

Г.В. Семеко

ЕВРОПА: КРИЗИС СУВЕРЕННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ И ЗОНЫ ЕВРО

После США эпицентр глобального финансово-экономического кризиса переместился в Европу. Главная тема кризиса в Европе та же самая – задолженность, однако сейчас речь идет не о частной, а о суверенной задолженности. По мнению главы Банка Франции К. Нуайе, «все бури, которые раскачивают экономику в последние годы, в конечном счете связаны с задолженностью: сначала с задолженностью американских семей, затем с задолженностью государств» (18). С мая 2010 г. все саммиты ЕС посвящены кризису и способам его преодоления.

Порочный круг «рецессия – суверенный долг»

Финансово-экономический кризис 2008–2010 гг. оказал огромное влияние на экономику и государственные финансы большинства стран ЕС. Налоговые доходы сократились из-за спада, а социальные расходы, напротив, увеличились из-за роста безработицы. До кризиса, в 2007 г., состояние государственных бюджетов стран ЕС было в целом благополучным. Спасение финансовой системы дорого обошлось европейским странам, бюджетные дефициты и долги стремительно нарастали. С конца 2007 г. до конца 2011 г. отношение долга к ВВП у ведущих стран региона повысилось более чем на 20 процентных пунктов (18).

Долговой кризис тормозит выход европейской экономики из рецессии; в большинстве стран ЕС, в том числе зоны евро, сохраняются низкие (а в отдельных странах отрицательные) показатели прироста ВВП, развивается спад в промышленности, высокого

уровня достигли безработица и инфляция, практически уже начался валютный кризис в зоне евро.

Пик экономического спада пришелся на 2009 г., когда ВВП сократился во всех странах зоны евро. В 2010 г. отрицательный прирост (сокращение) ВВП наблюдалось в Ирландии, Греции, Испании и Португалии, а в 2011 г. – лишь в Греции и Португалии. В остальных странах рост ВВП остается слабым – от 0,3% (Кипр) до 2,9% (Австрия, Словакия) (12) (табл. 1).

Таблица 1

**Прирост реального ВВП (по объему),
в % к предыдущему году**

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г. прогноз	2012 г. прогноз	2013 г. прогноз
ЕС (27 стран)	3,2	0,3	-4,3	2	1,6	0,6	1,5
Зона евро (17 стран)	3	0,4	-4,3	1,9	1,5	0,5	1,3
Бельгия	2,9	1	-2,8	2,3	2,2	0,9	1,5
Германия	3,3	1,1	-5,1	3,7	3	0,8	1,5
Эстония	7,5	-3,7	-14,3	2,3	8	3,2	4
Ирландия	5,2	-3	-7	-0,4	1,1	1,1	2,3
Греция	3	-0,2	-3,3	-3,5	-5,5	-2,8	0,7
Испания	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7	0,7	1,4
Франция	2,3	-0,1	-2,7	1,5	1,6	0,6	1,4
Италия	1,7	-1,2	-5,1	1,5	0,5	0,1	0,7
Кипр	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,3	0	1,8
Люксембург	6,6	0,8	-5,3	2,7	1,6	1	2,3
Мальта	4,3	4,3	-2,6	2,9	2,1	1,3	2
Нидерланды	3,9	1,8	-3,5	1,7	1,8	0,5	1,3
Австрия	3,7	1,4	-3,8	2,3	2,9	0,9	1,9
Португалия	2,4	0	-2,9	1,4	-1,9	-3	1,1
Словения	6,9	3,6	-8	1,4	1,1	1	1,5
Словакия	10,5	5,9	-4,9	4,2	2,9	1,1	2,9
Финляндия	5,3	0,3	-8,4	3,7	3,1	1,4	1,7
США	1,9	-0,3	-3,5	3	1,7	1,5	1,3
Япония	2,2	-1	-5,5	4,4	-0,9	1,8	1

В конце третьего квартала 2011 г. отношение государственного долга к ВВП в зоне евро (ЕС-17) установилось на уровне 87,4% (против 83,2% в конце третьего квартала 2010 г.), а в рамках ЕС-27 – на уровне 82,2% (против 78,5%). В структуре долга зоны евро 79,3% приходилось на ценные бумаги (кроме акций), ЕС-27 – 79,7%. Кредиты составляли соответственно 18,0 и 15,8%. Денежные средства и депозиты – соответственно 2,8 и 3,8% государственного долга (10, с. 1).

Наиболее высокий уровень государственного долга относительно ВВП отмечался у Греции (159,1%), Италии (119,6%), Португалии (110,1%) и Ирландии (104,9%). Напротив самый низкий уровень – у Эстонии (6,1%), Болгарии (15,0%) и Люксембурга (18,5%) (10, с. 2).

По сравнению с третьим кварталом 2010 г. у двадцати государств ЕС-27 наблюдался рост, а у семи снижение уровня задолженности относительно ВВП. Наиболее сильно этот показатель повысился у Греции (+20,3 п.п.), Португалии (+18,9 п.п.) и Ирландии (+16,5 п.п.), а снизился в наибольшей степени у Швеции (-1,6 п.п.), Люксембурга (-1,4 п.п.) и Болгарии (-0,9 п.п.) (10, с. 3).

Совокупный бюджетный дефицит стран зоны евро составлял в 2010 г. 6,3% ВВП против 10,5% ВВП у США, 9,6 – у Великобритании и 7,7% ВВП – у Японии (19).

Общий бюджетный дефицит в зоне евро, по предварительной оценке, составил в 2011 г. 4,3% ВВП против 6,3% в 2010 г. Среди ведущих стран зоны евро наибольших успехов в консолидации госбюджета добилась Германия, где бюджетный дефицит уменьшился с 4,3 до 1,1% ВВП. Этот показатель также снизился у Франции (с 7,1 до 5,7%), Италии (с 4,5 до 3,9%), Испании (с 9,3 до 8,0%) (7, с. 2).

Таблица 2

**Безработица, в % от экономически активного населения
(по состоянию на декабрь 2011 и 2010 г.) (11)**

	2011 г.	2010 г.
1	2	3
ЕС (27 стран)	9,9	9,5
Зона евро (17 стран)	10,4	10,0
Бельгия	7,2	7,6
Германия	5,5	6,6
Эстония	н/д	14,5

Продолжение табл. 2

1	2	3
Ирландия	14,5	14,5
Греция	н/д	14,4
Испания	22,9	20,4
Франция	9,9	9,7
Италия	8,9	8,1
Кипр	9,3	6,1
Люксембург	5,2	4,8
Мальта	6,5	6,6
Нидерланды	4,9	4,3
Австрия	4,1	4,2
Португалия	13,6	12,4
Словения	8,2	8,0
Словакия	13,4	13,8
Финляндия	7,6	8,1
США	8,5	9,4
Япония	4,6	4,9

Примечание: н/д – нет данных.

По оценкам Евростата, в ЕС-27 в декабре 2011 г. насчитывалось более 23,8 млн. безработных, из них 16,5 млн. в зоне евро. Это больше показателей декабря 2010 г. соответственно на 923 тыс. и 751 тыс. человек (11, с. 1) (табл. 2). Самый низкий уровень безработицы отмечен в Австрии (4,1%), Нидерландах (4,9%) и Люксембурге (5,2%), а самый высокий – в Испании (22,9%), Греции (19,2% в октябре 2011 г.) и Литве (15,3% в третьем квартале 2011 г.). По сравнению с 2010 г. безработица снизилась в 14 странах, повысилась в 12 и осталась неизменной в Ирландии (11, с. 1).

Первые сомнения в платежеспособности по государственному долгу возникли в отношении Греции, когда в конце 2009 г. вновь избранное правительство этой страны объявило о том, что бюджетный дефицит за год составил 12%, т.е. был вдвое выше прогноза, а государственный долг превысил 100% ВВП (18). Кредиторы утратили доверие к Греции и подняли процентные ставки по кредитам, сделав их фактически недоступными. В последние годы многие эксперты указывали на плохое управление страной: не проводились структурные реформы, приватизация, зарплата росла быстрее, чем производительность, фальсифицировалась государственная отчетность. Этот «взрывоопасный коктейль» сработал.

Долг двух других стран зоны евро – Ирландии и Португалии – вызвал крайнее недоверие рынков. Однако ситуации в этих двух странах существенно различались.

В Ирландии в последние десять лет отмечался сильный экономический рост, а управление бюджетом считалось образцовым. Но ее ошибка заключалась, во-первых, в чрезмерной ориентации банковского сектора на операции с недвижимостью в англосаксонских странах и, во-вторых, в принятии государством на себя роли гаранта этого сектора. Когда в 2010 г. страна испытала шок из-за кризиса на финансовом рынке и рынке недвижимости в США, а банки оказались под угрозой банкротства, то государству пришлось предпринять масштабные действия по их спасению. Бюджетный дефицит в результате резко вырос, провоцируя панику на рынках. Этот кризис в целом был достаточно локализованным и изолированным.

Кризис в Португалии, хотя и менее острый, чем в Греции, имеет с ним много общего. В последние годы развития страны были очень посредственными, темпы роста экономики и производительности – низкими, а управление бюджетом – небрежным. В итоге именно кризис доверия к платежеспособности по государственному долгу вызвал повышение процентных ставок по кредитам, сделав их недоступными в марте 2011 г.

Все три страны – Греция, Ирландия и Португалия – получили помощь от Евросоюза и МВФ.

В конце 2011 г. и другие страны зоны евро стали испытывать все большие финансовые трудности, в частности Испания и Италия. Здесь также ухудшение состояния государственных финансов способствовало утрате доверия финансовых рынков.

