

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ НАУКИ

**ИНСТИТУТ ЕВРОПЫ  
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ  
НАУК**

125009, МОСКВА, МОХОВАЯ УЛ., 11-3  
ТЕЛ.: +7(495)692-10-51/629-45-07  
ФАКС: +7(495)629-92-96  
[WWW.INSTITUTEOFEUROPE.RU](http://WWW.INSTITUTEOFEUROPE.RU)



**INSTITUTE OF EUROPE  
RUSSIAN ACADEMY OF  
SCIENCES**

125009, MOSCOW, MOKHOVAYA STR., 11-3  
TEL.: +7(495)692-10-51/629-45-07  
FAX: +7(495)629-92-96  
[WWW.IERAS.RU](http://WWW.IERAS.RU)

### **Аналитическая записка №18, 2015 (№18)**

## **Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне**

***Кирилл Гусев***

кандидат экономических наук, заместитель руководителя Отдела экономических исследований ИЕ РАН

*Автор анализирует некоторые аспекты политики Европейского центрального банка в кризисные годы и их влияние на экономические процессы и перспективы зоны евро.*

### **Право на особое мнение и цена ошибки**

Кризис 2008 года оказал глубокое воздействие на всю мировую экономику, в том числе на финансовое здоровье двух ее главных действующих сил – США и ЕС. И если первые к середине 2015 года отыграли уже почти все понесенные потери, то в еврозоне ситуация по-прежнему тревожна. Реальный ВВП на душу населения здесь до сих пор ниже уровня 2007 года, и на 10% ниже изначально планировавшегося показателя. Так плохо не обстояли дела в Европе даже в кризисные 1930-е годы.

Первоначально центральные банки США и ЕС – Федеральная резервная система (ФРС) и Европейский центральный банк (ЕЦБ) – боролись с кризисом схожими методами: снижение учетных ставок, увеличение сроков рефинансирования, операции на открытом рынке. Причем в активной фазе кризиса ЕЦБ действовал даже более агрессивно, чем ФРС: привлекал более широкий круг контрагентов и не ограничивался только государственными ценными бумагами. Масштабной была и поддержка банковской системы: до июня 2009 года ЕЦБ на специальных сессиях выдавал кредиты

банкам по сделкам РЕПО на срок 3, 6 и 12 месяцев, а к июню 2010 года завершил длившуюся два года программу покупки облигаций с покрытием, выпускаемых европейскими банками с различным обеспечением на общую сумму 60 млрд. евро.<sup>1</sup>

Многие эксперты считают, что Европу в конечном итоге подвело стремление оппонировать США и идти своим путем с использованием инновационных экономических идей, в то время как на деле свою правоту по-прежнему доказывают классические модели. В частности, Белый дом и ФРС решили в очередной раз применить проверенную временем кейнсианскую модель, согласно которой дефицитное финансирование приносит пользу экономике, находящейся в кризисе. В Европе же, наоборот, в 2008 году Еврокомиссия отказалась от традиционного дефицитного финансирования в пользу «инновационной» идеи о том, что сокращение расходов в экономике, находящейся в кризисе, должно повысить уверенность в завтрашнем дне и привести к созданию новых рабочих мест. Следуя этой концепции «жесткой экономии», ЕЦБ в 2011 году (впервые с 2008 года) поднял процентную ставку, даже несмотря на то, что безработица в еврозоне была все еще высокой.

Формально пойти на подобный шаг ЕЦБ решился из-за угрозы инфляции, которую уже тогда многие эксперты называли «надуманной». Не остановили банк и аргументы тех, кто считал, что более высокая стоимость заимствования может нанести дополнительный удар по наиболее слабым экономикам еврозоны, три из которых к тому моменту уже находились на грани дефолта (Ирландия, Греция, Португалия). Глава ЕЦБ г-н Трише заявил тогда: «Нет никакого противоречия, наоборот, мы действуем в полном соответствии с нашей главной целью – обеспечения стабильности цен. Мы делаем то, что должны, даже когда это сложно, даже когда это не всем нравится».<sup>2</sup>

Решение Совета ЕЦБ о повышении ставки с 1 до 1,25% в разрез с политикой ФРС, было единогласным и получило молчаливое одобрение со стороны Германии, где рост ставки рассматривали как способ уберечь экономику от перегрева. Оппоненты ЕЦБ указывали, что, несмотря на низкий абсолютный уровень ставки, она высока с точки зрения неуверенного роста европейской экономики, и ее повышение нанесет удар по намечавшемуся восстановлению последней. Эксперты также считали, что действия ЕЦБ позволят сдержать инфляцию в ФРГ и Франции, но вызовут дефляцию в периферийных государствах еврозоны и, тем самым, не только подтолкнут к кризисной черте Испанию и Италию, но и поставят крест на политике «жесткой экономии» в целом.

