25	–	2,00
	13 May	0,25	1,00	–	1,75
	8 Apr.	0,25	1,25	–	2,25
	11 May	0,50	1,50	–	2,50
2008	21 Jan.	1,00	2,00	–	3,00
	10 Dec.	2,00	2,50	–	3,00
	12 Nov.	2,75	3,25	–	3,75
	15 Oct.	3,25	3,75	–	4,25
	9 Oct.	3,25	–	–	4,25
2007	8 Oct.	2,75	–	–	4,75
	9 Jul.	3,25	–	4,25	5,25
	13 Jun.	3,00	–	4,00	5,00

* Основная ставка рефинансирования (Main Refinancing Rate, MRR) – это предельная ставка кредитования, которая является эквивалентом ставки по федеральным фондам США. По этой ставке банки с депозитами в ЕЦБ должны торговать ими друг с другом, и как таковая она определяет стоимость самых дешёвых денег в Еврозоне [40].

** Депозитная ставка ЕЦБ (Deposit Rate, DR) – это ставка, которая выплачивается ЕЦБ по депозитам овернайт, размещённым банками еврозоны. Обычно эта опция не является предпочтительной из-за очень низкого процента (в настоящее время на 25 б. п. ниже основной ставки рефинансирования) [40].

*** Предельная кредитная ставка ЕЦБ (Marginal Lending Rate, MRL) – это эквивалент дисконтного окна ФРС США. Данный инструмент действует как крайнее средство для финансовых учреждений, которые не в состоянии получить финансирование на внутреннем рынке. Запрашивая дополнительные фонды от ЕЦБ, учреждения соглашаются выплатить более высокую процентную ставку, чем на межбанковском рынке, но зато решают свои проблемы с ликвидностью. Предельный уровень MRL обычно поддерживается на 100 б. п. выше главной ставки рефинансирования ЕЦБ, хотя ЕЦБ может изменить MRL в ответ на колебания рынка по своему усмотрению. В настоящее время дополнительные издержки по займу от ЕЦБ, вместо межбанковского рынка, составляют 25 б. п. [40].



Составлено по источнику [90].

Рис. 4. Годовые процентные ставки монетарных финансовых институтов по кредитам, номинированным в евро

investments and hence aggregate demand, thereby supporting price stability⁹ [58, с. 4].

Что касается кредитного смягчения, то это "... a policy that directly addresses liquidity shortages and spreads in certain (wholesale) market segments through the

⁹ "... количественное смягчение традиционно сфокусировано на покупках долгосрочных государственных облигаций у банков. Идея имеет два аспекта: во-первых, доходности суверенных облигаций служат в качестве ориентира при ценообразовании на частным образом эмитированные рискованные ценные бумаги. Когда приобретаются долгосрочные государственные облигации, ожидается снижение доходов по эмитированным частниками ценным бумагам параллельно с доходностью государственных облигаций. Во-вторых, если долгосрочные процентные ставки снижаются, это стимулирует долгосрочные инвестиции и, следовательно, совокупный спрос, подерживая таким образом ценовую стабильность".

purchase of commercial paper, corporate bonds and asset-backed securities. The effectiveness of measures which are aimed at wholesale financial markets depends on their importance in the financing of households and firms, which varies considerably from country to country. (It is notably lower in the euro area than in the US, for example)"¹⁰ [58, с. 7].

¹⁰ .. политика, которая непосредственно обращена на дефициты ликвидности и распространяется на определённые (оптовые) сегменты рынка через покупки коммерческих бумаг, корпоративных облигаций и ценных бумаг, обеспеченных активами. Эффективность мер, нацеленных на оптовые финансовые рынки, зависит от их значения для финансирования домашних хозяйств и предприятий, которое значительно варьирует от страны к стране. (В еврозоне оно заметно меньше, чем, например, в США)".

Очевидно, что и количественное, и кредитное смягчение означают расширение баланса центрального банка и денежную экспансию. Но при этом, исходя из институциональной специфики, например, ФРС и Банк Англии предпочитают политику количественного смягчения. А в зоне евро, где велика роль банковского кредитования, ЕЦБ обычно делает акцент на операциях рефинансирования. Масштабы его нестандартных программ выкупа облигаций были существенно меньше по объёму, чем аналогичные программы ФРС и Банка Англии, но могли быть реализованы при любом уровне процентных ставок [71, с. 194]. Хотя, как уже отмечалось, в январе 2015 г. ЕЦБ также запустил программу количественного смягчения.

Депозитная ставка, под которую ЕЦБ привлекает избыточную ликвидность (избыточные резервы) коммерческих банков в конце каждого рабочего дня, в июле 2012 г. была снижена до 0,0% (см. табл. 2.). В обычных условиях ставка рефинансирования (MRR) выступает индикатором для ставки овернайт, под которую банки занимают деньги на межбанковском рынке (MRL), а минимальную планку для ставки овернайт определяет уровень депозитной ставки. Но в посткризисной ситуации на банковском рынке зоны евро, где под тяжестью объёма избыточных резервов, которые составляли на своём пике в марте 2012 г. почти €800 млрд, ставки овернайт приблизились к депозитной ставке [88]. Таким образом, снижение ставки рефинансирования почти не оказывало влияния на ставку овернайт. Поэтому, в связи с необходимостью поддержания спроса через дальнейшее смягчение политики на денежном рынке еврозоны, встал вопрос о целесообразности снижении депозитной ставки до отрицательного значения.

Введение отрицательной депозитной ставки неоднократно обсуждалось на заседаниях ЕЦБ, но регулятор не сразу решился на её введение [87]. Причина – значительные риски, включая негативное влияние на прибыльность европейских банков. Кроме того, есть сомнения в том, что только благодаря отрицательной депозитной ставке банки начнут активнее кредитовать реальный сектор экономики. Хотя очевидно, что отрицательная ставка по сути представляет собой санкцию за отказ от инвестиций в реальный сектор экономики (поскольку в момент возврата денег со счетов банки получают меньше, чем положили на депозит). Поэтому в принципе она может способствовать хозяйственному оживлению.

В конечном счёте в июне 2014 г. председатель ЕЦБ М. Драги объявил, что в целях противодействия дефляционным ожиданиям ставки по депозитам уменьшаются от нуля до -0,10%. Тем самым ЕЦБ стал первым в мире из главных центральных банков, который начал использовать негативную ставку [3]. Позднее (в сентябре 2014 г.) ставка была понижена до -0,20%.

К концу 2014 г. в целом ситуация с уровнем процентных ставок и стоимостью кредитных ресурсов в зоне валютного союза заметно изменилась. Так, уровень доходности по облигациям, эмитированным EFSF, упал за два года более чем в 7 раз – с 2,4% летом 2012 г. до 0,27% по итогам августа 2014 г., ставка по заимствованиям на европейском рынке межбанковского кредитования опустилась с 0,33% в апреле 2014 г. до 0,2% в августе [53]. В ноябре 2014 г. индикатор стоимости займов по новым кредитам нефинансовым корпорациям уменьшился на 9 б. п. по сравнению с предыдущим месяцем до 2,49%. Это было седьмым уменьшением подряд с мая 2014 г. Стоимость займов по новым кредитам домаш-

ним хозяйствам для покупки недвижимости уменьшилась на 6 б. п., до 2,55%. Это было десятым уменьшением подряд с февраля 2014 г. Наконец, в том же самом месяце уменьшилась процентная ставка по депозитам корпораций и домашних хозяйств. Для процентов по депозитам домашних хозяйств это было десятым уменьшением подряд с февраля 2014 г. [23].

Все это в комплексе позволяет снижать издержки заимствований для стран-членов и корпоративных клиентов в еврозоне и в комплексе с мерами по стимулированию инвестиций в рискованные активы и ослаблением курса евро создаёт дополнительные стимулы для оживления европейской экономики.

б) Восстановление процессов кредитования

Предпринятые монетарными властями еврозоны шаги по преодолению последствий долгового кризиса и стимулированию хозяйственного развития не привели к существенному улучшению кредитного обеспечения нефинансовых корпораций и домохозяйств. Его не самое лучшее состояние, в свою очередь, негативно сказывается на экономике европейского региона в целом, особенно с учётом того обстоятельства, что 90% долгового финансирования в зоне евро приходится именно на банковские ссуды. Поэтому данная проблема находится в фокусе монетарной политики ЕЦБ, направленной на создание благоприятных условий для возобновления кредитования.