Антикризисные меры широко обсуждаются и реализуются в зоне евро. По сравнению с США для стран – членов зоны евро поиск мер по преодолению кризиса представляет более сложную проблему. На сегодняшний день им трудно, скорее даже невозможно, выработать законодательную платформу, которая была бы одинаково приемлема для всех стран-членов. Поэтому возникающие в отдельных странах финансовые проблемы приходится решать на двух уровнях. С одной стороны, каждая страна должна сама искать пути преодоления кризиса. Она может это делать, используя инструменты налогово-бюджетной политики. Как показывает опыт Греции, Испании, Франции, им удастся в той или иной мере реализовать эту политику. С другой стороны, у этих государств нет возможности использовать самостоятельно инструменты кредитно-

денежной политики. Эта политика реализуется на уровне ЕС путем принятия коллективных решений о предоставлении помощи той или иной стране для преодоления кризиса.

В связи с высоким бюджетным дефицитом и ростом суверенной задолженности страны ЕС начали принимать серьезные коррективные меры: от сокращения государственных расходов до повышения налогов и мер по улучшению функционирования экономики.

Новое правительство *Испании*, возглавляемое М. Рахоем (лидером праволиберальной Народной партии, одержавшей победу на парламентских выборах в ноябре 2011 г.), в декабре 2011 г. представило пакет мер экономии на 2012 г., который предусматривает сокращение государственных расходов на сумму примерно в 9 млрд. евро, а также временное повышение налогов на доходы, капитал и дорогие дома. Правительство намерено сократить бюджетный дефицит в 2012 г. до 4,4% ВВП.

В *Италии* пакет мер по корректировке, утвержденный в декабре 2011 г., расширит на 1,25 процентных пункта ВВП бюджетную консолидацию, предусмотренную на 2012–2014 гг., после июльского и сентябрьского пакетов (приведших к бюджетной консолидации порядка 3,25 и 1,25 процентных пункта ВВП в текущем и будущем году соответственно), достаточную для того, чтобы сбалансировать бюджет с учетом циклических колебаний на будущий год. Почти 40 млрд. евро правительство рассчитывает сэкономить за счет повышения налогов и урезания расходов. Основные элементы пакета включают введение вновь налогов на недвижимое имущество основного места проживания и пенсионные реформы (ужесточение критериев досрочного выхода на пенсию, снижение индексации пенсий и повышение пенсионного возраста). Благодаря этим и предыдущим реформам годовые расходы на пенсии, по прогнозам, снизятся в ближайшие 20 лет на 1,75 процентных пункта ВВП. Это самый высокий показатель среди стран с развитой экономикой (в которых прогнозируется рост расходов в среднем на 1,25 процентных пункта ВВП), несмотря на то что исходный уровень пенсионных расходов в Италии относится к самым высоким (7).

После первого набора мер, принятых в сентябре 2011 г., правительство *Франции* объявило о дополнительном бюджетном пакете на 2012–2016 гг., составляющем 1 процентный пункт ВВП, в том числе меры, составляющие 0,3 процентных пункта ВВП и принимаемые в 2012 г. В частности, меры, направленные на подавление стимулов для инвестиций на рынках недвижимости, со-

средоточены на начальном периоде и составляют более половины корректировки. Ускоренно проводится пенсионная реформа: новый пенсионный возраст (62 года) вводится на год раньше, в 2017 г., и ужесточается норма роста расходов на здравоохранение.

В *Португалии* новые меры по корректировке бюджета вводятся в 2012 г. и включают сокращение расходов, расширение базы НДС по стандартной ставке и снижение социальных расходов.

В *Ирландии* целевой показатель общего сальдо бюджета на 2012 г. остается в целом неизменным, несмотря на значительный пересмотр ожидаемых показателей роста в сторону понижения. Ожидается улучшение сальдо с учетом циклических колебаний на 0,7 процентных пункта ВВП (7, с. 4–5).

Ответ на долговой кризис на уровне ЕС включает две группы мер.

1. *Неотложные меры в отношении трех стран (Греция, Ирландия и Португалия) для обеспечения их необходимыми финансовыми ресурсами.* С августа 2011 г. в контексте замедления экономического роста напряженность на финансовых рынках ЕС вновь усилилась.

Решающую роль во время кризиса сыграли центральные банки, которые сначала сильно понизили ставки рефинансирования после 2008 г., чтобы стимулировать кредитование и рост. Для сокращения нехватки кредитов они осуществляли вливания капитала в банковский сектор. Евросистема, например, с 2008 г. проводит политику неограниченного рефинансирования по фиксированной ставке вместо предоставления расширенных гарантий, а с 2010 г. осуществляет покупку государственных долговых бумаг стран зоны евро. Расширяется также сотрудничество ведущих центральных банков мира, в частности, с целью привлечения ликвидных средств в иностранных валютах.

В мае 2010 г., когда стало ясно, что Греции потребуется внешняя финансовая поддержка, руководители европейских стран вынуждены были прибегнуть к кредитам на двусторонней основе. Позднее они создали временную программу поддержки – Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС) для предоставления помощи государствам – членам зоны евро, испытывающим финансовые трудности, который использовался Ирландией в декабре 2010 г. и Португалией в мае 2011 г. (7). Эта помощь всегда обусловлена жестким требованием к правительству страны-должника о принятии мер для оздоровления государственных финансов и восстановления конкурентоспособности. Страны-должники обязуются

снизить бюджетный дефицит, чтобы вернуть доверие частных кредиторов. Таким образом, помощь задумана как временная мера, поощряющая эффективное управление бюджетом.

По мере того как потрясения на рынках продолжались, кредитный потенциал ЕФФС почти удвоился, достигнув 440 млрд. евро весной 2011 г. Когда начало ухудшаться финансовое положение Испании и Италии, мандат ЕФФС летом 2011 г. был существенно расширен: была предусмотрена возможность предоставления превентивных кредитов и введены более гибкие механизмы кредитования (7).

В настоящее время ЕФФС реализует лишь программы помощи Ирландии и Португалии. Предполагается, что он будет финансировать и Грецию в рамках второй программы финансовой помощи стране. Летом 2012 г., как запланировано, к ЕФФС присоединится постоянно действующая программа поддержки – Европейский механизм стабильности (European stability mechanism, ESM). Его ресурсы составят 500 млрд. евро (26).

Планы помощи Португалии и Ирландии дали результаты. Так, Ирландия значительно сократила бюджетный дефицит, провела серьезные структурные реформы в экономике и даже встала на путь экономического роста. В Греции, к сожалению, не удалось реализовать намеченные реформы и уменьшить бюджетный дефицит, что усилило недоверие рынков. Чтобы изменить ситуацию, лидеры стран еврозоны и МВФ на экстренном саммите в Брюсселе 21 июля 2011 г. согласились выделить Греции второй транш помощи в размере 109 млрд. евро (первый раз МВФ и Евросоюз выделили греческим властям кредитную линию в размере 110 млрд. евро в мае 2010 г.). Взамен руководство Греции обязалось осуществить ряд мер, направленных на резкое сокращение бюджетных расходов: уменьшить зарплаты, повысить пенсионный возраст, сократить рабочие места, а также провести широкую программу приватизации.

Новый план помощи Греции содержал ряд важных с точки зрения европейской интеграции моментов:

- кредиты предоставлялись на более длительный период и под более низкие проценты;
- в исключительном порядке и только для Греции предусматривалось добровольное участие в кредитовании частного сектора;
- план существенно расширял возможности действий ЕФФС.

Однако Греция не выполнила условия (в частности, по снижению в кратчайшие сроки расходов греческого правительства на

325 млн. евро), которые позволили бы выделить им денежные средства, и окончательное подписание документа о предоставлении Греции финансовой помощи было отложено.

Вопрос об открытии второго транша помощи после длительных и трудных согласований был решен лишь 20 февраля 2012 г., когда министры финансов Еврогруппы на заседании в Брюсселе пришли к согласию о выделении международной финансовой помощи Греции. В рамках второй программы спасения страны от дефолта предусмотрено выделить из государственных источников 130 млрд. евро до 2014 г. Кроме того, частные кредиторы спишут Греции 53,5% долга, или более 107 млрд. евро (15).

Ранее суверенные долги рассматривались как абсолютно надежные активы, и в Европе в условиях взаимозависимости экономик и свободного движения капитала банки покупали в большом количестве долговые обязательства всех европейских стран. Так, немецкие и французские банки владеют значительной долей суверенных долгов Греции, Италии и Испании. Опасение дефолта государств-должников создало угрозу крупных банковских потерь. Эта угроза в случае ее реализации, в свою очередь, повышает опасения в отношении бюджетных возможностей стран-должников. В итоге раскручивается спираль роста опасений и недоверия на рынках. Понятно, что по большей части они не вполне оправданы.

Только ситуация с долгом Греции действительно носит критический характер, считает К. Нуайе (18). Другие страны официально и неоднократно подтверждали свое намерение погасить все долги, и есть основания доверять таким заявлениям. В частности, факты и цифры по Франции свидетельствуют о возможностях французских банков справиться с проблемами даже при экстремальных сценариях развития событий. Однако механизм роста рисков и недоверия запущен, и его трудно остановить.

2. Помимо неотложных мер государства ЕС должны ликвидировать основу кризиса – оздоровить государственные финансы. По-видимому, по отдельности страны осознали свою ответственность в вопросе обеспечения равновесия бюджета в максимально короткие сроки. Евросистема, в свою очередь, ужесточила бюджетную дисциплину: национальные бюджеты представляются на рассмотрение в Комиссию ЕС; санкции против нарушителей применяются автоматически; действуют надлежащие механизмы предупреждения; введен новый инструмент контроля над макроэкономическими дисбалансами и конкурентоспособностью.

В марте 2011 г. Совет ЕС одобрил обширную программу мер, направленных на преодоление последствий нынешнего финансового кризиса и на недопущение будущих кризисов. Эти меры сводятся к усилению превентивных и корректирующих механизмов, направленных против формирования внутренних и внешних диспропорций (дисбалансов), особенно против бюджетных дефицитов и снижения конкурентоспособности стран-членов. Меры включают, в частности, создание уже упомянутого Европейского механизма стабильности (ESM).

