

# БЕЛОРУССКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

- ▶ Зона евро
- ▶ Антикризисное управление
- ▶ Эффективность  
привлечения ПИИ
- ▶ Финансы и кредит
- ▶ Знания как экономический  
ресурс

1

2013

## ЗОНА ЕВРО: ОТ ПОЛИТИКИ КРИЗИСА К ПОЛИТИКЕ РОСТА

Д.И. Кондратов\*

В статье исследуются причины возникновения и различные проявления текущего европейского долгового кризиса. Констатируется, что фаза быстрого восстановления экономики после кризиса завершилась. Проанализированы антикризисные меры, принятые в промышленно развитых странах в 2007–2012 гг. Рассмотрены влияние мирового финансового кризиса на европейскую экономику, особенности денежно-кредитной политики Европейского центрального банка в современных условиях и основные направления бюджетной политики.

**Ключевые слова:** зона евро, мировой финансовый кризис, бюджетный дефицит, государственный долг, платежный баланс.

**JEL-классификация:** D53, E42, F31, G01.

Решение о расширении эффективных заемных возможностей стабилизационного фонда зоны евро с 500 до 800 млн евро стало главным результатом состоявшихся в Копенгагене в конце марта 2012 г. заседаний Еврогруппы и Европейского совета на уровне министров экономики и финансов. Вторая тема – рассмотрение вопроса о введении европейского налога на финансовые сделки.

Вопрос о расширении эффективных заемных возможностей европейского стабилизационного фонда решался в узком формате в составе Еврогруппы, поскольку фонд предназначен для поддержки государств, использующих единую европейскую валюту. Структура, условно называемая Европейским стабилизационным фондом – это комплекс различных финансовых механизмов, главной целью которого является недопущение дефолтов по суверенной задолженности внутри зоны евро. Его базовый принцип действия основан на предоставлении проблемным странам зоны евро финансовой помощи под льготные проценты путем обеспечения ее гарантиями со стороны всех 17 государств зоны евро.

В финансовых кругах за этой системой закрепилось наименование «финансовый брандмауэр», задачей которого является недопущение нехватки ликвидности

в той или иной экономике зоны евро и предотвращение дефолта, следствием которого неизбежно станет распространение кризиса на остальные, даже относительно здоровые государства, пользующиеся единой валютой.

Несмотря на все усилия, на протяжении уже более двух лет финансовая ситуация в зоне евро остается крайне нестабильной. В 2011 г. зона евро фактически признала, что справиться собственными силами с огромной государственной задолженностью своих стран-членов она не в состоянии. В связи с этим в марте 2012 г. Евросоюз призвал государства «Группы 20» оказать зоне евро содействие для предотвращения распространения кризиса евро на всю мировую финансовую систему, поскольку крах европейской валюты нанес бы мировой экономике гораздо более сильный удар, чем кризис 2008 г.

Но этот призыв был встречен весьма сдержанно – «двадцатка» дала понять, что готова оказать определенную поддержку зоне евро, однако никто не пообещал дать ликвидности напрямую (под гарантии одной только зоны евро). Было решено увеличить антикризисные возможности МВФ, который, по сути, является таким же «финансовым брандмауэром», как и Европейский стабилизационный фонд, только действующим в мировом масштабе и на несколько других принципах. В об-

\* Кондратов Дмитрий Игоревич (dmikondratov@yandex.ru), кандидат экономических наук, старший научный сотрудник отдела экономических и социально-политических исследований Института Европы РАН.

мен на расширение поддержки зоны евро МВФ и страны «Группы 20» выдвинули предварительное условие – укрепление кредитных возможностей зоны евро.

Еврокомиссия и ряд ключевых стран «двадцатки», в частности США и Китай, настаивали на максимальном увеличении кредитных возможностей зоны евро, считая, что инвесторы, увидев, что долг зоны евро поддерживается крупной резервной суммой, проявят большее доверие к европейской экономике и финансовой системе и не станут прибегать к услугам стабилизационного фонда. Франция, Еврокомиссия и ОЭСР предложили создать антикризисный фонд размером в 1 трлн евро.

Позицию о необходимости предельного расширения стабилизационного фонда подкрепило и недавнее ухудшение финансовой ситуации в Испании, где правительство объявило, что дефицит за 2012 г. будет значительно больше, чем ожидалось (5,8% вместо 4,4%), а также сообщило, что не сможет достигнуть поставленной цели – уменьшить в 2013 г. бюджетный дефицит до 3%. Кроме того, стало известно, что Греция не исключает возможности того, что ей может потребоваться третий план помощи, начиная с 2015 г.

Однако первая экономика зоны евро и главный донор антикризисных средств – Германия соглашалась на создание минимальной финансовой «подушки» безопасности в 700–800 млрд евро. По словам главы Бундесбанка Й. Вайдманна, «все деньги, которые мы можем выложить, не позволят нам купить решение проблемы кризиса, но могут предоставить время для того, чтобы заняться причинами кризиса – макроэкономическим разбалансированием, а также государственным и частным долгом, который и так раздут в некоторых странах Евросоюза». Министр финансов Германии В. Шойбле также считает, что европейским странам следует сосредоточиться на фундаментальных проблемах, которые привели к необходимости создания «подушки безопасности»<sup>1</sup>.

В ходе интенсивных переговоров 17 стран зоны евро договорились о формиро-

вании стабилизационного фонда в размере 800 млрд евро. «В общей сложности, зона евро задействует в рамках стабилизационных механизмов порядка 800 млрд евро, что превышает 1 трлн долл.», – указывает-ся в итоговом документе встречи<sup>2</sup>.

Как отмечается в итоговом документе, главы финансовых ведомств стран зоны евро договорились о том, что потолок кредитных ресурсов временного Европейского фонда финансовой стабильности (ЕФФС) и Европейского стабилизационного механизма (ЕСМ), который введен летом 2012 г. и будет действовать на постоянной основе, составил 700 млрд евро. При этом члены Еврогруппы отметили, что еще порядка 100 млрд евро уже были выплачены в рамках выполнения текущих программ помощи проблемным странам зоны евро: Португалии, Ирландии и Греции.

В заявлении сказано, что «к середине 2013 г. максимальные заемные возможности ЕСМ составят 500 млрд евро. Совместный потолок кредитования ЕСМ и ЕФФС будет поддерживаться на уровне 700 млрд евро. Сверх этого уже были выплачены в рамках текущей программы поддержки стран сообщества 49 млрд евро из фондов ЕФФС и 53 млрд евро в рамках механизма предоставления прямых займов государств зоны евро по антикризисной программе помощи Греции»<sup>3</sup>.

Министры финансов зоны евро отметили «существенный прогресс, достигнутый в последние 18 месяцев в решении проблем, являющихся следствием долгового кризиса»<sup>4</sup>. Еврогруппа не оставила без внимания успехи, достигнутые в сфере финансовой консолидации, а также динамичное выполнение программ, направленных на осуществление структурной перестройки экономики Ирландии и Португалии.