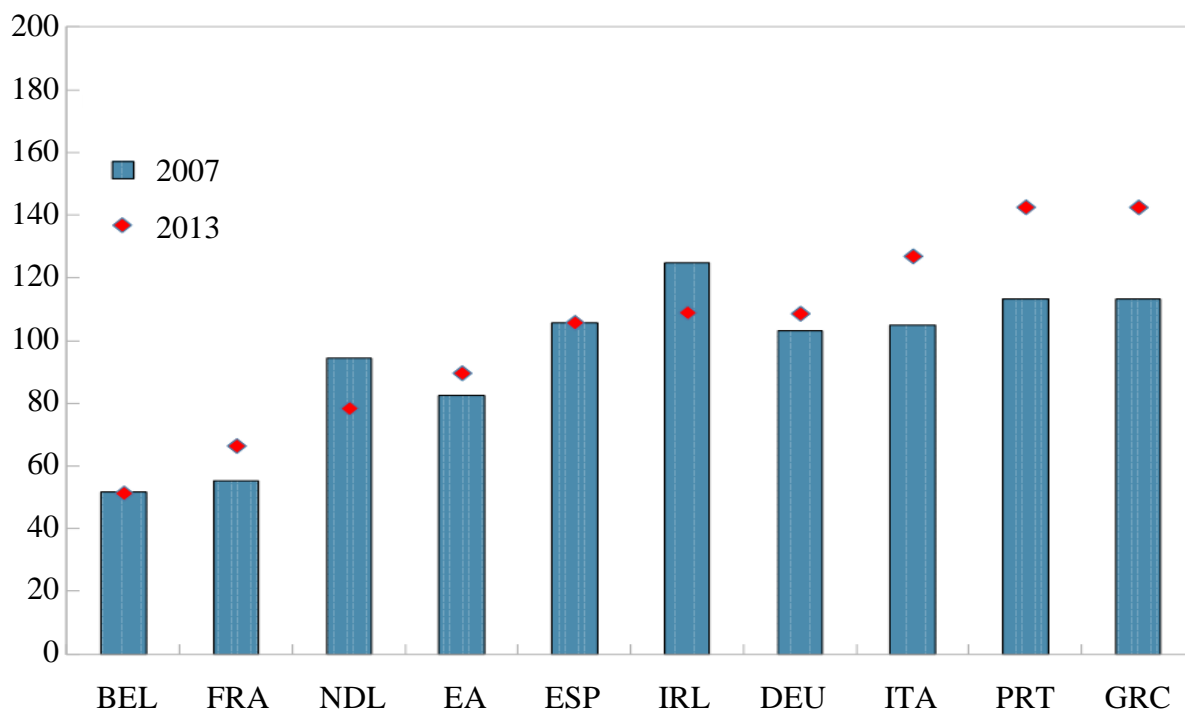
Как отмечают специалисты МВФ: "Corporate debt-to-equity ratios remain elevated in some stressed countries, and the deleveraging process is still at an early stage. As companies repair their balance sheets and reduce debt, this feeds back into the banking sector through low demand for credit and higher NPLs. As a result of both

corporate and banking sector deleveraging, the credit to the private sector continues to shrink" ¹¹ [44] (рис. 5-7).

Как следует из рисунков в течение 2012-2013 гг. имело место сокращение объёмов кредитования нефинансовых корпораций и сферы потребления. Банки еврозоны продолжали постепенно ужесточать кредитные стандарты и ожидали дальнейшего стабильного усиления их жёсткости [33]. При этом уровень просроченной задолженности в банковской системе еврозоны поднялся вместе с уровнем безработицы. А пока балансы банков (особенно периферийных стран) перегружены плохими кредитами, маловероятно, что они смогут начать активное кредитование реального сектора экономики [56].

Разумеется, инвестиции в еврозоне могут быть восстановлены и без увеличения объёмов кредитования, однако такие "бескредитные" ("creditless") способы выхода из рецессии связаны, как правило, с относительно низким уровнем инвестиций и медленными темпами роста ВВП. Анализ свидетельствует, что на практике только один из пяти случаев восстановлений после рецессии был "бескредитным". В свою очередь, затянувшееся слабое восстановление с низким уровнем инвестиций может иметь нежелательные долгосрочные последствия в виде снижения потенциального объёма производства, тормозящего ожидаемый экономический рост в будущем.

¹¹ "Корпоративные финансовые левериджи остаются повышенными в некоторых проблемных странах, и процесс сокращения доли заёмных средств все ещё находится на ранней стадии. Оздоровление балансов и снижение долгов компаний оказывает обратное влияние на банковский сектор через низкий спрос на кредиты и высокий удельный вес безвозвратных кредитов (Non-performing loans, NPLs). В результате снижения коэффициентов левериджа как корпоративного, так и банковского секторов, кредитование частного сектора продолжает сокращаться".



Составлено по источнику [44, с. 27].

Рис. 5. Финансовый леверидж (соотношение заемных и собственных средств) в нефинансовых корпорациях еврозоны (debt-to-equity ratio)



Составлено по источнику [90].

Рис. 6. Годовые темпы роста кредитов нефинансовым и финансовым корпорациям (кроме монетарных финансовых институтов, пенсионных и страховых фондов) в ЕС

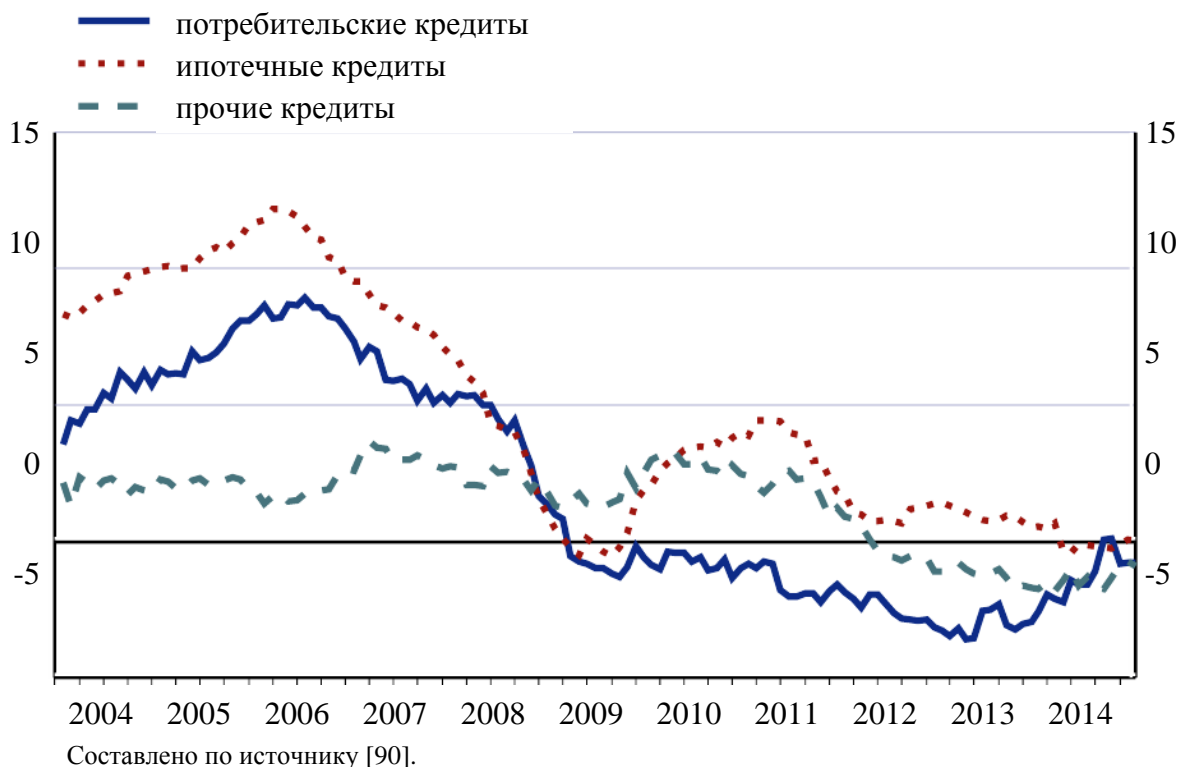


Рис. 7. Годовые темпы роста кредитов домохозяйствам в ЕС

В 2014 г. ситуация в анализируемой сфере деятельности несколько изменилась в лучшую сторону. Как отмечают специалисты ЕЦБ, во II кв. 2014 г., впервые с 2007 г., банки еврозоны отчитались о смягчении кредитных стандартов для предприятий. Этот процесс затронул также ипотечные и потребительские ссуды. В то же время отмечалось, что " ... it has to be kept in mind that the level of credit standards is still relatively tight" ¹² [32, с. 1].

Кредитные стандарты для всех категорий клиентов продолжали свой дрейф в сторону смягчения и в последующие отчётные периоды. Так, в IV кв. 2014 г. большинство банков еврозоны отчитались о смягчении стандартов по кредитам нефинансовым корпорациям и домашним хозяйствам, что соответствовало новым ожиданиям экономических субъектов [34, с. 1].

¹² " ... следует принимать во внимание, что уровень кредитоспособности все ещё относительно жёсткий".