Политика стран ЕС базируется на трех неразрывных стратегиях (20):

- активные действия по восстановлению равновесия государственных финансов одновременно с прогрессивной консолидацией бюджета;

- структурные реформы, направленные на усиление потенциала роста и повышение конкурентоспособности;

- реформа государственного управления с целью последовательного проведения в жизнь различных оздоравливающих инициатив.

С начала 2011 г. в ЕС начала работать новая система надзора над финансовыми рынками и банковскими операциями. Контроль над этими сферами отныне переместился с национального уровня на уровень Евросоюза. Новая система надзора включает Европейский совет по системным рискам (European systemic risk board, ESRB) и три других европейских органа – Европейскую банковскую организацию (European banking authority, EBA), Европейскую организацию по страхованию и пенсионному обеспечению (European insurance and occupational pensions authority, EIOPA) и Европейскую организацию по ценным бумагам (European securities and markets authority, ESMA) (14). ESRB занимает центральное место в системе надзорных органов. Он должен отслеживать и оценивать возможные угрозы для финансовой стабильности, исходящие от макроэкономического развития и развития финансовой системы в целом, контролировать развитие финансовых рынков и своевременно предупреждать о возможных рисках. Для этого используются механизм раннего предупреждения и рекомендации по преодолению рисков в случае чрезвычайных ситуаций. Три ведомства по финансовому надзору должны сотрудничать с национальными надзорными органами для обеспечения финансовой солидарности и защиты потребителей финансовых услуг.

Обеспечение экономики достаточным объемом финансирования является одним из ключевых факторов повышения экономической активности в 2012 г. Кредитные учреждения должны наладить финансирование мелких и средних предприятий, которые не имеют прямого доступа на рынок кредитов. Ограничения долларového финансирования и важные реформы в области регулирования будут затруднять работу банков, тормозить потребление, быстро ухудшать качество долговых обязательств. Осторожная позиция банков, которые играют центральную роль в финансировании экономики и государства, будет только обострять ситуацию с кредитованием и повышать риски.

В 2011 г. Евросистема приняла серьезные решения, направленные на укрепление ликвидности банков – как кратко-, так и средне- и долгосрочной.

Что касается краткосрочных потребностей в ликвидности, то были продлены до июля 2012 г. процедуры рефинансирования банков, а также с 18 января 2012 г. ЕЦБ впервые в истории снизил норму обязательного резервирования с 2 до 1%, что позволяет высвободить примерно 100 млрд. евро ликвидных средств в зоне евро, в том числе 20 млрд. в рамках французской банковской системы.

Для увеличения среднесрочной ликвидности в конце 2011 г. ЕЦБ возобновил покупки обеспеченных банковских облигаций и начал новые операции по долгосрочному рефинансированию банков с помощью кредитов сроком на три года. Первая операция, проведенная 21 декабря 2011 г., позволила 523 банкам получить займы на общую сумму 489 млрд. евро. Кредиты предоставлялись по ставке, равной текущей базовой ставке ЕЦБ – 1% годовых. При этом были снижены требования к бумагам, служащим обеспечением при привлечении кредитов (20).

Некоторые категории обеспеченных облигаций, в частности базовым активом которых являются ипотечные кредиты или кредиты мелким и средним предприятиям, получили более высокий рейтинг. ЕЦБ поддержал использование частных долговых обязательств в качестве обеспечения операций рефинансирования. Планируется также временно упростить правила учета таких облигаций.

Овладение рисками и адаптация банков и страховых организаций к новым регламентациям. Органы пруденциального контроля будут отслеживать соответствующие процессы. Для банков наиболее важным является новое требование в отношении коэффициента достаточности капитала первого уровня (core tier one), который с 30 июня 2012 г. не может быть ниже 9%. У четырех об-

следованных французских банков – «BNP Paribas», «Groupe BPCE», «Groupe Crédit Agricole» и «Société Générale» – потребность в дополнительном собственном капитале в конце 2011 г. оценивалась в 7,3 млрд. евро (против 50 млрд. в конце 2008 г.). По мнению К. Нуайе, при условии правильного управления капиталом и адекватной политике распределения дивидендов этим банкам удастся успешно выполнить требование о достаточности капитала. Укрепление собственного капитала банков зоны евро должно продолжаться, учитывая перспективу перехода на нормативы соглашения Базель-3.

Другие новые регламентации в 2012 г. касаются управления ликвидностью и финансовыми учреждениями. Несомненно, в последней сфере главными проблемами являются политика в области вознаграждения и управления рисками.

Для страховщиков основные трудности будут связаны с введением стандартов директивы ЕС «Платежеспособность 2» (Solvency 2). К 31 октября 2012 г. всем страховым фирмам, работающим в ЕС, придется соответствовать новому законодательству. Основная цель новой политики – укрепление режима достаточности капитала. Директива предусматривает минимальный уровень собственного капитала для страховых компаний в Европе 2 млн. и 3 млн. евро в зависимости от вида бизнеса и предполагает постепенное приближение действующих подходов надзора к международным стандартам (20).

Истоки кризиса суверенного долга и пути его решения

Как свидетельствуют статистические данные, высокий бюджетный дефицит и чрезмерный суверенный долг характерны не только для европейских стран. В сравнении с США, где бюджетный дефицит равнялся в 2011 г. 9,5% ВВП (против 10,5% в 2010 г.), Великобританией (8,6 против 9,9% в 2010 г.) и Японией, где он вырос до 10,1% ВВП (против 9,3% в 2010 г.), ситуация в зоне евро не выглядит угрожающей (7, с. 2).

Суверенный долг у США в 2010 и 2011 гг. находился на уровне примерно 70,0% ВВП; у Великобритании в 2011 г., по предварительным оценкам, он составил 80,8% ВВП (против 75,1% в 2010 г.). Но рекорсменом по данному показателю среди промышленно развитых стран является Япония, где в 2011 г. суверенный долг превысил 233% ВВП (!) и на ближайшие два года прогнозируется его дальнейшее увеличение.

В этой связи встает вопрос: почему события в Европе вызывают такую обеспокоенность, причем во всем мире? Почему предсказываются развал зоны евро, выход из нее отдельных стран и другие далекоидущие последствия для европейского интеграционного процесса в целом? Эти вопросы сейчас находятся в центре внимания как руководителей государственных ведомств разного уровня, так и ученых – сторонников различных экономических течений. При анализе проблем с суверенным долгом в Европе многие исследователи указывают на их взаимосвязи с циклическим движением рыночной экономики, а также на взаимосвязи долговых кризисов с финансовыми и банковскими кризисами. В исследованиях МФВ и ряда западных ученых приводятся многочисленные подтверждения того, что большинство стран во всех регионах прошли через дефолты по долговым обязательствам, в том числе и страны европейского континента.

Уникальные данные, которые собрали известные американские исследователи К.М. Рейнхарт, сотрудник Института мировой экономики в Вашингтоне, и К.С. Рогофф, профессор Гарвардского университета, в прошлом главный экономист и руководитель исследований МВФ (2001–2003) (они изучили банковские, финансовые кризисы и кризисы долга в 66 странах мира с 1800 г.), свидетельствуют о почти универсальном распространении дефолтов суверенного долга (1). Большая часть глобальных банковских кризисов исторически ассоциировалась с наличием государственных дефолтов по внешнему долгу. Госдефолты участились после Первой мировой войны и продолжались во время Великой депрессии и Второй мировой войны. За этим последовали сравнительно спокойные десятилетия, пока кризисы долга не охватили развивающиеся страны в начале 1980-х и в 1990-е годы (1, с. 93). По мнению этих ученых, сравнительно недавний спокойный промежуток времени (2003–2008), когда правительства в целом платили по своим долгам, – это, скорее, исключение из правила.

В качестве одной из основных важных черт огромного количества кризисов К.М. Рейнхарт и К.С. Рогофф выделяют аккумуляцию избыточного долга, независимо от того, чей это долг – правительства, банков, корпораций или потребителей. Именно аккумуляция избыточного долга создает значительно большие системные риски, чем это кажется во время экономического бума. Масштабные долговые обязательства делают экономику уязвимой для кризисов доверия, особенно когда долг краткосрочен и требует постоянного рефинансирования. Бумы экономики, подпитываемые

долгами, дают фальшивые подтверждения политики правительства и способности финансовых институтов создавать прибыль, а также создают иллюзию повышения стандартов жизни.

Как показал анализ суверенного долга на момент дефолта за период 1970–2008 гг., более половины дефолтов в странах со средним доходом происходит на уровне отношения внешнего долга к ВВП ниже 60%, т.е. когда для реальных выплат по процентам нужны только несколько процентов от дохода (чтобы поддерживать постоянное отношение суммы долга к ВВП), а это обычно рассматривается как важный показатель устойчивости. Иными словами, соблюдение одного из основных требований Маастрихтского соглашения (отношение госдолга к ВВП должно быть ниже 60%), призванного защитить систему евро от правительственных дефолтов, не устраняет возможности их возникновения (1, с. 30).

В 1970-е годы утвердилось мнение, что государственный долг развитых стран Запада не несет никакого риска, и это способствовало развитию финансовых рынков. Широкую известность получило высказывание У. Ристона, в прошлом председателя правления «Citibank» (1967–1984): «Страны не бывают банкротами» (1, с. 64). Интересно, что оно было сделано непосредственно перед чередой государственных дефолтов 80-х годов прошлого века. На этой основе была выстроена вся архитектура цен на финансовые активы; причем относительная степень риска определялась характеристиками, присущими отдельным активам, и склонностью инвесторов к риску. При оценке стоимости финансовых активов базовой величиной была безрисковая процентная ставки. В настоящее время эта основа оценки подорвана (17).

Вместе с тем в некотором смысле У. Ристон был прав. Страны не становятся банкротами, как это бывает с компаниями. Государственное банкротство – это совершенно другой феномен, чем банкротство компании: здесь кредиторы зависят от желания суверенной нации выплачивать долг, а не от ее действительной способности к выплате. Кредиторы корпорации имеют четко определенные права, которые обычно позволяют им получить многие активы должника и наложить арест на часть его имущества. В случае с госдолгом кредиторы на бумаге могут иметь право сделать это, однако на практике возможность реализации этих прав очень ограничена.