Достигнутая договоренность позволяет рассчитывать на увеличение антикризисных фондов МВФ, от которого страны Еврогруппы ждут ответственного жеста. По словам министра финансов Австрии М. Фектер, ре-

<sup>2</sup> OECD. 2012. Going for Growth. OECD Publishing. Paris.

<sup>3</sup> OECD. 2012. OECD Economic Outlook. Vol. 1, June. OECD Publishing. Paris.

<sup>4</sup> OECD. 2011. The Impact of Structural Reforms on Current Account Balances // Economics Department Policy Note. No 3.

<sup>1</sup> OECD. 2012. OECD Economic Surveys: Euro Area. OECD Publishing. Paris; OECD. 2011. The Impact of Structural Reforms on Current Account Balances // Economics Department Policy Note. No 3.

шение представляет собой «убедительный сигнал финансовым рынкам и международным партнерам стран зоны евро о том, что государства валютного блока в состоянии контролировать долговой кризис» (Hagemann, 2012). «Пришло время увеличить ресурсы МВФ», – сказала министр экономики и внутренних дел Дании М. Вестагер<sup>5</sup>.

Директор-распорядитель МВФ К. Лагард приветствовала решение Еврогруппы, которое «поддерживает усилия МВФ по увеличению свободных ресурсов». Кроме того, Еврогруппа подтвердила, что предоставит МВФ 150 млрд евро, как обязалась в 2011 г. Предполагалось, что страны, не входящие в зону евро, внесут свой дополнительный вклад в МВФ в размере 50 млрд евро. В настоящее время МВФ располагает кредитными возможностями в 364 млрд долл. США и намеревается увеличить их до 500 млрд долл.

Между тем некоторые аналитики задаются вопросом, достаточно ли будет объявленной суммы, чтобы вернуть доверие инвесторов, и не исключают того, что на рынках сохранится скептицизм. Однако, согласно газете «*Politiken*», министры финансов стран зоны евро считают, что даже запрашиваемая сумма (в 1 трлн евро) не достигла бы цели.

На последовавшем за Еврогруппой заседании Евросовета по экономике и финансам (ЭКОФИН) речь шла о введении налога на финансовые транзакции. В 2011 г. Еврокомиссия подготовила законопроект об этом налоге, который должен подпитывать бюджет Евросоюза. Предусматривалось введение налога в 0,1% на акции и облигации и в 0,01% – на другие финансовые продукты. Введение налога поддержали 9 стран, в том числе Германия, Франция и Италия, однако Великобритания выступила против, опасаясь того, что эта мера приведет к ослаблению позиций одного из главных финансовых полюсов Европы – лондонского Сити (Barnes et al., 2012).

Участники копенгагенской встречи рассматривали новое компромиссное предложение министра финансов Германии В. Шойбле, которое предусматривает введение налога в два этапа. Первый, промежуточный этап, будет основан на опыте бри-

танского гербового сбора и французского налога на финансовые сделки, который был принят в феврале 2012 г. и вступил в силу с 1 июля 2012 г. Германское предложение предусматривает на первом этапе введение налога на сделки с акциями компаний, котирующихся на биржах, при одновременном продолжении переговоров о дальнейшем расширении его действия.

Великобритания и Швеция выступают против широкого налога на финансовые сделки, включающего облигации и производные инструменты, однако новое предложение выводит дискуссию из тупика и открывает возможность для европейского налога на акции компаний. Так или иначе, для того чтобы налог стал приемлемым для 27 стран Евросоюза, дискуссия нуждается в продолжении. Вероятно, эта тема может быть вынесена на следующие саммиты Евросоюза, если к этому времени компромисс удастся найти на уровне министров финансов.

В ходе обсуждения вопроса о реорганизации банков, которым угрожает крах, еврокомиссар по внутренним рынкам М. Барнье представил проект набора мер по профилактике банковских кризисов. Речь идет о создании полной системы, которая позволила бы транснациональным банкам выявлять риски, предупреждать и нейтрализовать их, не прибегая к государственным гарантиям.

Банкам предстоит подготовить планы предотвращения рисков, сформировать наблюдательные комитеты, а в случае необходимости – комитеты по реструктуризации, которые смогут принимать решения о запрещении определенных видов банковских услуг, о распределении дивидендов и о продаже самого банка или замене его правления. Если же дело дойдет до организационного банкротства, им предстоит определить условия рекапитализации на основании соглашения акционеров и кредиторов. М. Барнье рассчитывает, что закон может вступить в силу в 2014 г.

Были обсуждены предложения о совершенствовании деятельности рейтинговых агентств. Законопроект Еврокомиссии, представленный в ноябре 2011 г., предусматривал так называемую ротацию рейтинговых агентств. Согласно новому принципу, эмитенты должны менять агентство-партнера не

<sup>5</sup> OECD. 2012. OECD Economic Surveys: Euro Area. OECD Publishing, Paris.

реже одного раза в 3 года при работе с одним агентством и не реже одного раза в 6 лет при работе с несколькими агентствами одновременно. Это предложение направлено на устранение конфликтов интересов, обеспечение гласности и облегчение выхода на рынок новых игроков. Впрочем такая ротация может быть трудноосуществимой на практике, поскольку количество рейтинговых агентств в мире очень ограничено<sup>6</sup>.

Законопроект предусматривает также создание независимого Европейского агентства кредитных рейтингов, которое должно стать альтернативой «американской тройке» – «*Fitch Rating*», «*Moody's*» и «*Standart & Poor's*». Кроме того, он предоставляет Евросоюзу право запрета на публикацию информации о суверенных рейтингах, если этого потребует страна-эмитент ценных бумаг. Предложение вызывает неоднозначную реакцию в Евросоюзе, так как некоторые страны опасаются ухудшения качества рейтингов в краткосрочной перспективе в результате ротации. По данным «*Financial Times*», М. Барнье намерен представить предложение по новому закону в 2014 г.

На заседании «ЭКОФИН» обсуждался вопрос о ряде назначений в европейских финансовых структурах, прежде всего о преемнике Ж.-К. Юнкера на посту руководителя Еврогруппы; фаворитом считается министр финансов Германии В. Шойбле. Было решено провести переговоры о занятии также ряда постов – места в совете директоров Европейского центрального банка, на которое претендует управляющий Центробанком Люксембурга И. Мерш, главы Европейского стабилизационного механизма («ESM»), а также главы Европейского банка реконструкции и развития.

В целом, итоги копенгагенской встречи эксперты оценивают как «умеренные». Единственным практическим результатом стало решение о расширении стабилизационного фонда зоны евро. Впрочем его эффект несколько снижается, поскольку на согласование этой меры ушло больше года. Его обнародование вызвало позитивную реакцию рынков, однако этого оказалось не-

достаточно для изменения кризисной тенденции в европейской финансовой системе. Остается открытым вопрос о практическом претворении в жизнь данного решения, а также эффективности реализации антикризисной программы для Греции (и Испании), мер по стабилизации платежного баланса и промышленной реформы зоны евро. Но для начала остановимся на социальных проблемах зоны евро.