Параллельно вырос нетто процент банков, сообщающих о повышении спроса клиентов на предоставляемые ими кредиты (определяется как разница между процентом банков, у которых спрос на кредиты растёт, и процентом банков, отчитывающихся о снижении спроса). В особенности это было характерным для кредитов нефинансовым корпорациям и потребительским, в то время как спрос на ипотечные кредиты стабилизировался на достигнутом уровне. При этом особо следует отметить, что впервые с середины 2011 г. существенно повысился спрос на кредитование инвестиций в основной капитал [34, с. 2].

Тем не менее в целом, в исторической перспективе, спрос на кредиты в зоне евро всё ещё остаётся слабым, особенно со стороны нефинансовых корпораций. И поскольку большинство компаний и домохозяйств сохраняют осторожность в политике расходов, особенно в услови-

ях дефляционных тенденций, и часто отказываются от использования заёмных средств, спрос не может сильно повыситься вдруг.

в) влияние на фондовый рынок
Динамика индексов EURO STOXX 50¹³

и STOXX Europe 600¹⁴ (рис. 8, 9) свидетельствует, что фондовые рынки Еврозоны постепенно восстанавливаются, хотя, как показано на рисунках, до предкризисных значений индексов ещё довольно далеко.



Составлено по источнику [62].

Рис. 8. Динамика индекса EURO STOXX 50

Наибольшая "просадка" этих рынков наблюдалась в 2009 г. и была связана в том числе с ростом процентных ставок по долгосрочным государственным облигациям Греции (рис. 10). Напряжение удалось уменьшить в связи с монетарными мерами по преодолению

долгового кризиса, в частности созданием EFCF в 2010 г., что способствовало росту курса акций в Европе [49], который с переменчивым успехом продолжается по настоящее время.

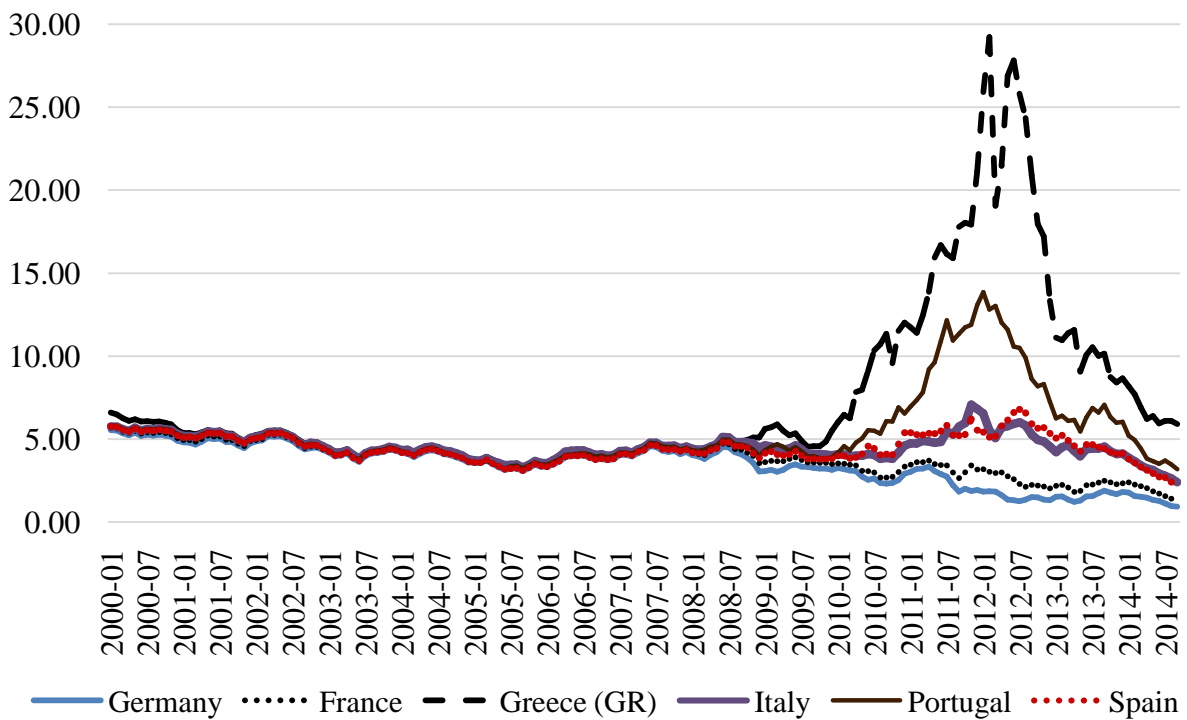
¹³ Euro Stoxx 50 представляет собой фондовый индекс акций еврозоны, разработанный STOXX Limited, принадлежащий Deutsche Börse Group и SIX Group. Он состоит из пятидесяти наиболее ликвидных акций компаний-лидеров из 12 стран Еврозоны: Австрии, Бельгии, Финляндии, Франции, Германии, Греции, Ирландии, Италии, Люксембурга, Нидерландов, Португалии и Испании [62].

¹⁴ Индекс STOXX Europe 600 является производным от STOXX Europe Total Market Index (ТМИ) и подмножеством индекса STOXX Global 1800. Индекс STOXX Europe 600 представляет компании большой, средней и малой капитализации из 18 стран Европейского региона: Австрии, Бельгии, Чешской Республики, Дании, Финляндии, Франции, Германии, Греции, Ирландии, Италии, Люксембурга, Нидерландов, Норвегии, Португалии, Испании, Швеции, Швейцарии и Соединённого Королевства [63].



Составлено по источнику [63].

Рис. 9. Динамика индекса STOXX Europe 600



Составлено по источнику [93].

Рис. 10. Динамика долгосрочных процентных ставок по государственным облигациям отдельных стран еврозоны (debt security issued, maturity – 10 years)

События кризисного периода свидетельствуют, что существуют веские основания для государственного регулирования секьюритизации рынков. Дело в том, что хорошо функционирующий фондовый рынок потенциально способен содействовать долгосрочной финансовой стабильности, но в отсутствие регуляторного вмешательства нет уверенности в том, что его возможности будут полностью задействованы. К тому же в периоды кризисов большой потенциал такого рынка в части нанесения ущерба финансовой стабильности слишком очевиден. Поэтому явно нежелательно, если финансовая система чрезмерно опирается на какой-то один источник (банки или биржи) или если рынок секьюритизации сформирован без соблюдения стандартов, способствующих его хорошему функционированию и, следовательно, большей стабильности [65, с. 6].

В настоящее время корпоративный сектор в Европе в значительной степени зависит от кредитов финансовых посредников, и только крупнейшие фирмы имеют возможность прямого доступа к рынкам капитала. Для преодоления негативных последствий такой финансовой фрагментации и поддержки трансграничных инвестиций важное значение может иметь государственная поддержка секьюритизации, направленная на обеспечение диверсификации источников финансирования не только для крупных, но и малых и средних предприятий (МСП).

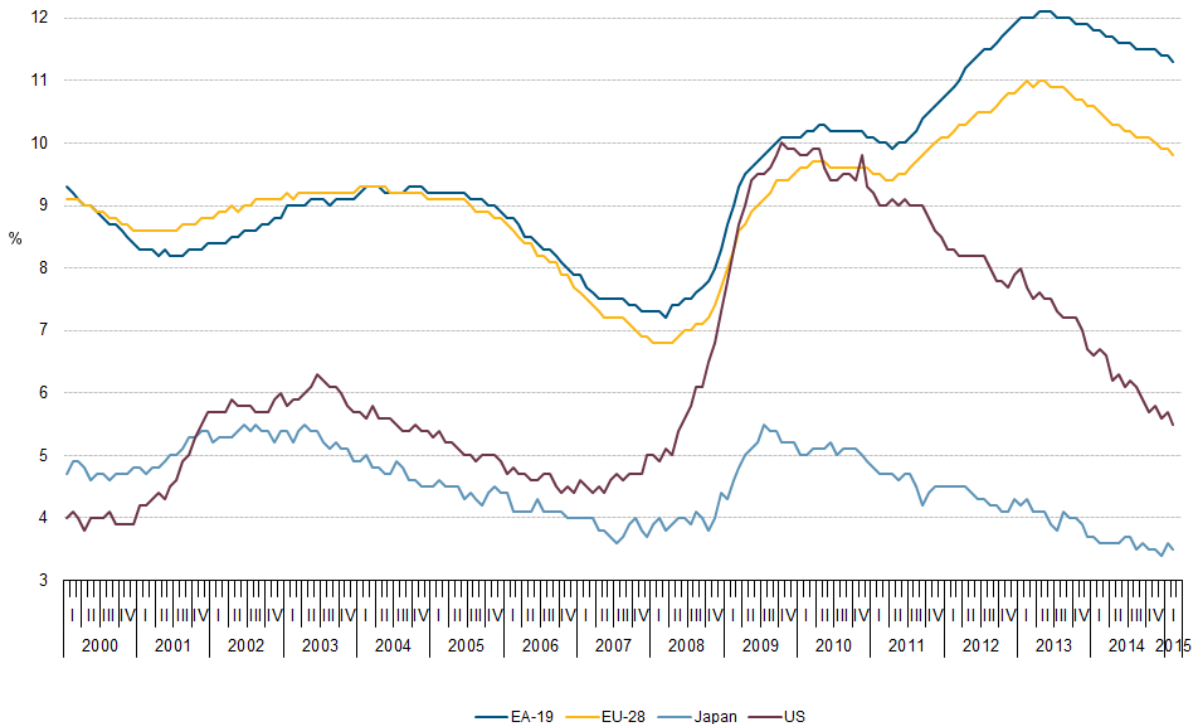
При этом, как отмечают специалисты МВФ, текущие инициативы ЕС, Европейского инвестиционного банка и Европейского инвестиционного фонда по улучшению секьюритизации МСП пока ещё слишком слабы и узко направлены, чтобы иметь широкое влияние. С целью успешного развития рынков секьюритизации для МСП следует принять комплекс мер по дифференциации режимов