Глобальные финансовые потрясения, как показывают данные за 1970–2008 гг., приведенные в книге К.М. Рейнхарт и К.С. Рогоффа, могут играть важную роль в создании волн дефолтов (1, с. 98).

Их выводы в полной мере подтверждаются событиями первого глобального кризиса XXI в.:

– серьезные финансовые кризисы редко случаются изолированно и являются скорее не «спусковыми крючками» спада, а чаще механизмами его усиления; когда темпы роста замедляются, развивается череда дефолтов по банковским заимствованиям и это снижает объемы их кредитной деятельности, что, в свою очередь, приводит к дальнейшему снижению производства и т.д.;

– банковские кризисы предшествуют или совпадают с кризисами суверенной задолженности; кроме того, за банковским кризисом следует валютный: падение стоимости национальной валюты может подорвать платежеспособность как частных, так и суверенных заемщиков, имеющих значительный долг в иностранной валюте.

Сильный рост долга правительства обусловлен расходами на меры по спасению банковского сектора. Если объем долга проиндексирован так, что он равняется 100 в момент кризиса (t), то в среднем реальный объем долга повышается до 185 через три года после кризиса. Иными словами, реальный объем долга практически удваивается (1, с. 203–204). «Подлинное наследство банковского кризиса – это большие государственные долговые обязательства, значительно превышающие прямые затраты на пакеты спасения экономики» (1, с. 204).

Кроме роста расходов правительств, банковские кризисы почти неизменно приводили к резкому снижению доходов от сбора налогов. Фактически важнейший фактор роста долга – это неизбежное падение доходов от налогов, которое следует за снижением производства. Эти не прямые фискальные последствия оказываются гораздо выше, чем обычные затраты, связанные со спасением банков.

В целом финансовые кризисы – это продолжительные события. Чаще всего, подводят итог К.М. Рейнхарт и К.С. Рогофф, они имеют три последствия: глубокий и продолжительный коллапс рынков недвижимости; глубокое снижение производства и занятости; резкий рост долга правительства. Сумма долга выросла в среднем на 86% (в реальном выражении относительно предкризисного уровня) в большинстве крупных эпизодов кризисов после Второй мировой войны (1, с. 265).

В Европе недооценка риска суверенного долга имела быстрые и драматические последствия. Устойчивость долга, как известно, определяется тремя переменными: текущим бюджетным дефицитом, темпом роста и процентной ставкой. Взаимосвязь между этими переменными и долгом выражена с помощью широко известной

проблемы «неприятной монетаристской арифметики»¹. По поводу суверенного долга в Европе многие экономисты и рыночные аналитики придерживаются гипотезы о его длительном слабом росте и стабильно высокой процентной ставке в периферийных странах. Слегка усовершенствованная и проработанная версия данной гипотезы принимает в расчет невозможность для стран зоны евро понижения его курса, в результате чего эти страны обречены на низкую конкурентоспособность и отсутствие роста.

Дж. Стиглиц, лауреат Нобелевской премии по экономике, резко критиковал действия европейских правительств, направленные на преодоление долговых проблем, во время Азиатского финансового форума в Гонконге (17 января 2012 г.). По его мнению, «политика жесткой экономии, не выдерживающая критики, ведет страны Старого Света прямо к хаосу» (16). Он сравнил методы, применяемые европейскими правительствами, с практикой пускания крови, господствовавшей в средневековой медицине.

Вместо того чтобы строить единое здание финансовой политики зоны евро, страны Европы обязали Грецию «затянуть потуже пояс», что только увеличило бремя государственной задолженности, так как экономический спад окончательно разрушил поток налоговых поступлений. По мнению Дж. Стиглица, политика должна быть прямо противоположной. Следует повысить налоги и сыграть на эффекте бюджетного мультипликатора, который является «основанием экономической теории» и который позволит стимулировать рост ВВП.

Решение этих долгосрочных проблем поможет решить краткосрочные проблемы (27). Более прогрессивное налогообложение, по сути перераспределение доходов от верхов к середине и низам, будет одновременно сокращать неравенство и повышать уровень занятости путем увеличения совокупного спроса. Более высокие налоги для верхов могут генерировать доходы для финансирования необходимых государственных инвестиций, а также могут обеспечить некоторую социальную защиту для тех, кто находится

¹ Речь идет о проблеме, которую описали американские исследователи Т. Саржент и Н. Воллес (Sargent T.J., Wallace N. Some unpleasant monetarist arithmetic // Federal reserve bank of Minneapolis quarterly rev. – Minneapolis, 1981. – Vol. 5, N 3. – P. 1–17). Они впервые показали, что при реалистичных предположениях ограничительная монетарная политика оказывается не в состоянии снизить уровень инфляции как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе без определенных изменений в фискальной политике (так называемая «неприятная монетаристская арифметика»). – *Прим. авт.*

внизу, в том числе для безработных. Даже без увеличения дефицита бюджета такое увеличение налогов и расходов в целях обеспечения «сбалансированного бюджета» приведет к снижению уровня безработицы и увеличит выпуск продукции.

Маловероятно, считает Дж. Стиглиц, что Европа поймет, что одна только экономия не решит ее проблем. Напротив, аскетизм лишь усугубит экономический спад. Без экономического роста долговой кризис будет только усиливаться (27).

Становится все более очевидным, что политические лидеры Европы не имеют четкого представления о том, что нужно делать (28). Преобладающее мнение заключается в том, что *все*, что необходимо, – это финансовая дисциплина – фискальный дефицит (или государственный долг) любой страны по отношению к ВВП не должен быть слишком большим. Но перед кризисом у Ирландии и Испании был профицит бюджета, а также небольшие долги, которые быстро превратились в крупный дефицит и высокий долг. Таким образом, сейчас европейские лидеры говорят, что именно дефициты текущих счетов членов зоны евро должны жестко контролироваться.

В таком случае любопытно, что по мере продолжения кризиса убежищем для глобальных инвесторов стали США, которые в течение многих лет имеют огромный дефицит текущего счета. Итак, как Евросоюз будет различать «хороший дефицит текущего счета» – когда правительство создает благоприятный деловой климат, генерируя приток прямых иностранных инвестиций, – и «плохой дефицит текущего счета»? Предотвращение плохих дефицитов текущего счета потребует гораздо большего вмешательства в частный сектор, чем это подразумевают неолиберальная доктрина и доктрина единого рынка.

У всех финансовых кризисов, наблюдавшихся в мире, в том числе и у кризиса 2008 г., есть общая черта: финансовые сектора вели себя плохо и не смогли оценить кредитоспособность и управлять рисками, как это от них ожидалось. Как считает Дж. Стиглиц, существование евро значительно затруднило правительствам реагирование на эти проблемы. Мандат ЕЦБ заключается в контроле инфляции, в то время как сегодняшние проблемы состоят в безработице, экономическом росте и финансовой стабильности. Без общего финансового органа единая валюта толкает страны к конкуренции в сфере налогов для привлечения инвестиций и увеличения производства и обеспечения экономического роста (28).

По мнению Дж. Стиглица, руководители северных стран Европы, которые утверждают, что евро будет работать эффективно, если получится навязать другим эффективную дисциплину, заблуждаются (28). Просто обвинять своих южных соседей в финансовом расточительстве или, как в случае с Испанией или Ирландией, осуждать их за разрешение рынку иметь полную свободу действий, не видя, куда это может привести. Но это не решает сегодняшнюю проблему: огромные долги в результате частных или государственных просчетов должны решаться *в рамках евро*. Сокращения в государственном секторе сегодня не решают проблемы вчерашнего расточительства; они просто загоняют экономики в более глубокую рецессию, заключает Дж. Стиглиц.

Достаточно жесткую позицию по вопросу о ситуации, сложившейся в Европе, занимает американский экономист Н. Рубини, профессор экономики Нью-Йоркского университета, один из самых авторитетных экспертов в мире по вопросам глобальных финансов, которого называют «человеком, предсказавшим кризис». В сентябре 2006 г. Н. Рубини, выступая на семинаре МВФ, заявил, что рынок недвижимости США рухнет из-за обилия высокорискованных кредитов, ипотечные агентства «Fannie Mae» и «Freddie Mac» обанкротятся, вслед за ними прекратят свое существование инвестиционные банки, а мировую финансовую систему охватит кризис. Через год с небольшим его прогноз сбылся. В настоящее время он предсказывает глубокий экономический кризис в Европе и развал зоны евро.

По мнению Н. Рубини, кризис в зоне евро имеет глубокие и структурные причины; на него сильно влияют по крайней мере четыре экономики: Ирландия, Португалия, Кипр и Испания (22). В последнее десятилетие Португалия, Ирландия, Италия, Греция и Испания (ПИИГИ) были основными потребителями зоны евро и тратили больше, чем был их доход, способствуя, таким образом, увеличению дефицита текущего счета. Тем временем ведущие страны зоны евро (Германия, Нидерланды, Австрия и Франция) являлись основными производителями и тратили меньше, чем был их доход, что увеличивало профицит их текущего счета.

Причиной такого внешнего дисбаланса стала также прочность евро с 2002 г. и отклонения в реальных процентных ставках и конкурентоспособности внутри самой зоны евро. Издержки на рабочую силу в стоимости единицы продукции упали в Германии и в других основных странах (так как рост зарплаты отставал от роста производительности), что привело к реальному обесценива-

нию и повышению профицита текущего счета. Одновременно обратное наблюдалось в странах ПИИГИ (и на Кипре) и привело к повышению стоимости единицы продукции и увеличению дефицита текущего счета. В Ирландии и Испании частные сбережения уменьшились, а «пузырь» на рынке недвижимости стал причиной чрезмерного потребления, в то время как в Греции, Португалии, Кипре и Италии именно чрезмерный бюджетный дефицит обострил внешний дисбаланс.