### *Социальные корни долгового кризиса*

За последние 20–30 лет в европейском обществе произошло несколько крупных структурных сдвигов. Один из них связан с процессом деиндустриализации. По данным ЮНКТАД, в развитых странах Европы доля занятых в промышленности на протяжении 1970–2012 гг. уменьшилась с 42 до 26%. За это же время доля занятых в сфере услуг выросла с 51 до 71%. То есть теперь работающих в третьем секторе почти втрое больше, чем в промышленности. Закрытие шахт, заводов и фабрик – это не только появление депрессивных территорий со структурными проблемами и длительной безработицей. Массово оборвались рабочие династии, внутри которых люди со средним образованием чувствовали себя уважаемыми членами общества. Деиндустриализация создает продолжительные деформации на рынке труда. Люди, которые прежде работали бы на производстве, сегодня устремляются в чиновники. Отсюда – повсеместное раздувание административного и государственного аппарата. По данным ОЭСР, сегодня в странах ЕС на общие государственные услуги, т. е. на управленческий аппарат, уходит 10–17% госрасходов, что сравнимо с расходами на здравоохранение или образование. Кстати, Греция, где госчиновники пользуются немислимыми льготами, такой статистики не предоставляет. Многие люди со средним образованием оказались невостребованными обществом.

Разрастание третьего сектора прочно увязано с ростом посреднических услуг, и особенно сектора финансовых услуг. Причем доходы предпринимателей и заработки наемных работников в этих сегментах намного превосходят доходы и заработки

<sup>6</sup> ЕС. 2011. Proposal for a Regulation on Prudential Requirements for Credit Institutions and Investment Firms. COM (2011) 452 Final.

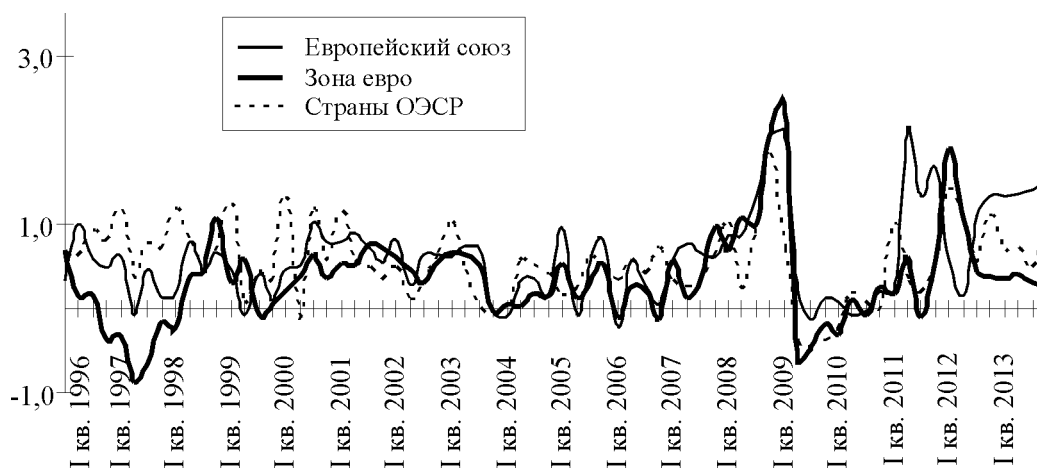
в реальном секторе. Получается странная, противоречащая духу демократии картина: люди, занятые производством реальных благ, имеют меньшее вознаграждение, чем те, кто эти блага перераспределяет. Протесты, которые сегодня катятся по США, Европе и по другим регионам мира, свидетельствуют о том, что общество больше не готово мириться со сверхдоходами финансового сектора. В ходе кризиса выяснилось, что солидарность, которая всегда была и остается основополагающим принципом ЕС, мягко выражаясь, трактуется по-разному. С одной стороны, страны ЕС помогают Греции найти выход из долгового кризиса. С другой – солидарность в рамках общества прослеживается плохо. Банкиры и топ-менеджеры финансовых компаний отказались от выплаты годовых бонусов и «золотых парашютов» только на один 2009 г. Уже в следующем году в большинстве компаний бонусы были восстановлены. Финансовый сектор не захотел проявлять солидарности с людьми, которые выпекают хлеб, стоят у станков и водят поезда. И это притом, что государства во всех странах ЕС помогали банкам, т. е. оплачивали принятые ими рискованные решения о покупке греческих и других ненадежных, но высокодоходных облигаций за счет средств, взятых из кармана налогоплательщиков.

Еще одна проблема зоны евро, как и всего Евросоюза и стран ОЭСР, – постоянное

удорожание рабочей силы. Расходы на рабочую силу в расчете на единицу произведенной продукции (*unit labour costs*) росли в зоне евро на протяжении последних полутора десятилетий вне зависимости от стадии экономического цикла (рис. 1).

В среднем с I квартала 1996 г. по IV квартал 2012 г. (включительно) удельные затраты на рабочую силу росли почти на 1,5% в год. Отрицательный прирост наблюдался только в IV квартале 1997 г. – I квартале 1998 г. и на протяжении всех четырех кварталов 2010 г. Уже в 2011 г., несмотря на крайне слабое оживление, рост удельных издержек на рабочую силу возобновился. Особенно быстро данный вид затрат увеличивался в годы, предшествовавшие кризису: на протяжении 2008–2009 гг. средние темпы составили 3,8%. В условиях, когда мировые рынки уверенно занимают производители из стран с дешевой рабочей силой, рассмотренная тенденция ведет к снижению конкурентоспособности европейской экономики, что сокращает возможность Евросоюза наращивать ВВП за счет чистого экспорта.

Серьезным вызовом для социальной политики стран ЕС является старение населения. К 2013 г. к 65-летнему рубежу подошло многочисленное поколение, рожденное в конце 1940-х – начале 1950-х гг. – так называемые беби-бумеры. Теперь в Евросоюзе численность лиц, достигших



Примечание. 2013 г. – прогноз.

Рис. 1. Годовые темпы роста расходов на рабочую силу в расчете на единицу произведенного ВВП в зоне евро, ЕС и странах ОЭСР в 1996–2013 гг., % к предыдущему кварталу.

Источник. Электронная база данных ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).

60-летнего возраста, ежегодно увеличивается на два с лишним миллиона; всего три года назад этот прирост составлял один миллион. С 2014 г. трудоспособное население ЕС начнет сокращаться в абсолютном выражении. Почти во всех европейских государствах национальные бюджеты не выдерживают бремени пенсионных расходов. Чтобы справиться с нагрузкой, правительства идут на повышение пенсионного возраста и вводят гибкие схемы формирования пенсионных фондов, предлагая работникам увеличивать собственные отчисления.

В 1970 г. в основных странах ЕС на каждого пенсионера приходилось 4–5 человек в трудоспособном возрасте, в 2012 г. их осталось немногим более трех. К 2030 г. эта пропорция сократится еще больше, в некоторых странах, например в Германии, она составит 2:1. Если учесть, что из всего трудоспособного населения в Европе занято не больше 65% (самые многочисленные группы неработающих – студенты и домохозяйки), то на двух пенсионеров придется трое работников. Нынешние системы социальных отчислений никогда не были рассчитаны на такое соотношение, и они не выдержат его в будущем. Согласно расчетам экспертов Европейского центрального банка, при сохранении нынешней структуры государственных расходов и доходов к 2025 г. в Австрии, Италии, Нидерландах и Испании госдолг вырастет до 120% ВВП, а во Франции, Греции и Великобритании – до 100% к ВВП. Напомним, что сегодня в зоне евро он приближается к 90% ВВП, что уже создало серьезные проблемы. Национальным правительствам в любом случае придется понижать пенсии и повышать пенсионный возраст.