регулирования для фондовых транзакций высокого и низкого качества, формированию партнёрской программы по переложению и уменьшению рисков, осуществлению структурных улучшений (в части законодательства о банкротстве, качестве и прозрачности залогового обеспечения и др.) [45, с. 17].

2) состояние рынка труда

Затяжной характер долгового и финансового кризисов в ЕС обусловил длительный рост безработицы в странах-членах (EA-19 и EU-28) с пиком в III кв. 2013 г. (рис. 11), которая, в отличие от таких развитых экономик, как США и Япония, ещё очень далека от своего докризисного уровня.

Такие негативные тенденции были связаны с общим длительным снижением платёжеспособного спроса населения, который ранее, в начале 2000-х годов, поддерживался во многом благодаря росту задолженностей домашних хозяйств, бизнес-структур и государства. Кризисные явления в монетарной сфере временно парализовали систему кредитования предприятий и домохозяйств и привели к резкому падению покупательной способности населения. Это, в свою очередь, негативно сказалось на экономике стран еврозоны, где потребительский бум начала 2000-х годов был в значительной степени инспирирован кредитной экспансией банков. Отсюда – падение деловой активности и самые высокие за последние 30 лет уровни безработицы. В отдельных странах Западной Европы, экономика которых хуже развита и потому в условиях глобализации менее конкурентоспособна, она приобрела массовый характер, например в Испании и Португалии, где значительный контингент рабочей силы составляют работники низкой квалификации.



Составлено по источнику [26].

Рис. 11. Уровень безработицы (с устранением сезонных колебаний) в странах ЕС (EA-19 и EU-28), США и Японии

Уровень безработицы в ЕС, как и уровень развития национальных экономик, существенно отличается. Так, в Италии количество безработных граждан в I п/г 2014 г. составило более 12%, во Франции – более 10%, в Германии – около 5% (≈4 млн чел.). Рекордсменом остаётся Греция – здесь стабильно не могут найти работу более 25% граждан.

При этом в Европе сложилась такая ситуация, когда одновременно с высокой безработицей в одних местах имеется большое количество вакансий в других местах (всего 4,5-5 млн рабочих мест). Например, в то время как в странах Южной Европы безработица среди молодёжи превышает 50%, в странах Северной Европы миллионы рабочих мест остаются незанятыми. Тысячи немецких работодателей ищут персонал, чтобы заполнить пустующие рабочие места, а тысячи тру-

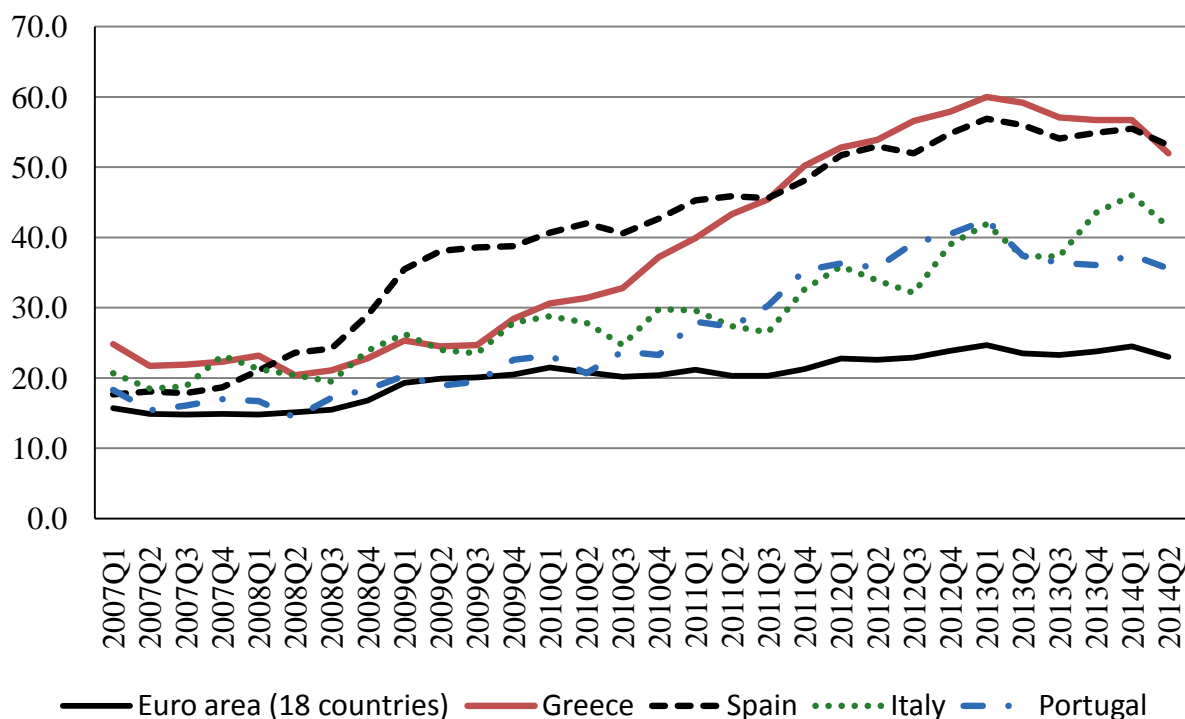
дящихся в Испании не могут найти себе работу [50]. Очевидная причина состоит в том, что рынок труда в ЕС остаётся фрагментированным и между государствами-членами существует значительная несбалансированность.

В последнее время (начиная с IV кв. 2013 г.), в том числе благодаря мерам монетарного стимулирования развития экономики, в сфере занятости наблюдались определённые положительные тенденции: если в III кв. 2013 г. общий уровень безработицы в EA-19 составлял 12,0%, то в I кв. 2014 г. – 11,7%, II кв. 2014 г. – 11,6%, III кв. 2014 г. – 11,5%. С целью дальнейшего её снижения в конце 2014 г. Европейский Парламент принял решение о выделении финансовой помощи (€35,5 млн) Греции, Италии, Польше и даже относительно благополучной Франции. В частности, речь идёт о более

чем 3,8 тыс. сотрудников, уволенных руководством французской авиакомпании Air France после обострения конкуренции со стороны авиаперевозчиков из стран Персидского залива и роста цен на топливо.

Тем не менее в целом нынешняя ситуация на рынке труда в странах Еврозоны продолжает оставаться напряжённой (по разным причинам и в разной степе-

ни). Средний уровень безработицы существенно превышает как значения 2010-2011 гг. (10-10,3%), так и отметки докризисных 2007-2008 гг. (7,5-8%). Заметно хуже дела в сфере занятости молодёжи – уровень безработицы среди граждан в возрасте до 25 лет в 2014 г. в Испании, например, составил более 55%, а в Греции – почти 60% (рис. 12).



Составлено по источнику [92].

Рис. 12. Поквартальная динамика безработицы среди молодёжи в странах еврозоны

В целом безработица среди молодёжи снизилась с 24% в октябре 2013 г. до 23,2% в 2014 г., однако нынешнее значение этого показателя по-прежнему значительно выше уровня 2010-2011 гг. (20-21%) и тем более значений конца 2007 г. (15-16%).