Можно предположить, что ЕЦБ сознательно пошел на все вышеуказанные риски в надежде, что его решение окажется более дальновидным и даст Европе конкурентное преимущество в соперничестве с США. Но, к сожалению, критики ЕЦБ в итоге оказались правы: в конце 2014 года в Европу пришла дефляция. И это несмотря на то, что в том же году ЕЦБ был крайне активен: почти 210 млрд евро было использовано им на

<sup>1</sup> В.М. Усоскин. Антикризисная политика центральных банков в 2007-2014 годах: цели, особенности, результаты // Деньги и кредит. – №6. – 2015. С.24.

<sup>2</sup> [http://www.nytimes.com/2011/04/08/business/global/08iht-rates08.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2011/04/08/business/global/08iht-rates08.html?_r=1)

кредиты более чем 1200 европейским банкам по программе целевого финансирования сроком до 4 лет; около 30 млрд евро – на продолжение программы выкупа облигаций с покрытием, еще почти 2 млрд евро – на покупку ценных бумаг, обеспеченных активами частных компаний; не прекращалось предоставление ликвидности банкам посредством краткосрочных ссуд и трехмесячных сделок РЕПО по ставке с дисконтом.<sup>3</sup>

### **Почему Европа не Америка**

Очевидно, важную, если не решающую, роль сыграло то, что ФРС США, как бы сложно устроена она не была, в конечном итоге все равно остается центральным банком единого государства, составные части которого имеют схожие экономические характеристики, а ЕЦБ – это наднациональный орган, объединяющий в настоящий момент 19 независимых государств с более чем 325 миллионами жителей. Соответственно, принятие решений в ЕЦБ, а тем более их практическая реализация – это процесс гораздо более сложный и менее предсказуемый, прежде всего, в силу существенных различий в уровнях развития экономик и финансовых систем стран-членов еврозоны.

Исторически Европейская валютная система строилась вокруг самой сильной валюты континента – немецкой марки, и в основу деятельности ЕЦБ изначально легла политика Бундесбанка, главная цель которой – поддержание ценовой стабильности в условиях развитого рыночного хозяйства и независимости денежно-кредитного регулятора. Менее развитым странам ЕС при вхождении в еврозону пришлось подстраиваться под условия, к которым в противном случае им еще только предстояло прийти эволюционным путем за, возможно, не один десяток лет. Пришлось отказаться от столь необходимого многим странам более активного участия центрального банка в процессах формирования национальных финансовых рынков, поддержания равновесия платежных балансов, регулирования объемов кредитования – все это с целью содействия росту производства и национальной экономики в целом.

Добившись краткосрочного соответствия критериям еврозоны, большинство этих государств оказались объективно не готовы к долгосрочному существованию в новых условиях, поскольку их денежно-кредитные системы не успели пройти все необходимые стадии развития для реального соответствия уровню Германии и других лидеров ЕС. Все это в итоге обернулось серьезными проблемами как для национальных хозяйств, так и для интеграционной группировки в целом.

В частности, до вхождения в еврозону центральные банки менее развитых стран Европы активно регулировали темпы роста кредитования в национальной экономике, в том числе путем изменения ставки рефинансирования. А ЕЦБ, согласно уставным документам, ограничен в возможности манипулировать базовой ставкой: уровень инфляции в еврозоне в среднесрочном разрезе должен быть близок к 2%. Низкий

---

<sup>3</sup> В.М. Усоскин. Антикризисная политика центральных банков в 2007-2014 годах: цели, особенности, результаты // Деньги и кредит. – №6. – 2015. С.26.

уровень процентных ставок, задаваемый ЕЦБ, привел к резкому удешевлению и стремительному росту кредитования во вновь присоединившихся членах еврозоны. Теоретически это должно было привести к скачку в темпах их экономического роста, что на практике формально и имело место. Но кризис 2008 года обнажил другую сторону этого процесса – бизнес и государства из числа менее развитых членов еврозоны за предкризисные годы чрезмерно увеличили кредитное плечо, полагаясь на возможность постоянного рефинансирования по приемлемым ставкам. Как только кризис нарушил эту преемственность, пузырь экономического роста лопнул, поставив на грань банкротства как отдельные предприятия, так и целые страны.