Таким образом, есть все основания трактовать развернувшийся в зоне евро долговой кризис как кризис сложившейся в Европе модели социального рыночного хозяйства. Выдержит ли эта модель испытание глобализацией – вопрос, на который экономической науке и практике предстоит отвечать в ближайшие годы. Если система социальных гарантий и социального обеспечения будет деградировать, это самым прямым образом отразится на расстановке политических сил в Европе и станет

серьезным вызовом для европейской демократии.

В этих условиях монетарная политика может создавать благоприятные условия для проведения реформ, гарантируя стабильность цен и тем самым уменьшая неопределенность.

### ***Политика ЕЦБ в условиях долгового кризиса: шаг первый***

Совет управляющих Европейского центрального банка оценивает основные направления денежно-кредитной политики в условиях нынешнего долгового кризиса на основе глобального прогнозного подхода, который позволяет надежно анализировать риски политики с точки зрения среднесрочной стабильности цен в условиях растущей неопределенности.

Меры денежно-кредитной политики ЕЦБ влияют на рыночные процентные ставки и цены, а также на развитие реальной экономики и инфляцию. При оценке политики ЕЦБ учитываются два основных элемента: а) оценка среднесрочных перспектив в области инфляции и рисков нарушения стабильности цен; б) оценка влияния денежно-кредитной политики на развитие экономики и поддержание стабильности цен.

Преимущества данного подхода ЕЦБ к оценке изменений в направлении денежно-кредитной политики, имеющей две опоры, проявились в условиях долгового кризиса. Первая опора – это экономический анализ, позволяющий ЕЦБ понять влияние внешних факторов (например, изменения цен на нефть и рынка ипотечных кредитов в США) на экономику зоны евро, а также на связи между финансовой сферой и реальной экономикой. Кроме того, экономический анализ помогает понять эволюцию инфляционных тенденций, связанных с повышением цен на энергоносители. Вторая опора – монетарный анализ, который позволяет понять среднесрочные перспективы, учитывая более долгосрочные фундаментальные связи между деньгами и инфляцией, эволюцию денежных агрегатов и рынков, банковских балансов, цен активов и потоков займов.

В чрезвычайных условиях финансового кризиса денежно-кредитная политика

ЕЦБ не сводится к установлению процентной ставки рефинансирования, а включает меры специфического (нетрадиционного) характера. Еще в самом начале финансового кризиса, когда стала ощущаться нехватка ликвидности, ЕЦБ и Евросистема приняли меры, направленные на удовлетворение потребностей банков в ликвидных средствах. После краха американского инвестиционного банка «*Lehman Brothers*» в сентябре 2008 г. кризис быстро охватил всю мировую финансовую систему и вызвал серьезное снижение темпов экономического роста в зоне евро.

В ответ на это Совет управляющих ЕЦБ принял решение о некоторых традиционных мерах с учетом рисков, угрожающих стабильности цен: за три года была последовательно снижена процентная ставка рефинансирования с 3,75% на 15 октября 2008 г. до 0,75% на 11 июля 2012 г.

Снижались краткосрочные банковские процентные ставки – с июля по декабрь 2011 г. они снизились на 341 п.п., тогда как влияющие на них трехмесячные ставки *Euribor* – на 436 п.п. За тот же период долгосрочная банковская ставка уменьшилась на 151 п.п., а доходность семилетних государственных облигаций – на 121 п.п. Процентные ставки по ипотечным и потребительским банковским кредитам также снизились, хотя и в меньшей степени, чем по займам, предоставляемым нефинансовым компаниям.

Как показали недавние исследования, канал процентных ставок трансмиссионного механизма – инструмент денежно-кредитной политики – остался столь же эффективным, как и в период экономической стабильности. Напряженность на денежных рынках привела к сокращению возможностей банков предоставлять средства для финансирования экономики. Кроме того, в условиях кризиса исчез такой источник средств, как секьюритизация. Из этого следует, что без мер поддержки кредитной активности частных банков, осуществляемых ЕЦБ, снижение официальной процентной ставки не принесло бы ожидаемого результата.

Поскольку финансовый кризис вызвал рост издержек рыночного финансирования, разрывы в доходности облигаций частного сектора в зоне евро достигли в III квартале

2011 г. рекордного уровня. В связи с трудностями банков в привлечении средств условия предоставления банковских кредитов предприятиям также ужесточились. Традиционного в таких случаях снижения официальной процентной ставки рефинансирования оказалось недостаточно для поддержания экономического роста.

В середине 2011 г. ЕЦБ перешел на нетрадиционные меры, которые оказали влияние как на уровень банковских процентных ставок, так и на объем банковских кредитов.

На практике используется два типа нетрадиционных мер: операции по рефинансированию и операции прямого приобретения ценных бумаг. Чтобы осуществить рефинансирование в ЦБ, банки должны предоставить гарантии, в качестве которых обычно выступают государственные облигации или высококачественные ценные бумаги других эмитентов. Смягчая эти требования, ЦБ расширили список гарантийных ценных бумаг.

Нетрадиционные меры Евросистемы и ФРС значительно различались между собой. Инструменты Евросистемы были направлены в основном на удовлетворение потребностей банков в ликвидности. Кроме того, Евросистема предоставляла кредиты на более длительный срок (до трех месяцев), чем ФРС (15 дней).

В октябре 2011 г. Евросистема приняла программу приобретения на 60 млрд евро обеспеченных облигаций, которые отличаются от обычных облигаций тем, что в их основе лежит пул активов, позволяющий вознаграждать их держателей. Программа рассчитана на период до июля 2013 г. В качестве гарантийного обеспечения используются те же ценные бумаги, что и при операциях рефинансирования в ЕЦБ. Для включения в программу ценная бумага должна иметь минимальный рейтинг «AA» (или его эквивалент) у ведущих рейтинговых агентств («*Fitch Ratings*», «*Moody's*», «*Standard & Poor's*») и быть включенной в список гарантийного обеспечения в операциях рефинансирования.

Помимо предоставления ликвидных активов в евро, ЕЦБ принял меры по обеспечению ликвидности в иностранной валюте (в основном в долларах), заключив



соглашения об обмене валютой (своп) с ФРС США и некоторыми другими ЦБ, в частности с Национальным банком Швейцарии. Благодаря соглашению с ФРС США, ЕЦБ смог предоставлять банкам зоны евро финансовые ресурсы в долларах по фиксированным ставкам на срок от одного дня до трех месяцев. Кроме того, ЕЦБ заключил соглашения своп с ЦБ Польши на сумму 10 млрд евро, Венгрии – 5 млрд, Дании – 12 млрд и Швейцарии – 15 млрд.