В результате накопление частного и государственного долга в тех странах, которые много тратили, стало неуправляемым, когда «жилищные пузыри» лопнули (Ирландия и Испания), а дефицит текущего счета, нехватка финансов или то и другое одновременно стали разрушительными по всей периферии зоны евро. Более того, огромный дефицит текущего счета периферийных стран, который подпитывался чрезмерным потреблением, сопровождался также экономической стагнацией и потерей конкурентоспособности.

Симметричная рефляция является лучшей альтернативой для возобновления экономического роста и конкурентоспособности на периферии зоны евро вместе с принятием необходимых мер строгой экономии и структурными реформами, утверждает Н. Рубини (22). Это подразумевает значительное смягчение финансовой политики ЕЦБ; предоставление неограниченной поддержки кредитором последней инстанции неликвидным, но потенциально платежеспособным экономикам; резкое снижение стоимости евро, что превратит дефицит текущего счета в профицит; фискальное стимулирование в странах, составляющих ядро зоны евро, если периферийные страны будут вынуждены проводить политику жесткой экономии.

К несчастью, Германия и ЕЦБ против такой альтернативы из-за перспективы временного повышения инфляции в странах, составляющих ядро зоны евро, так что она будет опережать инфляцию в периферийных странах. Вместо этого Германия и ЕЦБ сделали ставку на рецессионную дефляцию на периферии: меры строгой финансовой экономии, структурные реформы для повышения роста производительности и снижение издержек на рабочую силу в единице продукции, а также реальное обесценивание через регулирование цен в противоположность номинальному выравниванию валютного курса.

Данная альтернатива, по мнению Н. Рубини, создает много проблем. Меры строгой финансовой экономии, хотя и необходимы, но означают более глубокую рецессию в краткосрочный период. Даже структурные реформы снижают результат в краткосрочный

период, потому что требуют увольнения рабочих, закрытия убыточных фирм и постепенного перераспределения рабочей силы и капитала в пользу новых отраслей промышленности. Чтобы предотвратить спираль все углубляющейся рецессии и улучшить ситуацию со своим внешним дефицитом, периферия нуждается в реальном снижении цен и зарплаты. Но даже если цены и зарплаты упадут на 30% в следующие несколько лет (это было бы социально и политически неприемлемо), реальная стоимость долга резко увеличится, что усилит неплатежеспособность правительств и частных должников.

Если периферийные страны не смогут выйти из дефляционной ловушки высоких долгов, снижения выпуска продукции, слабый конкурентоспособности и структурного внешнего дефицита, то в конечном итоге они окажутся перед третьей альтернативой: дефолт и выход из зоны евро. Это позволит им оживить экономический рост и конкурентоспособность через обесценивание новых национальных валют.

Конечно, такой беспорядочный развал зоны евро был бы таким же серьезным шоком, как коллапс «Lehman Brothers» в 2008 г., если не хуже, указывает Н. Рубини. Чтобы избежать этого, основные экономики зоны евро будут вынуждены воспользоваться четвертой и последней альтернативой: «покупать периферию», чтобы она оставалась в состоянии низкого неконкурентоспособного экономического роста. Это потребует от Евросоюза принятия на себя огромных потерь по государственным и частным долгам, а также значительных трансфертных платежей, которые помогут поднять доходы периферии, но выпуск продукции в периферийных странах в то же время будет находиться в состоянии застоя.

Опыт такого «подкупа» в Европе есть: Италия делала что-то похожее на протяжении десятилетий – ее северные регионы субсидировали более бедные. Но такие постоянные финансовые трансферты политически невозможны в зоне евро, считает Н. Рубини, где «немцы являются немцами, а греки греками».

Иными словами, Германия и ЕЦБ имеют меньше власти, чем они полагают. Они должны отказаться от асимметричных мер урегулирования (рецессионная дефляция), которые перекладывают все тяжести кризиса на периферию, в пользу более симметричных (строгие меры экономии и структурные реформы на периферии в совокупности с рефляцией во всей зоне евро). В противном случае, считает Н. Рубини, «медленно прогрессирующее крушение поезда

финансового союза ускорится», так как периферийные страны объявят дефолт и выйдут из зоны евро.

Если зона евро не будет двигаться в сторону более крепкой экономической, финансовой и политической интеграции, рецессионная дефляция определенно приведет к беспорядочному развалу. Чтобы минимизировать отрицательные последствия экономического спада и предотвратить более глубокую депрессию и финансовый крах, Н.Рубини считает необходимыми следующие меры (23).

Во-первых, следует принять, что меры жесткой экономии, необходимые для предотвращения краха государственных финансов, оказывают понижающее влияние на объемы производства. Поэтому, если страны на периферии зоны евро вынуждены применять их, то в противовес их действиям страны, способные обеспечить краткосрочные стимулы для роста, должны это сделать и отложить свои усилия по введению жестких мер. В число таких стран Н. Рубини включает США, Великобританию, Германию, ядро Евросоюза и Японию.

Во-вторых, поскольку денежная политика имеет ограниченное влияние, когда проблемой являются чрезмерные долги и банкротство, а не неликвидность, полезным может стать «кредитное послабление». ЕЦБ должен изменить на противоположное свое ошибочное решение о повышении процентных ставок. Для Федеральной резервной системы США, Банка Японии, Банка Великобритании и Швейцарского национального банка требуется большее «кредитное послабление».

В-третьих, чтобы восстановить кредитный рост, банки и банковские системы зоны евро, которые имеют недостаточную капитализацию, должны получить финансирование по программе Евросоюза. Чтобы избежать дополнительного ограничения кредита, такого как дегилинг банков, нужно дать кратковременную отсрочку банкам по требованиям к капиталу и ликвидности. Кроме того, поскольку финансовые системы США и ЕС, скорее всего, не будут предоставлять кредиты маленьким и средним предприятиям, необходимо прямое предоставление государственных кредитов платежеспособным, но не имеющим достаточных ликвидных средств малым и средним предприятиям.

В-четвертых, необходимо крупномасштабное предоставление ликвидности для платежеспособных правительств, чтобы избежать резких скачков в спредах и потери доступа к рынкам, которые превратят неликвидность в неплатежеспособность. Необходимо

утроить официальные ресурсы – через Европейский стабилизационный фонд, евробонды или серьезное воздействие ЕЦБ.

В-пятых, необходимо осуществлять меры по снижению долгового бремени (кредитоспособных правительств, семей и финансовых учреждений) с помощью упорядоченной реструктуризации долга и конвертированию долга в собственный капитал.

В-шестых, даже если Греции и другим периферийным странам зоны евро предоставят средства для значительного снижения долга, экономический рост не возобновится, пока не будет восстановлена конкурентоспособность. Без быстрого возврата к экономическому росту нельзя избежать дефолтов и социальных беспорядков.

Существует три альтернативы для восстановления конкурентоспособности внутри зоны евро:

- резкое ослабление евро по отношению к доллару США, что маловероятно, так как экономика США также слаба;

- резкое снижение затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции через усиление структурных реформ и рост производительности по отношению к росту зарплаты; эта альтернатива также маловероятна, так как требует значительного периода времени (например, в Германии процесс восстановления конкурентоспособности занял 15 лет);

- снижение цен и зарплаты, например в Греции, в течение пяти лет на 30%, но это будет означать пять лет глубокого и социально неприемлемого экономического спада. Дефляция такого уровня усилит неплатежеспособность, поскольку реальная стоимость долга Греции увеличится за пять лет на 30%.

Ни одна из перечисленных альтернатив нежизнеспособна. Единственный путь для Греции и некоторых других членов зоны евро – это выход из валютного союза и введение национальной валюты. Только так можно вернуть конкурентоспособность и экономический рост.

В-седьмых, причины высокой безработицы и анемичного экономического роста развитых стран – структурные, включая рост конкурирующих рынков развивающихся стран. Соответствующим ответом на такие значительные перемены является не протекционизм, а восстановление конкурентоспособности и рабочих мест за счет значительных инвестиций в высококачественное образование, профессиональное обучение и улучшение человеческого капитала, инфраструктуры и альтернативные источники возобновляемой энергии.

Оценивая ближайшие перспективы, Н. Рубини настаивает на том, что впереди у европейских стран – риск не только глубокой рецессии, но серьезной катастрофы, которая может перерасти во вторую Великую депрессию, особенно если кризис зоны евро станет беспорядочным и приведет к глобальному финансовому краху (23). Ошибочная стратегия во время Великой депрессии 1930-х годов, напоминает он, привела к торговым и валютным войнам, беспорядочным долговым дефолтам, дефляции, увеличению неравенства доходов и богатства, бедности, отчаянию, социальной и политической нестабильности, которые в конечном итоге привели к возникновению авторитарных режимов и Второй мировой войне. Лучшим способом избежать повторения такой последовательности является сейчас смелая и агрессивная глобальная стратегия.

Зона евро и европейская валютная интеграция под вопросом

Современный кризис породил непрекращающиеся сомнения относительно будущего европейской валютной интеграции и евро. В настоящее время евро служит только своего рода эквивалентом механизма регулирования валютного курса, не обладая при этом гибкостью, присущей обменному курсу и позволяющей девальвировать денежную единицу, когда экономика страны встречается со структурными проблемами. Девальвация такого типа, вытекающая из структурных различий между экономиками стран еврозоны, а не из колебаний валют, порожденных финансовой спекуляцией, на самом деле является реально необходимой, считает, например, французский экономист Ж. Сапир (2).

Многие западные экономисты связывают современные проблемы в Европе с недостаточно продуманными и последовательными действиями руководства ЕС и отдельных стран зоны евро.

Так, критическую позицию в отношении комплекса мер, которые применяет ЕС для спасения евро, занимает К. Рогофф (21). Этот комплекс мер, считает он, основывается на спорной смеси неясных финансовых ухищрений и туманных обещаний умеренного азиатского финансирования. Он находит несколько загадочной сегодняшнюю относительно высокую стоимость евро, который продается с 40%-ной надбавкой к доллару США, хотя инвесторы относятся с большим скептицизмом к государственному долгу Южной Европы.