Часть вины за произошедшее лежит и на том, как устроена сама еврозона. О.В.Буторина, в частности, отмечает, что «создание евро нарушило действие некоторых автоматических стабилизаторов экономики и создало новые источники асимметрии в валютно-финансовой системе еврозоны»<sup>4</sup>. Исчез валютный риск, который ранее позволял более объективно оценивать страновые риски, связанные с приобретением активов в тех или иных государствах. Именно поэтому упомянутый выше рост заемного финансирования при первых признаках кризиса обернулся «ажиотажным выводом капиталов из периферийных стран еврозоны»<sup>5</sup>. Не менее важным стал и тот факт, что «успехи ЕЦБ в поддержании ценовой стабильности в зоне евро в докризисный период были в основном достигнуты за счет низкой ценовой динамики в «странах-тяжеловесах». Повышенная инфляция в ряде других государств лишь отчасти принималась во внимание руководством ЕЦБ... Накануне кризиса ЕЦБ слишком медленно повышал процентную ставку, и для многих периферийных стран она оказалась заниженной. Следовательно, ЕЦБ невольно способствовал перегреву их экономики и усилению кризисных явлений»<sup>6</sup>.

### **Работа над ошибками**

Годы, прошедшие с момента введения евро, особенно годы кризисные и посткризисные, дали немалую пищу для размышлений денежно-кредитному регулятору ЕС и поставили перед ЕЦБ новые проблемы, наиболее важными из которых на сегодняшний момент в банке называют следующие.

1. Дефляция.
2. Кризис суверенных долгов.
3. Рост теневой банковской системы.

---

<sup>4</sup> О.В.Буторина. К проблеме асимметрии в валютно-финансовой системе еврозоны // Деньги и кредит. – №2. – 2014. С.61.

<sup>5</sup> Там же.

<sup>6</sup> Там же. С. 62-64.

Как уже отмечалось выше, дефляция в еврозоне началась в конце 2014 года, а в январе 2015 года достигла своего максимума – тогда потребительские цены снизились на 0,6%.<sup>7</sup> Это был рекорд с момента введения евро в 1999 году.

Реагируя на эту проблему с некоторым опозданием, вызванным в том числе сложностью процедуры принятия решений в его Совете, ЕЦБ 9 марта 2015 года запустил программу количественного смягчения: ежемесячный выкуп гособлигаций стран еврозоны на сумму 60 млрд. евро, пропорционально их долям. Объем программы - 1,1 трлн евро, срок - до тех пор, пока в еврозоне не будет отмечено устойчивое ускорение инфляции (ориентировочно до сентября 2016 г.).

В результате принятых мер, в марте потребительские цены в еврозоне снизились всего на 0,1%. А в апреле уже выросли на 0,2%. При этом разброс по странам сохранился: в Германии инфляция в апреле составила 0,3%, во Франции - 0,1%, а в Ирландии, Испании, Италии и Греции цены продолжили снижаться (на 0,4%, 0,7%, 0,1% и 1,8% соответственно). Тем не менее, ЕЦБ уже с оптимизмом смотрит в будущее и прогнозирует постепенный рост инфляции (с 0,1% в 2015 году до 1,8% в 2017 г.). Аналогично настроена и Еврокомиссия, которая повысила свою оценку роста экономики еврозоны в 2015 г. с 1,5 до 1,8%.<sup>8</sup>

Указанная выше смена тренда стала возможна благодаря ослаблению евро, вызванному действиями ЕЦБ и повысившему конкурентоспособность европейских товаров, что сразу нашло отражение в росте экспортных заказов. Кроме того, ЕЦБ продолжает сохранять базовую ставку на рекордно низком уровне (0,05%), что способствует росту кредитования реального сектора коммерческими банками. Но не стоит сбрасывать со счетов и позитивное влияние снижения цен на нефть, а также ряд других факторов, находящихся вне сферы влияния ЕЦБ. Как бы там ни было, весну 2015 года в Еврокомиссии уже считают лучшей для европейской экономики за последние несколько лет, но уверены, что добиться дальнейшего устойчивого роста можно только за счет структурных реформ, увеличения инвестиций и приведения в порядок государственных финансов (по данным Евростата, в 2014 году госдолг еврозоны увеличился до 91,9% ВВП с 90,9% в 2013 г., но снизился дефицит бюджета – с 2,9 до 2,4%).<sup>9</sup>

В ЕЦБ тоже начали говорить об экономической ситуации в еврозоне в положительном ключе, но отмечают, что уровень доходности бизнеса по-прежнему крайне низок. При этом банки обладают избыточной ликвидностью, которую им подчас некуда с выгодой вложить. В ЕЦБ есть понимание того, что повышение ставки в 2011 году было ошибкой, и что теперь Европе предстоит догонять США и Великобританию, которые благодаря

---

<sup>7</sup><http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/6581740/2-30012015-BP-EN.pdf/d776fbcc-89b2-4bae-beb0-ad30fa709244>

<sup>8</sup> <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2015/05/06/evrokomissiya-denezhnoe-stimulirovanie-so-storoni-etsb-srabotalo>

<sup>9</sup> Там же.