Все эти нетрадиционные меры, адресованные в основном банкам зоны евро, по масштабам не сопоставимы с мерами, принятыми ФРС, Банком Англии и Банком Японии. Вместе с тем меры ЕЦБ способствовали обеспечению среднесрочной ценовой стабильности. В процессе восстановления экономики нетрадиционные меры ЕЦБ должны постепенно отменяться. Со II квартала 2012 г. постепенно отменялись некоторые меры, например регулирование численности и частоты операций по долгосрочному рефинансированию. Однако отказ ЕЦБ от нетрадиционных мер не должен негативно влиять на условия финансирования реальной экономики.

Пока рано судить о последствиях этих мер, принятых в условиях кризиса. Но можно сказать, что усилия, направленные на поддержку банков, приведут к повышению их роли в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики ЕЦБ.

Во-первых, более жесткие требования к собственным капиталам банков смогут усилить роль денежно-кредитной политики ЕЦБ. Можно также ожидать, что банки более строго будут отвечать на требования в отношении собственных капиталов и изменять объемы кредитования в ответ на изменения ключевой процентной ставки.

Во-вторых, введение более строгих требований к секьюритизации должно уменьшить возможности финансирования на рынке и оживить традиционный канал банковского кредитования.

В-третьих, введение более строгих требований к управлению банковской ликвидностью будет способствовать созданию в банках более значимого запаса ликвидности.

Под влиянием чрезвычайных мер в области денежно-кредитной политики, а

также оказания поддержки банкам и другим финансовым учреждениям размер и структура баланса ЕЦБ существенно изменились. В период с июня 2007 г. по декабрь 2008 г. активы ЕЦБ выросли на 90%. В первой половине 2009 г., в связи с некоторым улучшением положения на финансовом рынке, активы ЕЦБ уменьшились почти на 20% (рис. 2). В целом, активы ЕЦБ возросли с 913 млрд евро на конец июня 2007 г. до 3002 млрд евро на конец сентября 2012 г.

С 2008 по 2010 г. государственная поддержка банковского сектора принимала три главные формы:

- вливание капитала, чтобы помочь испытывающим трудности банкам или пополнить их собственные капиталы;
- помощь финансированию банков через предоставление им государственных гарантий эмиссий ценных бумаг или предоставление прямых государственных займов;
- приобретение государством токсичных банковских активов с целью оздоровления балансов.

Различные меры государственной политики в отношении поддержки банков и их влияние на государственные бюджеты представлены в табл. 1. Как видно, некоторые страны зоны евро (Италия, Кипр, Словения, Словакия) вообще не предпринимали никаких мер по поддержке банков, тогда как другие осуществляли масштабные меры. Государственное вмешательство, связанное с поддержкой финансового сектора, на конец 2011 г. привело в зоне евро к росту государственного долга до 87,3% ВВП, в том числе в Греции – до 165,3, в Италии – до 120,1 и в Ирландии – до 108,2%. Помимо прямого влияния на бюджетный дефицит и государственный долг, договорные обязательства государства оцениваются в 7,5% совокупного ВВП зоны евро. Потенциальные бюджетные риски особенно высоки в странах, которые поддерживают систему государственных гарантий.

### ***О новых поисках спасения зоны евро: шаг второй***

Вслед за ФРС США и Банком Англии ЕЦБ в конце 2012 г. перешел к печатанию необеспеченных активами евро, чтобы не

**Влияние различных форм государственного вмешательства в поддержку банковского сектора на бюджеты стран зоны евро, % к ВВП, данные на середину мая 2009 г.**

Страна	Тип государственного вмешательства						Бюджетные последствия		
	Гарантии*	Вливание капитала		Покупка токсичных активов	Обмен активами	Списание долга	Госдолг	Договорные обязательства государства	
		Участие в капитале	Займы					Согласованные	Потолок
Бельгия	21,0	4,0	2,1	0,0	0,0	0,0	7,4	21,0	34,6
Германия	6,3	1,3	0,0	1,7	0,0	0,0	2,9	6,3	18,7
Ирландия	214,6	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	214,8	247,0
Греция	0,6	1,6	0,0	0,0	1,3	0,0	1,6	0,6	6,1
Испания	3,1	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	1,8	3,1	18,9
Франция	1,1	0,7	2,9	0,0	0,0	0,0	3,8	1,1	16,8
Италия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Кипр	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Люксембург	12,8	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	12,8	0,0
Мальта	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Нидерланды	5,0	6,5	7,6	3,9	0,0	0,0	18,2	5,0	35,0
Австрия	6,6	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	6,6	27,8
Португалия	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	12,4
Словения	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	0,0	33,2
Словакия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Финляндия	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	28,1
Зона евро	7,5	1,3	1,1	0,9	0,0	0,0	3,3	7,5	19,9

\* За исключением гарантий банковских вкладов физических лиц.

Источник. Данные Европейского центрального банка ([http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey\\_201201.pdf](http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_201201.pdf);  
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview201206en.pdf>).

допустить обострения финансового кризиса в зоне евро. Вторая операция по долгосрочному рефинансированию (*Long term refinancing operation – LTRO*) была проведена им 29 февраля 2012 г., когда 800 банков ЕС получили под залог трехлетние кредиты на общую сумму 529,5 млрд евро.

Первая операция *LTRO* была проведена на ЕЦБ в декабре 2011 г., когда около 500 банков ЕС сделали трехлетние займы на общую сумму в 489 млрд евро. Таким образом, в рамках этой политики ЕЦБ уже предоставил европейским банкам сумму, превышающую 1 трлн евро. Результаты второго *LTRO* оказались в рамках, предсказанных рынком, – около 500 млрд евро.

В целом, макроэкономические условия руководства ЕС и зоны евро в настоящее время сводятся к следующим основным мерам: разработке и реализации экстренных программ международной помощи странам, находящимся в долговом кризисе; скупке ЕЦБ на вторичном рынке облигаций этих государств в целях недопущения роста до-

ходности по ним; к операциям *LTRO*. Отдельно стоят усилия Германии по реформе зоны евро и дополнение ее монетарного союза бюджетным. По общему признанию, наиболее эффективным из них является *LTRO*.

Специалисты считают, что благодаря этим действиям ЕЦБ удалось не допустить в самом конце 2011 г. потери ликвидности финансовым рынком зоны евро. Следствием этого стало не только наполнение банковской системы Евросоюза дешевыми и доступными кредитами, но и стабилизация рынка государственных облигаций Италии и Испании (рис. 2). Получив крупные и исключительно дешевые заемные средства, банки начали скупать казначейские вексели этих двух стран зоны евро, которые имели на тот момент очень высокую доходность. Среди операторов рынка данная операция даже получила название «ставка Саркози», так как именно экс-президент Франции со второй половины прошлого года настойчиво добивался либерализации монетарной и кредитной политики ЕЦБ.

Поскольку занимавший в тот период пост главы ЕЦБ Ж.-К. Трише под давлением Немецкого федерального банка Германии – Бундесбанка – противился переходу к подобной политике, ЕЦБ выдавал банкам лишь краткосрочные кредиты на 1, 3 и 6 месяцев, и только под залог первоклассных бумаг. Когда 1 ноября 2011 г. М. Драги сменил Ж.-К. Трише во главе ЕЦБ, он столкнулся с очень трудной проблемой: кризис задолженности зоны евро перерастал в кризис ликвидности и в угрозу потери банками и участниками финансового рынка ЕС доверия друг другу.