По мнению К. Рогоффа, существует одна очень важная причина того, почему цене евро следует упасть, и шесть не сильно

убедительных причин того, почему ей следует оставаться стабильной или вырасти.

Цене евро следует упасть, поскольку в отсутствие четкого пути к более крепкому налогово-бюджетному и политическому союзу, который может идти только через изменение конституции, сегодняшняя остановка системы евро на полпути выглядит все менее обоснованной. Представляется очевидным, что ЕЦБ будет вынужден скупать гораздо большие количества бросовых (высокодоходных, но ненадежных) государственных облигаций зоны евро. Это может сработать в кратковременной перспективе, но если риски дефолта государственного долга материализуются (что вполне вероятно, как показывает совместное с К. Рейнхарт исследование), придется рекапитализировать, в свою очередь, и ЕЦБ. Так или иначе опасность глубокого финансового кризиса является высокой.

Сегодняшняя высокая стоимость евро или ее дальнейшее повышение поддерживаются рядом обстоятельств.

Во-первых, инвесторы рассчитывают, что при худшем варианте северные страны ЕС эффективно «вытолкнут» более слабые страны, создав зону суперевро. Хотя данный сценарий и обладает определенной долей вероятности, любой распад будет крайне болезненным: прежде чем восстановиться, стоимость евро сначала резко упадет.

Во-вторых, инвесторы помнят, что, хотя доллар находился в эпицентре финансовой паники 2008 г., ее последствия распространились настолько широко и, как ни парадоксально, стоимость доллара даже выросла. Вполне возможно, что масштабный кризис евро произведет эффект «снежного кома» в США и в других странах мира и американские банки станут его своеобразным трансмиссионным механизмом, так как многие из них по-прежнему довольно уязвимы по причине низкой капитализации и огромного портфеля ипотечных кредитов, намного превышающего их рыночную стоимость.

В-третьих, иностранные центральные банки и государственные инвестиционные фонды, возможно, будут стремиться по-прежнему покупать евро для ограждения себя от рисков экономики США и своей собственной экономики.

В-четвертых, инвесторы могут посчитать, что в конечном счете риски США так же велики, как и риски ЕС. Действительно, политическая система США, похоже, поставлена в тупик и не может предложить никакого плана стабилизации среднесрочного дефицита бюджета.

В-пятых, сегодняшняя стоимость евро не кажется такой уж необоснованной с точки зрения его покупательной способности. Обменный курс 1,4 долл. за 1 евро является выгодным для экспортеров Германии, где некоторые немецкие компании убедили рабочих согласиться с сокращением зарплат для преодоления финансового кризиса. Однако для южной периферии зоны евро такой курс недостаточно высок в условиях, когда зарплата неуклонно растет, а производительность остается прежней. Но из-за того, что стоимость евро должна обеспечить баланс между интересами севера и юга зоны евро, можно оценить установившийся курс как разумный.

Наконец, многие инвесторы просто верят в то, что новый план лидеров зоны евро может сработать, хотя последние десять провалились. Всеобъемлющая реформа евро наверняка поможет некоторым странам через некоторое время, но не скоро и не всем. При этом не стоит рассчитывать на стабильный курс евро к доллару (а тем более на усиление евро) в следующем году, заключает К. Рогофф.

С. Аллар, заместитель начальника отдела в Европейском департаменте МВФ, анализируя долговой кризис в Европе с позиции интеграционных процессов, утверждает, что отчасти он является следствием неполной экономической, финансовой и бюджетной интеграции (5).

Европейский валютный союз (ЕВС) был создан на основе предположения о том, что выгоды от общей валюты будут превосходить издержки, связанные с отказом от национальных валют. В Пакте о стабильности и росте¹ (ПСР) предусматривалось, что общеевропейские институты будут пристально следить за бюджетами стран и ежегодно проводить их оценку, а также что будет поддерживаться достаточно жесткая бюджетная дисциплина, чтобы оставалась возможность преодолевать шоки в конкретных странах (5, с. 52). Координация реформ национальных товарных рынков или рынков труда должна была выровнять экономические системы, так чтобы они похожим образом реагировали на общие шоки.

¹ Пакт стабильности и роста (Pacte de stabilité et de croissance), подписанный в Амстердаме в 1997 г., – соглашение между государствами Европейского союза, касающееся налоговой и бюджетной политики. Пакт предусматривает контроль над налоговой политикой и санкции (после нескольких предупреждений) к странам-нарушителям. Критерии, которые обязаны соблюдать члены Евросоюза, следующие: годовой дефицит бюджета не более 3% ВВП; национальный долг меньше 60% ВВП либо приближается к этой величине.

Однако при введении ЕВС южные страны зоны евро и Ирландия (обобщенно называемые периферийными странами) испытали весьма специфический шок, указывает С. Аллар: в этих странах наблюдалось резкое снижение стоимости заимствований после многих лет более высоких процентных ставок, чем в их северных партнерах. Это позволяло фирмам финансировать производственные инвестиции с меньшими затратами и расширять производство. Такое, несомненно, позитивное изменение одновременно способствовало широкому распространению представления о том, что высокий экономический рост будет постоянным. Домашние хозяйства полагали, что они могут позволить себе гораздо более высокий жизненный уровень. Следствием стали покупательский бум, в основном за счет кредита, и быстрый рост цен на недвижимость. В свою очередь правительства вместе с их кредиторами принимали как должное доходы, создаваемые резким увеличением темпов роста, и не сберегали средства, сэкономленные на обслуживании долга в результате падения процентных ставок.

Тем временем, поскольку общая валюта устранила трансграничные транзакционные издержки, финансовая интеграция в зоне евро расширилась – еще одна выгода от ЕВС (5, с. 53). Но финансовые ресурсы поступали в периферийные страны в основном в форме банковских кредитов, а потому финансирование внутренних кредитов все больше опиралось не на средства, привлеченные с помощью депозитов, а на средства, привлеченные с рынка финансирования. В противоположность этому потоки акционерного капитала (например, связанные с трансграничными слияниями и приобретениями фирм, при которых риски распределяются между инвесторами) были небольшими.

Национальные органы финансового надзора поддались тому же оптимистическому настрою и благодушно относились к растущим кредитным рискам. Как следствие, возник риск того, что средств правительств может оказаться недостаточно для поддержки банковского сектора в случае финансового кризиса. В отсутствие общеевропейского надзорного органа риски, связанные с растущей взаимосвязанностью национальных финансовых систем, были оставлены без внимания.

Легкодоступное финансирование в пределах зоны евро позволяло игнорировать усиление разрыва между странами в уровне конкурентоспособности. В то время как Германия и соседние страны зоны евро перестраивали свои производственные модели, включая в них предприятия Восточной Европы, чтобы противо-

стоять конкуренции со стороны низкозатратных промышленных гигантов из Азии, периферийные страны как будто не замечали растущих издержек, по мере того как перегрев экономики приводил к сильному повышению заработной платы.

До того как возникла зона евро, проблемы суверенного долга были в основном проблемами внешнего долга. Номинальную стоимость внутреннего долга обычно можно было поддерживать, хотя нередко за счет усиления инфляции. С созданием зоны евро этот механизм исчез, и внутренний и внешний долг государств-членов стал неразличимым. К тому же отныне не существовало центрального банка, который мог его устранять с помощью инфляции.

Одновременно страны зоны евро сохраняли контроль над налогово-бюджетной политикой, и отсутствовало общее казначейство зоны евро, в том числе для поддержки операций ЕЦБ. Основатели зоны евро очень хорошо понимали необходимость поддерживать налогово-бюджетную дисциплину и рассчитывали на сочетание административных инструментов (ПСР) и рыночной дисциплины. Но оба механизма были ослаблены. План ПСР хорошо работал в благоприятные времена, но распался с наступлением глобального кризиса, заключает С. Аллар (5, с. 53).

Такую же точку зрения высказывают и другие зарубежные специалисты, в частности глава Банка Франции К. Нуайе, который указал, что кризис обнаружил важные недостатки, касающиеся соблюдения бюджетной дисциплины и управления экономикой в зоне евро (19). Очень трудно эффективно управлять единой валютой, подчеркивает он, при наличии множества национальных структурных и бюджетных политик.

Немаловажным, по мнению главы Банка Франции, является и тот факт, что большинство стран зоны евро вошли в кризис в состоянии, далеком от структурного и бюджетного равновесия, в результате чего они были поражены не только увеличением бюджетных расходов, но и – особенно – снижением бюджетных доходов. По данным МВФ, в группе развитых стран, включающей США и Великобританию, эти потери составляли около 2/3 общего бюджетного дефицита за период кризиса. В некоторых странах бюджетный дефицит возрос из-за увеличения объема государственных гарантий, предоставленных банковскому сектору (19).

Понимая, что валютный союз не будет работать без общей бюджетной дисциплины, основатели единой европейской валюты приняли ПСР, отмечает К. Нуайе, который содержал надежные принципы поддержания бюджетной стабильности в долгосрочном

аспекте. Однако реализация этих принципов была неудовлетворительной. Две главные ошибки заключались в следующем.

Во-первых, государства, в том числе Франция и Германия, не уважали превентивные рекомендации (дефицит бюджета всегда был близок к 3% ВВП, т.е. к максимально допустимому уровню в соответствии с Маастрихтским соглашением) и корректирующие меры (они никогда не принимали всерьез предусмотренные санкции).

В идеале соблюдение требования ПСР о том, что дефицит государственного бюджета не должен превышать 3% ВВП, означает поддержание строгой бюджетной дисциплины в зоне евро. Однако фактически пакт никогда и никем не воспринимался всерьез. На конец 2010 г. насчитывалось 97 случаев превышения бюджетного дефицита сверх 3% ВВП. При этом в 29 случаях это было результатом антикризисного регулирования, как это и предусматривалось пактом, а в остальных 68 случаях требования пакта нарушались, за что в отношении стран-нарушителей должны были вводиться санкции, которые, однако, ни разу не налагались (9).