Обычная политика Евросоюза в сфере занятости молодёжи предусматривает выделения дополнительных сумм финансирования под создание новых рабочих мест. При этом деньги в первую

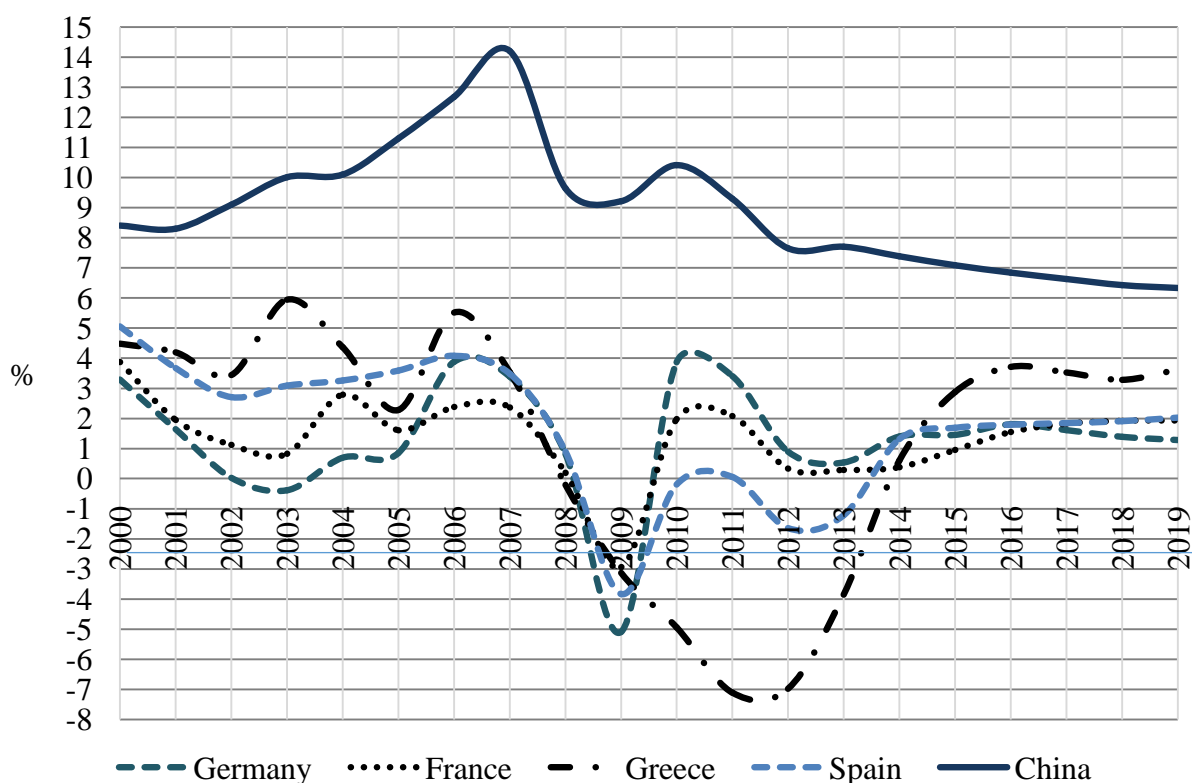
очередь стараются направлять в производственную сферу, для того чтобы заинтересовать руководителей предприятий в приёме на работу молодых людей и снять напряжённость среди этой наиболее ущемлённой части населения [50]. Однако, как отмечают специалисты МВФ, универсальных рецептов успешного решения вопросов в указанной сфере не существует. Проблемы безработицы среди молодёжи в ЕС многогранны и разнообразны, и соответственно меры необхо-

димо подбирать индивидуально, с учётом конкретных обстоятельств, определяющих уровень безработицы в той или иной стране [44].

В контексте рассматриваемых проблем важно отметить, что главной предпосылкой их решения является обеспечение устойчивого экономического роста, поскольку молодёжная безработица высокочувствительна к фазам экономического цикла. В этой связи монетарные меры поддержания экономического роста приобретают особое значение.

д) *стимулирование экономического роста*

Комплексные меры по преодолению долгового кризиса и обеспечению финансовой стабилизации – как со стороны ЕЦБ посредством стимулирования спроса и уменьшения степени финансовой фрагментации, так и со стороны национальных правительств посредством улучшения суверенных и банковских балансов – в конечном итоге привели к постепенному восстановлению экономики еврозоны, которое, по-видимому, продолжится и в ближайшие годы (рис. 13).



Составлено по источнику [91].

Рис. 13. Динамика ВВП еврозоны отдельных стран и Китая в сопоставимых ценах (constant prices, percent change)

Хотя, как это показано на рисунке, во-первых, это восстановление очень неустойчивое (гладкая линия развития прогнозируется специалистами МВФ только на будущее, что маловероятно и, по-видимому, связано со спецификой мате-

матического моделирования экономических процессов), и, во-вторых, темпы роста остаются весьма низкими по сравнению с геополитическими конкурентами (как, Китаем, ВВП которого ежегодно растёт темпами 7-10%, так и США, кото-

рые несколько лет подряд демонстрируют рост ВВП примерно по 2% в год).

Что касается последних тенденций в экономике, то импульс к росту, который экономика еврозоны получила в 2013 г., в 2014 г. несколько ослаб. На это, в частности, указывал Президент ЕЦБ М. Драги [85]. Хотя, по его оценкам, в 2015 г. появились лучшие возможности для более уверенного восстановления экономического роста: "The economic situation and the short-term outlook for the euro area are currently brighter than they have been for several years. Various factors are helping to boost confidence that the weak and uneven recovery experienced up to now will gain strength and breadth. The ECB has pursued its price stability mandate with determination so that inflation will return to a level below, but close to, 2% over the medium term. A strengthened financial sector, an accommodative macroeconomic policy setting, sound fiscal policies and a determination by euro area governments to pursue structural reforms should allow the euro area to embark on a sustainable growth path in a context of price stability" ¹⁵ [24].

Как уже отмечалось, именно в сфере контроля цен ситуация всё ещё остаётся не самой лучшей. В зоне евро гармонизированный индекс потребительских цен (Harmonised Index of Consumer Prices,

¹⁵ Экономическая ситуация и краткосрочная перспектива для еврозоны в настоящее время более обнадеживающие, чем они были в течение нескольких лет. Различные факторы помогают повысить уверенность в том, что слабое и неустойчивое восстановление, наблюдавшееся до сих пор, получит силу и широту. ЕЦБ следовал своему мандату поддержания ценовой стабильности, стремясь сделать так, чтобы инфляция вернулась к уровню меньше, но недалеко от 2% в среднесрочной перспективе. Усиленный финансовый сектор, аккомодативная среда макроэкономической политики, здоровая налоговая политика и намерение правительств еврозоны следовать курсу структурных реформ должны позволить еврозоне вступить на путь устойчивого роста в условиях ценовой стабильности".

НКСР) в I кв. 2015 г. находился в зоне отрицательных значений [19].

Для того чтобы вывести её на целевой уровень, требуются дальнейшие меры по усилению внутреннего спроса, который должен быть поддержан адекватными мерами в сфере монетарной политики. Многое зависит от того, насколько эффективными будут меры ЕЦБ по количественному смягчению. По крайней мере, похоже на то, что первая реакция экономики на них была положительной. Как отмечает Bloomberg Business (март 2015 г.): "The European Central Bank has completed its first month of large-scale asset purchases, and policy makers are already pointing to the positive effects. While risks to the economy remain on the downside even after the announcement of the 1.1 trillion-euro (\$1.2 trillion) program, ECB President Mario Draghi has presented better forecasts and said on March 16 that there's reason to «be optimistic about the outlook»" ¹⁶ [4].

В любом случае, помимо монетарных мер, ключевое значение для успешного подъёма экономики ЕС и преодоления нарастающего отставания от мировых лидеров экономического роста будет иметь ускоренное развитие реального сектора экономики, повышение инвестиционной активности хозяйствующих субъектов, создание новых высокотехнологичных рабочих мест, в том числе за счёт реализации новых возможностей, открывающихся в связи с пониженными ценами на энергоносители и глобальным экономическим восстановлением.

¹⁶ "Европейский Центральный банк завершил свой первый месяц крупномасштабных приобретений активов, и высокопоставленные должностные лица уже указывают на положительный эффект. Хотя в минусе остаются риски для экономики даже после объявления о программе закупок на сумму €1,1 трлн (\$1,2 трлн), Президент ЕЦБ Марио Драги представил лучшие прогнозы и заявил 16 марта, что есть основания для «оптимизма относительно перспектив»".

Выводы

1. Формирование зоны евро в 1999 г. стало важным событием глобального значения и масштаба, первой в мире попыткой создания и использования единой наднациональной валюты для ряда национальных экономик. Это был впечатляющий проект Западного мира, с которым были связаны большие надежды на поддержание дальнейшего суверенного (вне зоны доллара) и стабильного развития европейских стран, многим из которых действительно удалось достичь очень высоких социальных, экономических и экологических стандартов и они стали образцом для многих других менее развитых государств, в том числе Украины.