М. Драги нашел возможность отдалиться от Бундесбанка, для которого главной целью является поддержание в зоне евро ценовой стабильности за счет повышения ставки рефинансирования, и приступить к реализации более либерального монетарного курса. В частности, 9 ноября 2011 г. ЕЦБ снизил на 50 п.п. банковскую учетную ставку, чтобы облегчить доступ банков к кредитам (рис. 3).

Спустя почти пять недель ЕЦБ вновь снизил на 25 п.п. ставку, доведя ее до 1% годовых. Одновременно руководимый М. Драги Совет управляющих ЕЦБ утвердил решение о снижении качества ценных бумаг, которые банки Евросоюза могут использовать в виде залога для получения кредита. Однако подлинной «премьерой» М. Драги считается проведение 21 декабря 2011 г. первой операции по трехлетне-

му кредитованию банков. Тем самым он решился на шаг, который не хотел делать Ж.-К. Трише, – на увеличение почти в шесть раз срока, на который выдаются частным банкам займы под различные ценные бумаги (Schuknecht et al., 2011).

Как отмечается в итоговых документах ЕЦБ, новая политика во многом стала вынужденной, так как финансовый рынок зоны евро к середине декабря оказался перед угрозой потери ликвидности. 21 декабря 2011 г. за кредитами в ЕЦБ обратились 523 европейских банка, которые получили 489 млрд евро. При этом новые деньги составили 210 млрд евро. Остальное – продление кредитов, которые банки взяли ранее у ЕЦБ.

В настоящее время в деловом мире признают, что действия М. Драги спасли финансовый рынок зоны евро и привели к смене тенденций на нем. «Все увидели, что в зоне евро появилась структура, которая способна обеспечить кредитование финансового рынка и в необходимых количествах, – заявил сотрудник лондонского Сити. – Впервые за многие месяцы долгового кризиса была внесена определенная ясность в вопросе о гаранте в последней инстанции» (Там же).

Тем самым операция *LTRO* стала ответом на многочисленные требования ведущих аналитиков о необходимости превращения ЕЦБ в «неиссякаемый источник наличности». Правда, при этом М. Драги пришлось проигнорировать настойчивые

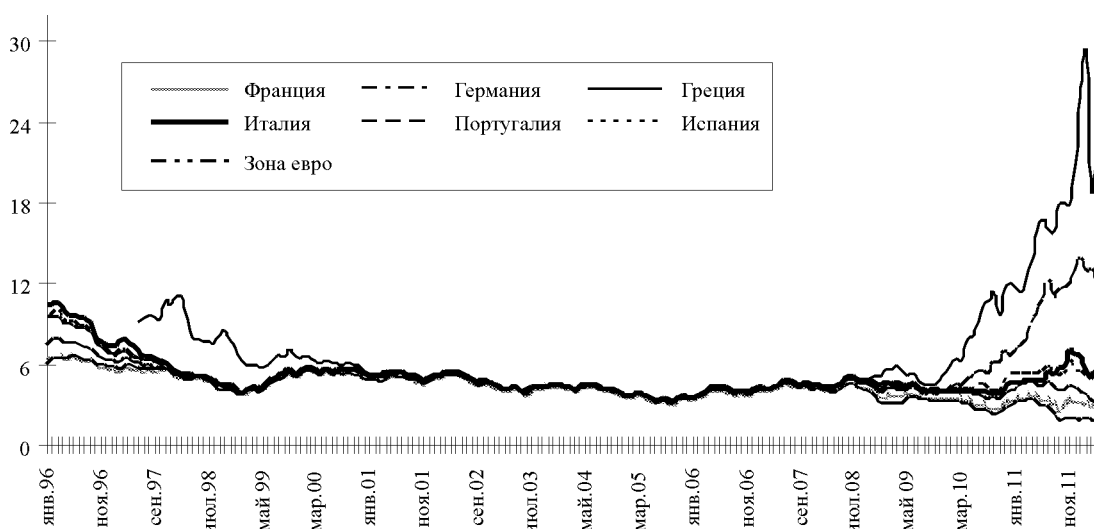
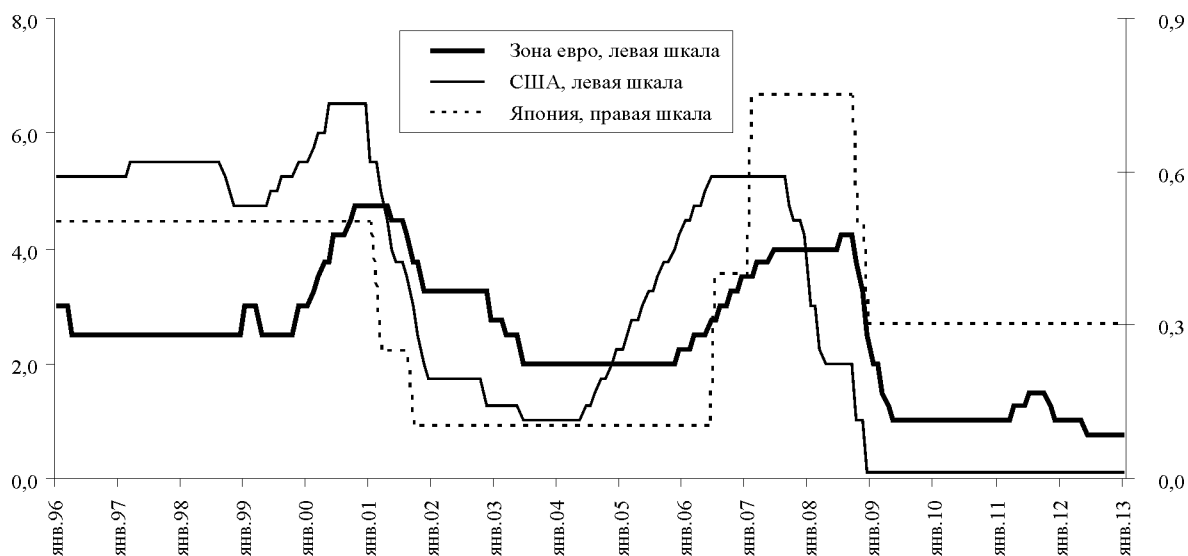


Рис. 2. Доходность по 10-летним государственным облигациям в странах зоны евро, 1996–2012 гг., % годовых.

Источник. Электронная база данных ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).



Примечание. До 1999 г. – ставка рефинансирования Бундесбанка.

Рис. 3. Ставки рефинансирования в зоне евро, США и Японии, 1996–2013 гг., % годовых.

Источник. Данные Европейского центрального банка (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn131>) и International Financial Statistics, 2013.

советы Бундесбанка, который отрицательно относится к идее печатания необеспеченных активами денег.