Во-вторых, зона евро с самого начала не имела инструмента для поддержания конкурентоспособности. Идея была простой: при присоединении к валютной зоне, официальная цель которой состоит в удержании инфляции в пределах 2%, страна должна привести в соответствие с данной целью свои затраты на единицу выпуска продукции. Если страна не выполняет данное условие из года в год, то она теряет конкурентоспособность. Дело в том, что, выполнив требования, предъявляемые к претендентам на присоединение к валютному союзу, и вступив в этот союз, страна чувствует себя защищенной. Если появляются сомнения в отношении какой-либо страны, то реакция рынков бывает внезапной, сильной, обычно чрезмерной.

Какое будущее ждет Европу и зону евро? Ответу на этот вопрос посвящены книги двух известных французских экономистов Жака Сапира «Надо ли уходить от евро?» (24) и Мишеля Альетты «Еврозона: распад или федерация?» (4), опубликованные в 2011 г. Авторы обрисовывают два возможных способа оздоровить экономику и два пути выхода из кризиса, опасных и трудных, но возможных. Ж. Сапир, противник евро, ратует за радикальные меры, а М. Альетта – сторонник скорее восстановительной хирургии.

Ж. Сапир, руководитель исследований в одном из ведущих университетов Франции (École des hautes études en sciences sociales, EHESS), в недавнем прошлом игнорируемый крупными СМИ, в настоящее время стал одной из самых заметных фигур среди про-

тивников единой валюты. В своей книге «Надо ли выходить из зоны евро?» он объясняет, почему единая валюта не имеет будущего (24). По его мнению, то, что принято обозначать понятием «кризис евро», в действительности является результатом трех кризисов, переплетающихся между собой.

Первый – это кризис задолженности (государственной и частной), который душит некоторые европейские экономики. Евро выступает фактором увеличения долга, так как, во-первых, он заставляет государства привлекать для финансирования средства с финансовых рынков и, во-вторых, мешает исправить нарастающие различия в конкурентоспособности отдельных стран, не допуская девальвацию.

Второй – это структурный кризис, обусловленный завышенным курсом евро и его тормозящим влиянием на экономический рост. Этот кризис порождает нищету и безработицу (особенно среди молодежи) в южных странах Европы. В обстановке кризиса такая относительно завышенная оценка оказывает влияние на экономику стран зоны евро, которое опять-таки неравномерно распределяется по странам. Под жестким давлением «ошейника» единой валюты некоторые государства – члены зоны евро не видят иного выхода, кроме всевозрастающего роста (бюджетного) дефицита.

Третий – это кризис институтов, которые обеспечивают функционирование общей валюты, а именно федеративного государства и финансовых трансфертов между государствами – членами зоны. Сегодня всего этого не существует, как и условий для создания таких институтов.

Современный кризис имеет двойное измерение, указывает Ж. Сапир. В своем конъюнктурном измерении он порожден расхождением политики отдельных стран в ответ на проявления международного финансового кризиса. Эти расхождения отражают в свою очередь структурные диспропорции: евро не привел к гармонизации структур. Ж. Сапир делает вывод: отсутствие механизма управления межстрановыми структурными различиями (что возможно, например, в стране, основанной на принципе федерализма) является, без сомнения, слабостью зоны евро (2, с. 7–8).

История оценит ответственность европейских правительств, которые (по идеологическим соображениям, в силу конформизма, а иногда из-за малодушия) пустили ситуацию на самотек, так что теперь ее уже не исправить. История также покажет огромную вину тех людей в европейских столицах, которые пытались через еди-

ную валюту навязать федеративное государство народам, не желая такой валюты, указывает Ж. Сапир.

Для значительной части европейских политиков евро является тотемом, который надо защищать любой ценой, чтобы избежать огласки того факта, что политический проект Соединенных штатов Европы – это утопия, и его провал уже стал очевидным. Единая валюта утратила свое предназначение и превратилась в фетиш в религиозном смысле этого слова.

Как считает Ж. Сапир, выбор в пользу той модели единой валюты, которая сейчас существует, был не единственным возможным решением. Более приемлемым, по его мнению, было создание общей валюты, которая обращается одновременно с национальными и дополняет их в международных сделках. Преимущества были бы теми же (стабильность, снижение издержек коммерческих операций), но одновременно появилась бы возможность периодически корректировать валютные курсы в случае необходимости. И такое решение потребовало бы строгого контроля над движением капитала – того, что приверженцы либерализма всегда отрицают.

Единая валюты была представлена ее создателями как решение, позволяющее преодолеть кризисы ЕВС, хотя в действительности кризисы связаны с отсутствием контроля. Концепция евро с самого начала была несовершенна. В частности, она предполагала жесткость и невозможность корректировать отклонения в конкурентоспособности, которые должны были компенсироваться трансфертами между «регионами» (как это происходит в рамках национальных государств). Ничего такого до сих пор нет главным образом потому, что Германия этого не хочет, а также потому что народы, по-видимому, никогда на согласятся на такой «федеративный скачок» (8).

Цель единой валюты заключалась не в том, чтобы повысить экономическую эффективность, а в том, чтобы создать Соединенные штаты Европы. Однако бессмысленно мечтать о федеративной Европе, когда народы не разделяют эту мечту.

Сторонники плана федеративной Европы считают его панацеей от экономических проблем, но наталкиваются на реальность: не существует единого сообщества граждан, объединенных общими интересами, нет ни европейской нации, ни европейского народа, ни общего проекта. Технократический и вынужденный федерализм не может быть единственной перспективой для разнородной группы наций, имеющих многовековую историю. В этих условиях

неудивительно, что 75% немцев и 68% французов против новой помощи Греции.

Гипотеза федерализма уже была отклонена народами (в частности, на референдуме во Франции и Нидерландах в 2005 г.), но кризис вновь поднял эту тему: высокомерность и непрекращающиеся требования А. Меркель рассматриваются греками как диктат империалистов, в то время как немецкие, австрийские и нидерландские СМИ посмеиваются над медлительностью и враньем стран «средиземноморского клуба». Трудно понять, как в таких условиях может возникнуть гипотетический «общий европейский интерес».

В противоположность тому, что говорят сторонники евро, единая валюты не сблизила страны, а, наоборот, усилила различия между ними: сильные стали сильнее, а слабые – слабее. Кроме того, единая валюта вовсе не стала защитой от спекуляций: просто изменился их характер (с игры на обменных курсах они переместились на операции с процентными ставками).

Такие известные европейские политики, как Р. Проди и Ж. Делор, предполагали, что евро будет способствовать росту европейской экономики. Но все было как раз наоборот: рост в зоне евро стал отставать от роста в других развитых странах. Среднегодовой прирост ВВП в зоне евро в 2001–2011 гг. равнялся 1,1% против 1,1 в США, 1,6 – в Великобритании, 3,1 – в Австралии, 2,1% – в Канаде и т.д. (8).

По мнению Ж. Сапира, евро стал дополнительным грузом для экономики зоны евро, различия в конкурентоспособности усилились: если взять за точку отсчета конкурентоспособность Германии, то по отношению к ней некоторые страны (Испания, Италия и Греция) утратили с момента перехода на евро примерно 25% своей конкурентоспособности.

Это объясняется политикой «танца одного танцора», которую проводит Германия, начавшая с 2002 г. осуществлять меры жесткой экономии в ущерб интересам большинства своего населения. Значительный актив торгового баланса Германии в торговле со странами зоны евро позволил ей компенсировать сокращение этого показателя в торговле со странами за пределами ЕС (такими как Китай и Индия). Данная стратегия, не направленная на сотрудничество, вывела из равновесия остальные страны зоны евро.

Так называемая «немецкая модель» стала возможной по той причине, что политику жесткой экономии проводила только одна Германия. Если данная политика получит широкое распространение, то Германия потеряет свои экспортные рынки (8).

Сторонники единой валюты предсказывают апокалипсис в случае развала зоны евро. Однако в этой связи встает вопрос: а что обойдется сохранение столь плохо продуманной и разбалансированной зоны?

Издержки спасения Греции и других стран, оказавшихся в трудном положении (Португалии, Ирландии, Италии, Испании), Э. Сапир оценивает для всей зоны евро в несколько сотен миллиардов в год в течение восьми лет. Еще хуже то, что предполагается осуществлять эту защиту неприкосновенности единой валюты путем всеобщего использования политики жесткой экономии. Ее последствия неизбежно ощутят все народы. «Защита евро любой ценой с помощью радикальных мер по стабилизации отношения “долг/ВВП” трансформирует Европу в зону социального регресса и всеобщей экономической рецессии» (8).

По мнению Ж. Сапира, *единственным ответом предстоящему кризису будет отказ от евро* (25). Вполне допустимо, что со временем такие страны, как Греция, выйдут из зоны евро. Это не будет концом света: многие страны (Россия в 1998 г. и Аргентина в 2002 г.) смогли восстановить экономику после кризиса. Распад зоны евро – это возможность, которую следует рассматривать.

В условиях кризиса такое решение, как «монетизация» долга (прямая покупка суверенных долгов ЕЦБ), полагает Ж. Сапир, может остановить спекуляции и дать передышку зоне евро на несколько лет. Проблема заключается в том, как к этому отнесется Германия, которая не хочет принимать такое решение. Будучи временным, это решение не ослабит структурных проблем, зато может дать европейским руководителям возможность спланировать «в верхах» выход из кризиса, подготовив, например, переход к «общей валюте».

Сегодня не только евро – эта непрочная и несовершенная конструкция – агонизирует, но и определенная концепция единой Европы. Сегодня странам приходится дорого расплачиваться за временную победу восторженных поклонников единой Европы. Нынешний кризис, по словам Ж. Сапира, это расплата одновременно за ошибки чрезмерной задолженности и за политическую ошибку, которой стало Лиссабонское соглашение, и за пренебрежение демократией, последовавшее за референдумом по конституционному соглашению в 2005 г.