В настоящее время большинство стран ЕС (19 из 28) входят в зону евро, что позволяет использовать единый монетарный механизм регулирования экономического развития путём определения объёмов денежной эмиссии и уровня ключевой процентной ставки. Право на использование этого механизма принадлежит ЕЦБ, первойшей задачей которого является поддержание ценовой стабильности.

2. Однако достаточно быстро выяснилось, что объединение многих стран в единую валютную зону имеет не только положительные последствия, связанные с конвергенцией национальных экономик, снижением транзакционных расходов и единством монетарной политики (в частности, увеличение объёмов взаимной торговли товарами и услугами, повышение мобильности рабочей силы, рост потоков прямых инвестиций между странами зоны евро, и др.), но и отрицательными, обусловленными различными уровнями развития политических, экономических, монетарных и бюджетно-налоговых систем стран-членов, их институциональными особенностями и как следствие – финансовой фрагментацией EMU, когда отдельные физические и юридиче-

ские лица с одинаковым профилем, но работающие в разных странах (одни – в считающихся безопасными, другие – в тех, которые относятся к группе риска) получают различный доступ к финансовым ресурсам и на различных условиях. Отсюда – искривления базовых условий хозяйствования и проблемы с функционированием экономики еврозоны.

3. Особенно наглядно это проявилось во время европейского кризиса суверенных долгов – явления, инспирированного финансовым кризисом в США, но корни которого кроются в коренных свойствах самой еврозоны, в частности в относительно слабом уровне интеграции и социокультурной неоднородности стран-членов. Более того, монетарные власти сильнейших европейских экономик также несут свою долю ответственности за распространение этой опасной болезни из США в Европу, потому что они также активно занимались массовыми инвестициями в структурированные финансовые продукты.

4. Для преодоления последствий кризисных явлений как со стороны национальных правительств стран еврозоны, так и со стороны ЕЦБ были приняты меры по стимулированию деловой активности, оздоровлению суверенных и банковских балансов. В частности, ЕЦБ проводил политику снижения ставок рефинансирования по кредитам и депозитам, кредитного и количественного смягчения путём приобретения ЕЦБ коммерческих бумаг, корпоративных облигаций и ценных бумаг, обеспеченных активами, долгосрочных государственных обязательств у коммерческих банков и других частных предприятий. Ставки по депозитам впервые в новейшей истории главных центральных банков мира были снижены до отрицательных значений. В комплексе всё это позволило, хоть и не сразу, стабилизировать ситуацию и выйти на траекторию экономического роста, перспективы которого на ближайшие го-

ды оцениваются как умеренно оптимистичные [4].

Однако с точки зрения долгосрочной перспективы всё ещё не так просто и многие сложные проблемы остаются. Как отметила А. Меркель – лидер страны (ФРГ) с самой крупной в ЕС экономикой: "The crisis isn't overcome in a lasting way", а поэтому: "We have to pursue our efforts for sustainable growth, solid public finances and job creation resolutely"¹⁷ [46].

5. Такое положение дел обусловлено комплексом причин.

Во-первых, европейские страны, входящие в валютный союз, лишены возможности использования плавающих валютных курсов национальных валют для корректировки макроэкономических дисбалансов, а такие компенсационные механизмы, как эластичность национальных цен и заработных плат, мобильность рабочей силы и фискальные трансферты, не являются в нынешних условиях достаточно действенными и надёжными. Все это мешает оперативному решению проблем, возникающих у ряда стран зоны евро.

Во-вторых, использование единой монетарной политики по принципу "один размер подходит всем" без надлежащей привязки к другим направлениям экономической политики, прежде всего бюджетно-налоговой, в странах с большим разнообразием и уровнем развития политических, социальных, экономических и культурных структур связано с системными потерями благосостояния.

В-третьих, принципиальное значение имеет незавершённость институциональной структуры и фрагментарность механизмов управления в EMU. Например, хотя вопросы общеевропейского банковского надзора и бюджетных пра-

¹⁷ "Надёжно и уверенно кризис не преодолен", а поэтому: "Нам необходимо решительно продолжать усилия по обеспечению устойчивого роста, крепкого государственного бюджета и созданию рабочих мест".

вил активно обсуждались ещё во время подготовки EMU, они так и остались в компетенции национальных правительств, что со временем стало источником многих проблем, в частности нынешних споров между Францией и Германией по поводу соблюдения требований Маастрихтских соглашений о предельном дефицита бюджета, между центром и периферией ЕС относительно целей и методов экономической политики и др. Все это обуславливает необходимость дальнейшего продвижения европейских интеграционных процессов, теперь уже в направлении реализации концепции четырёх союзов ("4-Unions") – бюджетного, банковского, экономического и политического [51, с. 32].

6. В настоящее время ситуация в еврозоне характеризуется постепенным улучшением рациональных ожиданий экономических субъектов. Но экономическое восстановление всё ещё является недостаточным и неравномерным. Инфляция находится на слишком низком уровне (существенно меньше целевых 2%) и слишком долго, финансовые рынки по-прежнему остаются фрагментированными. Такое положение дел препятствует устойчивому восстановлению экономического равновесия и существенному прогрессу в сокращении долгов и безработицы.

Если же рассматривать ситуацию в глобальном контексте, то она, как минимум, не улучшается. Если ещё недавно Европа производила половину мирового продукта, то в последние годы её доля составляет менее 20%, а к середине XXI ст. может упасть до 7%, т. е. экономика Европы будет сопоставима по размерам с экономикой Африки [5, с. 2]. При этом совокупный внешний долг стран ЕС уже превышает даже показатели США, а поэтому возникают понятные сомнения в том, что его легко будет выплатить.

Серьёзные сомнения выражаются и в отношении будущего евро. Как отмечалось на страницах "Forbes" – одного из наиболее авторитетных и известных экономических печатных изданий в мире: "... каждый, кто смотрит на мир рационально, видит в совместной валюте исторический провал, который может привести к ещё более губительным последствиям для Европы и конкурентоспособности всего континента. Евро может спасти только одно – намного более обширная интеграция между странами еврозоны: общая финансовая политика, выпуск совместных облигаций, готовность переводить огромные отчисления из богатых стран в бедные или, если быть более точным, из Германии в остальные страны еврозоны.

Это возможный путь, но нежелательный для граждан, чьи интересы, кажется, фундаментально отличаются от интересов политиков. Он требует отказа от национальной независимости до уровня, который избиратели считают неприемлемым, и именно поэтому пойти по нему можно исключительно недемократическим способом" [39].

По-видимому, такие ожидания следует всё же расценивать как чрезмерно пессимистические, и в ЕС со временем удастся с помощью демократических процедур сократить до приемлемых размеров институциональную и финансовую фрагментации. Однако вряд ли это поможет переломить нынешние не самые благоприятные в глобальном отношении тенденции и вернуть прежнее значение Европы в мире. В этой связи разработка эффективного монетарного механизма стимулирования экономического развития Украины может быть названа в числе перспектив исследований по данной проблеме.

Литература

1. Barkbu B. Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak? [Электрон-

ный ресурс] / B. Barkbu, S. Pelin Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs, H. Schoelermann // IMF Working Paper, European Department. – WP/15/32. – 2015. – 30 p. – Режим доступа: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1532.pdf.

2. Eurozone inflation falls to lowest rate in three years [Электронный ресурс] // BBC News. – 2013 – Режим доступа: <http://www.bbc.com/news/business-24328356>.

3. Black S. Draghi Takes ECB Deposit Rate Negative in Historic Move [Электронный ресурс] // Bloomberg. – 2014. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/2014-06-05/draghi-takes-ecb-deposit-rate-negative-in-historic-move.html>.

4. Euro-Area Economy Set to Gather Pace as New Orders Fuel Hiring [Электронный ресурс] // Bloomberg.com. – 2015. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-07/euro-area-economy-set-to-gather-pace-as-new-orders-fuel-hiring>.

5. Bongiovanni F.M. The Decline and Fall of Europe / F.M. Bongiovanni. – London: Palgrave Macmillan, 2012. – 327 p.

6. Deutsche Bundesbank - Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) [Электронный ресурс] // Bundesbank.de. – 2014. – Режим доступа: http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Dossier/Tasks/targeted_longer_term_refinancing_operations.html

7. CESifo Group Munich – Ifo Business Climate Index Continues to Fall. [Электронный ресурс] // Cesifo-group.de. – 2014. – Режим доступа: <http://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Survey-Results/Business-Climate/Geschaeftsklima-Archiv/2014/Geschaeftsklima-20141027.html>.

8. Germany GDP – Gross Domestic Product 2015 [Электронный ресурс] // Countryeconomy.com. – 2015. – Режим доступа: <http://countryeconomy.com/gdp/germany>.

9. Eurozone public debt surges [Электронный ресурс] // Deutsche Welle . –

2014. – Режим доступа: <http://www.dw.de/eurozone-public-debt-surges/a-17800011>.