Аналитики считают эти действия ЕЦБ вынужденными: европейские банки, в отличие от американских, не провели сразу же после кризиса 2008 г. необходимую реструктуризацию своих активов, которая включала списание невозвратных долгов и увеличение собственного капитала. В результате к 2010 г. (началу долгового кризиса в Греции) банки ЕС подошли в очень плохом состоянии: на их счетах сохранялись многочисленные «плохие активы», образовавшиеся в результате потерь по ценным бумагам и выданным кредитам.

При этом на самый конец 2011 г. приходилось погашение банками ЕС крупных кредитов. Для того чтобы получить необходимые средства, они оказались перед перспективой массовой продажи из своих активов облигаций стран зоны евро. В результате динамика обесценения этих ценных бумаг грозила усилиться. В этих условиях новому главе ЕЦБ не оставалось ничего другого, как заняться массовой поддержкой наличными средствами европейских банков.

Объявив о второй программе *LTRO*, ЕЦБ одновременно еще больше снизил планку по качеству и ассортименту цен-

ных бумаг, под которые он выдает кредиты. 29 февраля (дата выдачи новой партии трехлетних кредитов под ставку 1%) за деньгами обратились 800 европейских банков. В их числе были и мелкие банки, которые ранее не могли пользоваться данными услугами ЕЦБ. В результате увеличился до 529,5 млрд евро и размер выданной суммы, 310 млрд из которой приходилось на новые деньги. Таким образом, с конца декабря ЕЦБ направил в финансовую систему зоны евро 520 млрд евро новых и необеспеченных активами денег.

Аналитики отмечают, что нынешний курс М. Драги не нов: на начальном этапе глобального финансового кризиса в 2007–2008 гг. власти США энергично проводили аналогичную операцию. Ее результатом стало укрепление основного капитала американских банков. Анализ развития событий за 2012 г. свидетельствует, что две операции *LTRO* оказались успешными и способствовали стабилизации как финансового и банковского рынков, так и рынка облигаций зоны евро (см. рис. 2).

С конца декабря произошел мощный рост спроса на облигации Испании и Италии, что определялось их высокой доходностью. Тем самым многочисленные банки подключались к исключительно выгодному бизнесу: приобретать на дешевые кредитные

деньги ЕЦБ итальянские и испанские казначейские вексели, закладывая их вновь в ЕЦБ и получать новые кредитные средства. При этом значительная разница между ставкой по взятым кредитам (1%) и доходностью по бумагам Италии и Испании (не менее 5%) автоматически приносит банкам значительную прибыль. Эта торговля, известная в деловом мире как «*carry trading*» (получение прибыли на устойчивой разнице доходности активов), в настоящее время процветает в банковском секторе Евросоюза.

Согласно данным ЕЦБ, в рамках декабрьского *LTRO* кредиты распределялись следующим образом: итальянские банки взяли 25% от общей суммы, испанские – 16, французские – 14, ирландские – 13, греческие – 11, немецкие – 7, португальские – 5%. Остальные 9% пришлось на другие страны Евросоюза. Следствием этого стало увеличение в январе 2012 г. на 50 млрд евро спроса на облигации Испании и Италии.

Одновременно, по словам аналитиков ЕЦБ, *LTRO* привело к снижению напряженности на межбанковском рынке Евросоюза, когда усилился спрос на облигации банков, включая рискованные виды ценных бумаг с повышенной доходностью. Этот факт исключительно важен, так как свидетельствует о процессе возвращения банковского и финансового рынка Евросоюза в нормальные условия. Вторая по счету операция *LTRO* способствовала укреплению данных тенденций. Как отмечалось в газете «*Wall Street Journal Europe*», *LTRO*, видимо, «представляет собой в настоящее время самое мощное оружие в арсенале Европы в борьбе с нынешним кризисом»<sup>7</sup>.

На рынках уже стало известно, что наиболее значительные суммы 29 февраля 2012 г. взяли банки Италии – 139 млрд евро, Испании – до 120 млрд евро и Германии – 100 млрд евро. Причем среди немецких банков в первых операциях *LTRO* участвовали средние и даже мелкие. Это стало возможным в результате расширения ЕЦБ номенклатуры принимаемых в качестве залога ценных бумаг.

При этом впервые в *LTRO* приняли участие через свои банковские структуры

<sup>7</sup> OECD. 2012. OECD Economic Surveys: Euro Area. OECD Publishing, Paris.

промышленные корпорации ЕС, в частности автостроительные. Среди последних – немецкие «*Volkswagen*» и «*Mercedes Benz*». Создавшийся дополнительный спрос уже привел к тому, что доходность по десятилетним облигациям Италии упала ниже 5%, чего не было с августа 2011 г. Все это позволило многим европейским политикам объявить, что худшее время кризиса задолженности уже позади.

Тем не менее не все настроены столь оптимистично относительно развивающихся в настоящее время на финансовом рынке и экономике Евросоюза событий. В частности, М. Драги заявил, что «ситуация по-прежнему остается неустойчивой, так как продолжает сохраняться неопределенность в отношении ряда стран зоны евро»<sup>8</sup>. Он предупредил о необходимости продолжать настойчивую борьбу с кризисом и не впадать в «излишний оптимизм и даже эйфорию». По мнению М. Драги, утверждения о том, что двухлетний долговой кризис зоны евро закончился, способны привести к отказу правительств некоторых стран зоны евро от продолжения реализации политики жесткой экономии.

Как считают европейские аналитики, в настоящее время деловой мир начинает задавать себе вопрос относительно экономического положения Испании. Это вызвано в первую очередь тем, что новый премьер-министр М. Рахой заявил на саммите о том, что дефицит государственного бюджета страны составит в 2012 г. 5,8% к ВВП, а не 4,4%, как это было ранее согласовано с Еврокомиссией и ЕЦБ.

Дополнительным сигналом о сохранении в финансовой и банковской системах Евросоюза ситуации повышенной неопределенности и неуверенности стал факт массового депонирования банками денег на счетах ЕЦБ.

Так, на следующий день после выданных 29 февраля 2012 г. гигантских кредитов рекордного уровня – 776,9 млрд евро – выросла сумма депозитов «*overnight*» на счетах

<sup>8</sup> ЕС. 2011. Proposal for a Regulation on the Strengthening of Economic and Budgetary Surveillance of Member States Experiencing or Threatened with Serious Difficulties with Respect to their Financial Stability in the Euro Area. COM (2011) 819 Final.

ЕЦБ. Как отметила в связи с этим «*Financial Times*», «банки предпочитают депонировать деньги на счетах ЕЦБ, а не вкладывать их в реальную экономику зоны евро»<sup>9</sup>.

При этом никто не может с уверенностью предполагать, каковы будут долгосрочные финансовые последствия операции *LTRO*. Как подчеркнул глава британского банка «*Standart Chartered*» П. Сэндс, «мы не знаем ничего относительно стратегии ЕЦБ по выходу из ситуации, связанной с предоставлением банкам неограниченных долгосрочных кредитов» (Blundell-Wignall, 2012). Таким образом, ЕЦБ идет вслед за ФРС США и Банком Англии, которые пытаются разрешить нынешний финансовый кризис, порожденный повышенной задолженностью ведущих мировых банков, предоставлением новых кредитов.