Самые убежденные скептики должны признать: помимо кризиса в отдельных странах, который в каждом случае имеет специфические причины, помимо кризиса в системе управления зоной

евро, предсказуемого, но обостряющегося из-за противостояния между Германией и Францией, есть кризис единой валюты. Диспропорции, вызванные единой валютой, постепенно пробивали бреши в экономике зоны евро. Хотя кризис 2008 г. дал решительный толчок кризису евро, этот кризис просто дождался сбоя в мировой экономике, чтобы стать явным.

Нынешний кризис связывается с опасениями в отношении ситуации в США, которая остается неустойчивой и опасной с плохими прогнозами в отношении роста. Совпадение кризисов заставляет забыть, что у кризиса зоны евро есть своя специфика, и последствия введения единой валюты усугубляют кризис. В то же время это совпадение напоминает, что в глобализованном мире разные проблемы тесно взаимосвязаны. Существование политически слабого евро, на многие годы привлекавшего к себе внимание международных спекулянтов и сдерживающего развитие европейских экономик, гораздо выгоднее руководителям в Вашингтоне. Если евро исчезнет, то на переднем плане окажется доллар, которому придется противостоять расширившимся из-за краха единой валюты спекуляциям.

Какие бы аргументы ни выдвигали сторонники евро, очевидно, что единая европейская валюта, с появлением которой связывали столько надежд, не оправдала ни одной из них. Самое страшное – что вместе с евро может умереть принцип монетарной координации, и вопрос сегодня состоит в том, можно ли спасти этот принцип координации в свете краха, ожидающего евро, резюмирует Ж. Сапир (25).

Главный урок, с точки зрения Ж. Сапира, состоит в «провале сотрудничества на европейском уровне». По этой позиции к нему присоединяется профессор экономики Университета Нантерра М. Альетта, но главной проблемой М. Альетта считает «поляризацию» между странами, составляющими промышленный конкурентоспособный центр, и странами периферии, которые получают «кредитный допинг» (4).

Корни европейского кризиса, который принял катастрофические размеры в 2011 г., по мнению М. Альетты, лежат в генетических пороках евро, который так и не стал полноценной валютой из-за крупного конструктивного дефекта, заложенного в его основании, а также из-за различий в конкурентоспособности между Германией, с одной стороны, которая обеспокоена увеличением актива внешней торговли, и остальными странами зоны евро, в которых растет внешнеторговый дефицит (4). Проблемы обостря-

ются из-за отклонений от нормы в развитии частных финансов, которые оставлены вне всякого контроля. Все это используется в качестве аргументов в защиту мнения, что «федеративный союз европейских государств стал необходимым». Этот федерализм, разъясняет М. Альтетта, имеет три неразделимых столпа: сделать евро полноценной валютой, изменив мандат ЕЦБ и возложив на него функцию кредитора в последней инстанции; создать систему экономического управления, при которой разработка бюджетов происходит в процессе диалога между Европарламентом и национальными парламентами; обеспечить распределение государственных долгов по объединенному финансовому рынку общих облигаций (евробондов). Европа, таким образом, должна способствовать установлению «обновленного валютного порядка» и укреплять свое экономическое управление, заключает М. Альтетта (4, с. 172).

Перспективы развития ЕС на ближайшие годы не внушают оптимизма. Как считают многие эксперты, выход из кризиса будет длительным и тяжелым. Устойчивость долговой ситуации продолжает оставаться серьезной проблемой, которую пока не удалось решить. Экономический рост – важнейшее условие устойчивости бюджета – оказался более труднодостижимым, чем ожидалось. Проводя политику жесткой бюджетной экономии для снижения долгового бремени, правительства стран ЕС отодвигают на все более отдаленные сроки выход из рецессии, а следовательно, увеличение государственных доходов от налогообложения и стабилизацию государственных финансов.

Сторонники единой валюты обычно подчеркивают защитную роль евро во время кризиса, в частности, указывая, и совершенно справедливо, на то, что евро помог государствам – членам этой зоны избежать последствий резких колебаний их валют по отношению друг к другу. Но такие колебания – о чем защитники постарались умолчать – могли иметь место лишь при условии введения принципа полной конвертируемости. Контроль над капиталом, который в настоящее время рекомендован МВФ, также мог бы помочь избежать резких колебаний валют.

Хотя в прошлом валютная интеграция принесла зоне евро определенные выгоды, во время кризиса институты, составляющие основу общей валюты, оказались явно неадекватными. В итоге издержки валютной интеграции стали чрезмерно высокими, что сделало очевидным необходимость передачи центру больших суверенных полномочий в бюджетной и валютной сферах при ограничении соответствующих функций национальных органов власти.

Литература

1. Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе: Восемь столетий финансового безрассудства / Пер. с англ.; Предисл. Хазина М. – М.: Карьера Пресс, 2011. – LVI, 470 с. – Библиогр.: С. 457–470.
2. Сапир Ж. Кризис еврозоны и перспективы евро // Проблемы прогнозирования. – М., 2011. – № 3. – С. 3–18.
3. Чувахина Л.Г. Вторая волна кризиса: Миф или реальность? // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. – М., 2011. – № 4. – С. 19–28. – Режим доступа: http://www.nifi-abik.ru/nifi/info/vtoraya_volna.pdf
4. Aglietta M. Zone euro: Eclatement ou federation. – P.: Michalon, 2011. – 188 p.
5. Allard C. More Europe, not less // Finance a. development. – Wash., 2011. – Sept. – P. 52–54.
6. Arnaud Ph. Quel avenir pour la zone euro? // Le Monde. – P., 2011. – 16 janv. – Mode of access: http://www.lemonde.fr/idees/article/2012/01/16/quel-avenir-pour-la-zone-euro_1630129_3232.html
7. As downside risks rise, fiscal policy has to walk a narrow path // IMF Fiscal affairs department Fiscal monitor. – Wash., 2012. – Jan. 24. – P. 1–7. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/update/01/pdf/0112.pdf>
8. Duval Y. Pour Jacques Sapir, la sortie de l'euro est inevitable // Les echos. – P., 2012. – 30 janv. – Mode of access: <http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/international/europe/221142787/jacques-sapir-sortie-leuro-est-inevitable>
9. EEAG Report on the European economy 2011 // IFO-Schnelldienst. – München, 2011. – Jg. 64, N 6. – S. 29–35.
10. Eurostat: Dette publique de la zone euro en baisse à 87,4% du PIB // Communiqué de press. – Bruxelles, 2012. – N 20, 6 févr. – 5 p. – Mode of access: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-06022012-AP/FR/2-06022012-AP-FR.PDF
11. Eurostat: Euro area unemployment rate at 10,4% // Newsrelease: Euroindicators. – Brussels, 2012. – N 16, 31 Jan. – 4 p. – Mode of access: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-31012012-AP/EN/3-31012012-AP-EN.PDF
12. Eurostat: Taux de croissance du PIB reel. – Bruxelles, 2012. – 13 févr. – Mode of access: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1>
13. Eurostat: EU27 current account deficit 21.4 bn euro // Newsrelease: Euroindicators. – Brussels, 2012. – N 11, 19 Jan. – 6 p. – Mode of access: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-19012012-AP/EN/2-19012012-AP-EN.PDF
14. Financial services: Additional legislative proposal to complete the framework for financial supervision in Europe. – Mode of access: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/49&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
15. Grèce: le plan de sauvetage «ferme la porte au défaut de paiement» // Monde. – P., 2012. – 21 févr. – Mode of access: <http://www.lemonde.fr/crise-financiere/article/>

2012/02/21/accord-de-la-zone-euro-sur-un-plan-de-sauvetage-de-la-grece_1646092_1581613.html

16. Gresillon G. Stiglitz exhorte les Européens à repenser leur gestion de la crise // Les Echos. – P., 2012. – 17 janv. – Mode of access: <http://www.lesechos.fr/economie-politique/monde/actu/0201846370526-stiglitz-exhorte-les-europeens-a-repenser-leur-gestion-de-la-crise-276137.php>
17. Noyer Ch. Discours au Symposium international «After the global crisis, which models of growth?» Tokyo, 3 octobre 2011. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2011/apres-la-crise-globale-quels-modeles-de-croissance-tokyo-3-10-2011.pdf>
18. Noyer Ch. Enjeux et perspectives de l'économie mondiale: Discours. – 14 nov. 2011. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/enjeux-et-perspectives-de-l-economie-mondiale-la-reunion-14-11-2011_01.pdf
19. Noyer Ch. La zone euro: défis et réponses. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2011/18042011.pdf>
20. Noyer Ch. Voeux du gouverneur de la banque de France et président de l'autorité de contrôle prudentiel: Discours. – 16 janv. 2012. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/voeux-Christian-Noyer-16-01-2012-2.pdf
21. Rogoff K. A Gravity test for the euro. – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff86/English>
22. Roubini N. Down with the Eurozone. – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini44/English>
23. Roubini N. How to prevent a depression. – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini42/English>
24. Sapir J. Faut-il sortir de l'Europe. – P.: Le Seuil, 2011. – 192 p.
25. Sapir J. Pour Sapir, nous sommes près de la fin de l'Euro // Tribune. – P., 2011. – 19 sept. – Mode of access: http://www.marianne2.fr/Pour-Sapir-nous-sommes-pres-de-la-fin-de-l-Euro-1_a210557.html
26. Traité instituant le Mécanisme européen de stabilité (MES). – Bruxelles, 2012. – 1 févr. – Mode of access: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=DOC/12/3&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=en>
27. Stiglitz J. 2012, année de tous les périls? – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz147/English>
28. Stiglitz J. What can save the euro? – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz146/English>
29. The European stability mechanism // Month. bull. of ECB. – Frankfurt a. Main, 2011. – N 7. – P. 71–84. – Mode of access: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201107en.pdf>