10. Draghi M. Euro area economic situation and the foundations for growth. Presentation by President of the European Central Bank at the Euro Summit, Brussels, 14 March 2013 [Электронный ресурс] / М. Draghi. – 2013. – Режим доступа: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130315.en.pdf?25cf880dcdaf228e746e3d5746fd2afc>.

11. Draghi M. ECB: Introductory statement to the press conference (with Q&A) [Электронный ресурс] / М. Draghi. – 2014. – Режим доступа: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141002.en.html>.

12. About us – European Banking Authority [Электронный ресурс] // Eba.europa.eu. – 2014. – Режим доступа: <http://www.eba.europa.eu/about-us;jsessionid=DD01D9F6D2AD322D110A7B7E5B14248E>.

13. Economic and Monetary Union – European Commission [Электронный ресурс] // Ec.europa.eu. – 2014. – Режим доступа: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_en.htm.

14. Annual inflation down to -0.2% in the euro area [Электронный ресурс] // Ec.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/6483802/2-16012015-AP-EN.pdf/b69dcfc9-4b9e-495a-b25b-84d93356b61a>.

15. Euro area unemployment rate at 11.4% [Электронный ресурс] // Ec.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/6581668/3-30012015-AP-EN.pdf/9d4fbadd-d7ae-48f8-b071-672f3c4767dd>.

16. Eurostat – Tables, Graphs and Maps Interface (TGM) table. Real GDP growth rate – volume. Percentage change on previous year [Электронный ресурс] // Ec.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00115&language=en>.

17. Stability and Growth Pact – European Commission [Электронный ресурс] // Ec.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm.

18. Banking union – European Commission [Электронный ресурс] // Ec.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/index_en.htm.

19. Ec.europa.eu (2015). Euro area annual inflation and its main components. Statistics Explained [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Euro_area_annual_inflation_and_its_main_components_\(%25\)_2015_March_2014_and_October_2014-March_2015-p_rev2.png](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Euro_area_annual_inflation_and_its_main_components_(%25)_2015_March_2014_and_October_2014-March_2015-p_rev2.png).

20. ECB: Key interest rates [Электронный ресурс] // Ecb.europa.eu. – 2014. – Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

21. ECB: Monetary policy decisions. [Электронный ресурс] // Ecb.europa.eu. – 2014. – Режим доступа: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130502.en.html>

22. ECB: Monetary Policy [Электронный ресурс] // Ecb.europa.eu. – 2014. – Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.

23. Euro area bank interest rate statistics: November 2014. Press release 8 January 2015. [Электронный ресурс] // Ecb.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: <http://www.ecb.europa.eu/press/pdf/mfi/mir1501.pdf>.

24. ECB: Euro area economic outlook, the ECB's monetary policy and current policy challenges. Statement by Mario Draghi, President of the ECB, prepared for the thirty-first meeting of the International Monetary and Financial Committee, Washington DC, 17 April 2015 [Электронный ресурс] // Ecb.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150417.en.html>.

25. European Financial Stability Facility (EFSF) [Электронный ресурс] // Efsf.europa.eu. – 2014. – Режим доступа: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>.
26. Unemployment rate, 2003-13 (%) YB15.png – Statistics Explained [Электронный ресурс] // Epp.eurostat.ec.europa.eu. – 2014. – Режим доступа: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/File:Unemployment_rate,_2003-13_\(%25\)_YB15.png](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/File:Unemployment_rate,_2003-13_(%25)_YB15.png).
27. First population estimates [Электронный ресурс] // Epp.eurostat.ec.europa.eu. – 2014. – Режим доступа: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-10072014-BP/EN/3-10072014-BP-EN.PDF.
28. Erik J. Preface / E. Jones, A. Menon, S. Weatherill // The Oxford Handbook of the European Union. – Oxford: Oxford University Press, 2012. – 893 p.
29. European Stability Mechanism [Электронный ресурс] // Esm.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: <http://www.esm.europa.eu/>.
30. Euro area government debt up to 92.2% of GDP [Электронный ресурс] // EStatic.rasset.ie. – 2015. – Режим доступа: <http://static.rasset.ie/documents/business/debtogdpeurostat.pdf>.
31. Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact. Amsterdam, 17 June 1997. Official Journal C 236, 02/08/1997, p. 0001-0002 [Электронный ресурс] // Eur-lex.europa.eu, 2014. – Режим доступа: [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997Y0802\(01\):EN:HTML](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997Y0802(01):EN:HTML).
32. The Euro Area Bank Lending Survey. 4th quarter of 2013. – Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, January. – 2014. – 28 p.
33. The Euro Area Bank Lending Survey. 2nd Quarter of 2014. – Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, July. – 2014. – 57 p.
34. The Euro Area Bank Lending Survey. 4th quarter of 2014. – Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, January. – 2015. – 61 p.
35. Treaty on Stability, Coordination and Governance In the Economic and Monetary Union [Электронный ресурс] // European-council.europa.eu. – 2012. – Режим доступа: <http://www.european-council.europa.eu/media/579087/treaty.pdf>.
36. GDP per capita in the Member States ranged from 45 % to 274 % of the EU27 average in 2011 [Электронный ресурс] // Eurostat. – 2012. – Режим доступа: http://europa.eu/rapid/press-release_STAT-12-97_en.pdf.
37. Economic Forecasts from the World's Leading Economists. Euro Area [Электронный ресурс] // FocusEconomics. – 2015. – Режим доступа: <http://www.focus-economics.com/regions/euro-area>.
38. Economic Forecasts from the World's Leading Economists, Euro Area [Электронный ресурс] // Focus Economics. – 2014. – Режим доступа: <http://www.focus-economics.com/regions/euro-area>.
39. Нищая Европа: какое будущее ожидает ЕС [Электронный ресурс] // Forbes.ru. – 2015. – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/mneniya-column/krizis/238468-nishchaya-evropa-kakoe-budushchee-ozhidaet-es>.
40. ECB Policy - Understanding the European Central Bank [Электронный ресурс] // Forexfraud.com. – 2015. – Режим доступа: <http://www.forexfraud.com/forex-articles/ecb-policy-european-central-bank.html>.
41. Мягкая монетарная политика ЕЦБ наконец дала эффект в реальном секторе, но восстановление пока хрупкое – Драги [Электронный ресурс] // Ivector.com. – 2014. – Режим доступа: <http://ivector.com/ru/news/myagkaya-monetarnaya-politika-ecb-nakonec-dala-effekt-v-realnom-sektore-no-vosstanovlenie-poka-hrupkoe-dragi>.

42. Institut der deutschen Wirtschaft Köln. Industry as a growth engine in the global economy. Final Report. – Cologne: IW Consult GmbH, IW Köln, 2013. – 22 p.

43. World economic outlook. Russian. Перспективы развития мировой экономики. Подъём, риск и перебалансирование. – Washington DC, Международный валютный фонд, 2010. – 41 с.

44. Euro Area Policies: Selected Issues // IMF Country Report № 14/199. – 2014. – 113 p.

45. Euro Area Policies: Selected Issues // IMF Country Report . – 2014. – № 14/198. – 42 p.

46. Kennedy S. Euro Economy's Managers Aren't Blinking in Market Rout [Электронный ресурс] / S. Kennedy // Bloomberg. – 2014. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/2014-10-16/euro-economy-s-managers-aren-t-blinking-in-market-rout.html>

47. Krugman P. Euro Zone Death Trip [Электронный ресурс] / P. Krugman // Nytimes.com. – 2015. – Режим доступа: http://www.nytimes.com/2011/09/26/opinion/euro-zone-death-trip.html?_r=0.

48. Lawler J. Federal Reserve officially ends quantitative easing program [Электронный ресурс] / J. Lawler // Washington Examiner.com. – 2014. – Режим доступа: <http://www.washingtonexaminer.com/federal-reserve-officially-ends-quantitative-easing-program/article/2555433>.

49. Maatouk M. European Markets Surge [Электронный ресурс] / M. Maatouk // WSJ. – 2010. – Режим доступа: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703880304575235462819341480>.

50. Martinez D. La paradoja de Europa: Puro elevado, pero millones vacantes [Электронный ресурс] / D. Martinez. – 2014. – Режим доступа: <http://www.lavanguardia.com/economia/20130615/54375667171/la-paradoja-de-europa-puro-elevado-millones-vacantes.html>.

51. Mongelli F.P. The mutating euro area crisis is the balance between “sceptics”

and “advocates” shifting? / F.P. Mongelli // European Central Bank, Occasional Paper Series. – 2013. – № 144. – February. – 42 p.

52. Poirson H. Growth Spillover Dynamics from Crisis to Recovery / H. Poirson, S. Weber // International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/11/218. – 2011. – 50 p.