Еще одной стратегической опасностью является быстрое увеличение баланса ЕЦБ, который достиг в настоящее время 3,02 трлн евро, или 32% совокупного валового внутреннего продукта зоны евро. Теоретически баланс ЕЦБ не имеет предела, однако речь идет о качестве тех залоговых бумаг, которые ему предоставляют частные банки под кредиты. В случае если эмитент этих бумаг окажется неплатежеспособен, ЕЦБ вынужден будет понести по ним потери. Таким

образом, чем больше размеры баланса ЕЦБ, тем выше угроза убытков, а значит, тем меньше к нему доверия со стороны рынков (рис. 4).

При этом со стороны Бундесбанка уже раздаются первые угрозы. Как стало известно, его глава Й. Вайдманн направил специальное письмо М. Драги, в котором поставил под сомнение нынешний курс ЕЦБ. Согласно газете «*Frankfurt Allgemeine*», в послании «поставлено под сомнение решение М. Драги расширить перечень ценных бумаг, которые ЕЦБ принимает в качестве залога»<sup>10</sup>. По мнению управляющего Бундесбанка, это ведет к «привнесению риска в финансовую систему зоны евро»<sup>10</sup>.

Официально М. Драги не ответил на данное письмо, однако публично заявил, что второе по счету *LTRO* будет, видимо, последним. Но рынки сомневаются в верности данного прогноза.

Опасения Бундесбанка разделяет и значительная часть мирового бизнеса. Так, широкое распространение получило выступление известного американского инвестора Э. Таунсенда. «С 2009 г. вся мировая экономика поддерживается стимулами и печатанием новых денег. Я не думаю, что все эти меры являются подлинным решением, мы лишь накладываем временной

<sup>9</sup> OECD. 2012. OECD Economic Outlook. Vol. 1, June. OECD Publishing. Paris.

<sup>10</sup> OECD. 2012. OECD Economic Surveys: Germany. OECD Publishing. Paris.

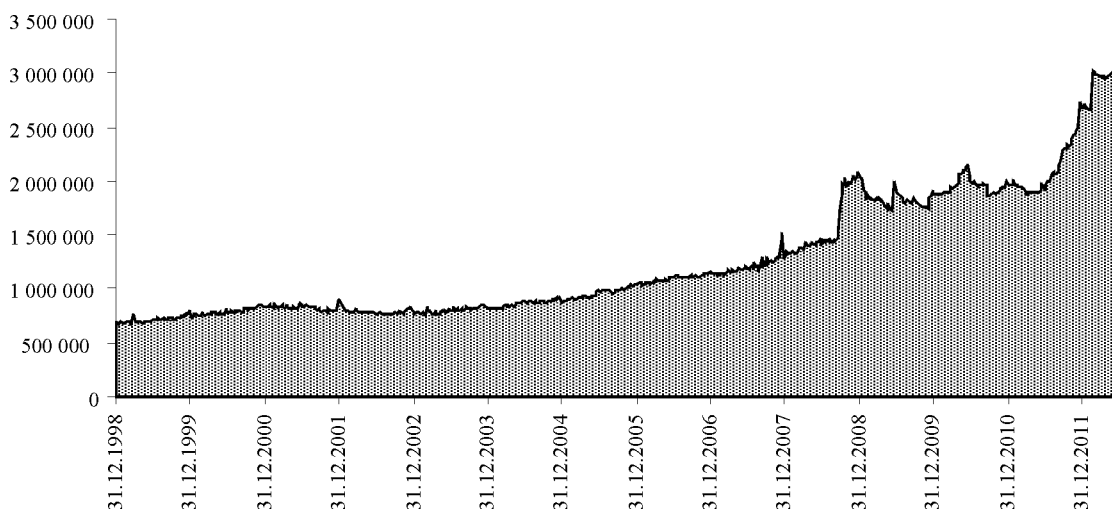


Рис. 4. Активы Европейского центрального банка, 1998–2012 гг., млн евро.

Источник. ECB Statistical Data Warehouse ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=123.ILM.W.U2.C.T000.Z5.Z01](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=123.ILM.W.U2.C.T000.Z5.Z01)).

бинт и сдерживаем симптомы болезни. При этом мы называем наши действия решениями», – заявил эксперт (Bouis et al., 2012).

По его словам, «ЕЦБ печатает деньги с тем, чтобы приобретать все увеличивающееся количество греческих облигаций, и объявляет это победой над кризисом задолженности зоны евро. Нынешние действия ЕЦБ по созданию новых денег лишь подорвут реальную стоимость евро и заставят в длительной перспективе серьезных инвесторов во все большей степени избегать инвестиций в номинированные в евро ценные бумаги. Эта политика не решает ничего» (Там же).

«Мы оказались в столь сложной ситуации, что рынки начали считать меры по борьбе с симптомами болезни за подлинные действия по ее лечению. Я считаю, что политика печатания денег будет продолжаться до тех пор, пока она не упрется в реальность. Однако никто не знает, когда именно это произойдет. Тем не менее, в один прекрасный момент мы окажемся в ситуации, когда больше не сможем печатать деньги», – заключает Э. Таунсенд (Там же).

Таким образом, чтобы ослабить влияние долгового кризиса на реальную экономику, ЕЦБ быстро и значительно снизил

ключевую ставку рефинансирования и принял ряд нетрадиционных мер, включая усиленную поддержку кредитования домашних хозяйств и предприятий. Поскольку эти меры имели чрезвычайный характер, со временем они должны быть постепенно отменены, когда ситуация на финансовых рынках нормализуется, а трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики начнет функционировать стабильно.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

**Hagemann R.** 2012. What are the Best Policy Instruments for Fiscal Consolidation? *OECD Economics Department Working Papers*. No 937.

**Barnes S., Davidsson D., Rawdanowicz L.** 2012. (forthcoming). *Europe's New Fiscal Rules*. Mimeo.

**Schuknecht L. et al.** 2011. The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform. *ECB Occasional Papers*. No 129.

**Blundell-Wignall A.** 2012. Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe. *OECD Journal: Financial Market Trends*. Vol. 2011. Issue 2.

**Bouis R. et al.** 2012. The Short-Term Effects of Structural Reforms: An Empirical Analysis. *OECD Economics Department Working Papers*. No 26.

(Окончание следует)

---

## EURO ZONE: FROM CRISIS POLICY TO GROWTH POLICY

Dmitrii Kondratov<sup>1</sup>

*Authors affiliation:* <sup>1</sup> Institute of Europe Russian Academy of Sciences (Moscow).

*Corresponding author:* Dmitrii Kondratov (dmikondratov@yandex.ru).

**ABSTRACT:** The article discusses the causes and various manifestations of the current European debt crisis. It is stated that the phase of the economy's rapid recovery has ended. Analyzed are the anti-crisis measures taken in industrial advanced countries in the period of 2007–2012. Considered are the impact of the world financial crisis on Europe's economy, the peculiarities of the ECB monetary policy in modern conditions, and the main directions of the fiscal policy.

**KEYWORDS:** Euro zone, global financial crisis, budget deficit, public debt, balance of payments.

**JEL-code:** D53, E42, F31, G01.



Материал поступил 5.02.2013 г.