53. Глава ЕЦБ: Программа ОМТ сыграла ключевую роль в стабилизации финансовых рынков [Электронный ресурс] // Quote.rbc.ru. – 2013. – Режим доступа: <http://quote.rbc.ru/person/2013/06/26/33975387.html>.

54. Процентные ставки ЕЦБ и евро [Электронный ресурс] // Rcb.ru. – 2013. – Режим доступа: http://www.rcb.ru/data/analytics/07_05_13%20Kit%20finance%20ECB%20rates%20euro.pdf.

55. Risk H. EFSF inaugural bond meets record demand [Электронный ресурс] / H. Risk // Euromoney magazine. – 2014. – Режим доступа: <http://www.euromoney.com/Article/2755784/EFSF-inaugural-bond-meets-record-demand.html>.

56. Roland B. Non-performing loans. What matters in addition to the economic cycle? / B. Roland, P. Jakubik, A. Piloiu // ECB Working Paper Series № 1515. – February. – 2013. – 32 p.

57. ЕЦБ запускает новые LTRO, обсуждает скупку ABS, готов к другим мерам [Электронный ресурс] // Ru.reuters.com. – 2015. – Режим доступа: <http://ru.reuters.com/article/idRUL6N0OM3LR20140605>.

58. Smaghi, L.-B. Conventional and unconventional monetary policy. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) [Электронный ресурс] / L.-B. Smaghi. – Geneva. – 2009. – Режим доступа: <http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>.

59. Spiegel P. Progress report: European Union's move to banking union [Электронный ресурс] / P. Spiegel // FT.com. – 2014. – Режим доступа: <http://www.ft.com/>

cms/s/0/a6e53a4a-dd96-11e2-892b-00144fe-ab7de.html#axzz3HoHg ZKyv.

60. Gross domestic product (GDP) growth in EU and Euro area 2014 [Электронный ресурс] // Statista. – 2015. – Режим доступа: <http://www.statista.com/statistics/267898/gross-domestic-product-gdp-growth-in-eu-and-euro-area/>.

61. Stephens B. What Comes After 'Europe'? [Электронный ресурс] / B. Stephens // Wsj.com. – 2011. – Режим доступа: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424053111904106704576580522348961298>.

62. EURO STOXX 50®. [Электронный ресурс] // Stoxx.com. – 2014. – Режим доступа: http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=sx5e.

63. STOXX® Europe 600 [Электронный ресурс] // Stoxx.com. – 2014. – Режим доступа: http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=SXXP.

64. Teja R. 2012 Spillover report. [Электронный ресурс] / R. Teja // International Monetary Fund. – Background papers. – 2012. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/071012.pdf>.

65. The case for a better functioning securitisation market in the European Union // The Bank of England and the European Central Bank. – A Discussion Paper. – 2014. – 28 p.

66. МВФ просит увеличить антикризисный фонд [Электронный ресурс] // Vedomosti.ru. – 2015. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2012/01/24/prizrak_velikoj_depressii.

67. Cloudy Outlook for Growth in Emerging Europe and Central Asia [Электронный ресурс] // Worldbank.org. – 2014. – Режим доступа: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2014/10/08/cloudy-outlook-for-growth-in-emerging-europe-and-central-asia>.

68. Арриги Дж. Долгий двадцатый век: Деньги, власть и истоки нашего времени / Дж. Арриги; пер. с англ. А. Смир-

нова и Н. Эдельмана. – М.: Издательский дом «Территория будущего», 2006. – 472 с.

69. Вебер М. Протестантская этика и дух капитализма / М. Вебер // Избранные произведения; пер. с нем.; сост., общ. ред. и послесл. Ю. Давыдова; предисл. П. Гайденко. – М.: Прогресс, 1990. – С. 44-271.

70. Дадуш У. Кризис евро или потерянная парадигма / У. Дадуш, С. Алексашенко, Ш. Али, В. Эйделман и др.; под ред. У. Дадуша [Электронный ресурс]. – 2015. – Режим доступа: http://carnegie-endowment.org/files/Carnegie_Euro_Crisis_rus1.pdf.

71. Кризис в зоне евро: причины и последствия для евроатлантического региона. Доклад для Комиссии Евроатлантической инициативы в области безопасности (EASI); под науч. ред. А.А. Дынкина. – М.: ИМЭМО РАН, 2010. – 34 с.

72. Экономика стран ЕС после введения евро: от эйфории 1999 г. до долгового кризиса 2010-х годов / под ред. А.В. Кузнецова и Е.С. Хесина. – М.: ИМЭМО РАН. – 2013. – 250 с.

73. Между рецессией и кризисом. [Электронный ресурс] / А. Королева // Expert.ru. – 2014. – Режим доступа: <http://expert.ru/2014/10/24/retsessiya-ili-kri-zis/>.

74. Малашенкова О.Ф. Современные тенденции развития еврозоны: европейский долговой кризис 2013 г. и его последствия для мировой экономики / О.Ф. Малашенкова, А.Ю. Маркварде // Журнал международного права и международных отношений. – 2014. – № 2. – С. 80-85.

75. Мануков С. Слабый евро на руку Берлину [Электронный ресурс] / С. Мануков // Expert.ru. – 2015. – Режим доступа: <http://expert.ru/2015/04/17/slabyij-evro-na-ruku-berlinu/>.

76. Некипелов А. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризи-

са / А. Некипелов, М. Головнин // Вопросы экономики. – 2010. – № 1. – С. 4-20.

77. Панов В. Еврoзона выкарабкалась из рецессии. Надолго ли? [Электронный ресурс] / В. Панов // КМ.ru. – Режим доступа: <http://www.km.ru/economics/2013/09/04/dolgovoi-krizis-v-evrope/719867-evrozona-vykarabkalas-iz-retsessii-nadolgo-li>.

78. Патрон П. А. Долговой кризис Еврoзоны: причины и пути преодоления / П.А. Патрон // Вестник Московского университета. Сер. 6: Экономика. – 2012. – № 5. – С. 45-66.

79. Подколзина И.А. Антикризисная политика монетарных властей зоны евро / И.А. Подколзина // Деньги и кредит. – 2010. – № 10. – С. 51-60.

80. Потапова И. Долговой кризис в ЕС [Электронный ресурс] / И. Потапова // Мировое и национальное хозяйство. – 2012. – №1(20). – Режим доступа: http://www.mirec.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=6.html.

81. Драги М.: Программа ОМТ помогла стабилизации финансовых рынков [Электронный ресурс] // РБК. – 2013. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/economics/26/06/2013/863488.shtml>.

82. ЕЦБ запустил программу количественного смягчения на €1,1 трлн [Электронный ресурс] // РБК. – 2015. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/finances/22/01/2015/54c0fd9a9a7947a4affe7c6c>.

83. Сапир Ж. Кризис еврозоны и перспективы евро / Ж. Сапир // Проблемы прогнозирования. – 2011. – № 3. – С. 3-18.

84. Слепов В.А. Динамика денежно-кредитной политики развитых стран / В.А. Слепов, М.И. Ларцев // Финансовый вестник. – 2010. – № 1. – С. 23-29.

85. Выступление Марио Драги: программа количественного смягчения ЕЦБ одобрена и продлится до 2016 года

[Электронный ресурс] // Форекс журнал для трейдеров. – 2014. – Режим доступа: <http://fortrader.ru/forex-news/press-konferenciya-mario-dragi-prinyato-reshenie-kasatelno-programmy-zakupki-obespechennykh-aktivami-cennykh-bumag-i-novoj-programmy-zakupki-obespechennykh-obligacij.html>.

86. Хантингтон С. Столкновение цивилизаций / С. Хантингтон; пер. с англ. Т. Велимеева. Ю. Новикова. – М: ООО «Издательство АСТ», 2003. – 603 с.

87. Шагардин Д. ЕЦБ и новый курс монетарной политики. Часть 1 [Электронный ресурс]. – 2013. – Режим доступа: <http://d-shagardin.livejournal.com/91003.html>.

88. Шагардин Д. ЕЦБ: ждать ли понижения ставок? [Электронный ресурс]. – 2013. – Режим доступа: <http://d-shagardin.livejournal.com/89741.html>

89. GDP (current US\$) [Электронный ресурс] // Databank.worldbank.org. – 2015. – Режим доступа: <http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx?isshared=true>.

90. ECB: Euro area economic and financial data [Электронный ресурс] // Ecb.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/stats/keyind/html/sdds.en.html>.

91. World Economic Outlook (WEO) Recovery Strengthens, Remains Uneven. [Электронный ресурс] // Imf.org. – 2014. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/text.pdf>.

92. Employment statistics - Statistics Explained [Электронный ресурс] // Ec.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Employment_statistics.

93. Structure of government debt - Statistics Explained [Электронный ресурс] // Ec.europa.eu. – 2015. – Режим доступа: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt.

Представлена в редакцию 14.04.2015 г.