последовательности своих действий ушли далеко вперед. Самое важное сейчас, по мнению ЕЦБ – это вселить уверенность в европейский бизнес, добившись повышения прибыльности его операций, в том числе за счет повышения темпов инфляции.

На этом фоне показательна статистика Дойче Банка, согласно которой в период дефляции отток капитала из Европы составил более 300 млрд. евро. Существуют оценки, согласно которым, с учетом запуска программы количественного смягчения, этот показатель в ближайшие годы может достичь 4 трлн евро. Что, в свою очередь, неизбежно спровоцирует масштабное ослабление единой европейской валюты (возможно, до 0,85 центов США за 1 евро к концу 2017).<sup>10</sup> Вместе с тем, бегство капитала как таковое не пугает руководство ЕЦБ. Ведь дальнейшее снижение курса евро к доллару в нынешних условиях может только позитивно сказаться на темпах роста европейской экономики. Последний тезис косвенно подтверждает и реакция ФРС на резкое ослабление евро в марте 2015 года: после роста до уровня 1,05 доллар снизился до 1,11 к евро на фоне соответствующей риторики представителей американского регулятора. Слишком дорогой доллар Америке тоже не нужен.

Вторая проблема – кризис суверенных долгов – настолько важна, что заслуживает отдельного исследования, которое приобретет логическую завершенность, как только станет ясно, чем закончится разворачивающаяся на наших глазах история с Грецией. Причем под логическим завершением понимается не достигнутая 13 июля 2015 года договоренность между лидерами ЕС и Грецией о новом подходе к реструктуризации долга, а принципиальное решение самой проблемы суверенных долгов в еврозоне.

Нельзя не упомянуть и третью проблему. В рамках борьбы с кризисом ЕЦБ начал активно укреплять банковскую систему европейских стран. В частности, в 2014 году регулятор завершил оценку балансов крупнейших банков стран-членов еврозоны, по итогам которой была поставлена задача докапитализация некоторых из них и введена в действие система прямого надзора за функционированием 120 банковских структур, признанных системообразующими, поскольку на них приходится свыше 80% активов банковского сектора еврозоны.

Жесткое антикризисное регулирование банковской сферы и отрицательная рентабельность официальных операций привели к формированию теневой банковской системы. До кризиса, безусловно, сложно было себе представить, что проблема, хорошо знакомая в России, станет актуальной и в законопослушной Европе. Но законы бизнеса везде одинаковы, а его главная цель – получение прибыли. Поэтому позиция ЕЦБ по поводу проблемы теневых операций состоит в том, что, помимо смягчения регулирования, для успеха нужно еще чтобы банки начали вновь получать прибыль от своих легальных операций. А этот вопрос тесно связан с главной проблемой, с которой сейчас борется ЕЦБ – преодоление застоя в экономике ЕС.

---

<sup>10</sup> <http://www.forexpf.ru/news/2015/03/10/auok-deutsche-bank-predrekaet-iskhod-kapitala-iz-evropy.html>

## Некоторые выводы

Текущий кризис наглядно показывает, что ставка на всемерное расширение еврозоны практически исчерпала свой ресурс, и назрела необходимость более решительно подходить к внутренней оптимизации сложившихся в последние годы политических и экономических механизмов с целью повышения их эффективности и нивелирования дисбалансов, накопившихся за первые годы существования зоны евро.

Это понимают и страны, которые до недавнего времени относили себя к числу претендентов на вступление в еврозону. Например, проведенный в апреле 2015 года в Польше опрос показал, что 70% населения сейчас против вступления в зону евро.<sup>11</sup> Вступление новых членов может быть отложено и по чисто экономическим причинам. Как известно, страна-претендент должна, среди прочего, поддерживать темпы инфляции не более чем на 1,5 процентных пункта превышающие средний показатель трех стран ЕС с наименьшей инфляцией. С учетом недавней дефляции и нынешних низких темпов инфляции в государствах-лидерах ЕС, добиться этого будет сложно.

Очевидно, что обстоятельства вынуждают ЕЦБ заниматься сейчас тем, чего раньше этот банк не делал – более активно вмешиваться в макроэкономические процессы. Для выполнения своей главной уставной цели поддержания уровня цен ЕЦБ, по заявлениям его представителей, готов и дальше расширять спектр используемых им для этого инструментов. В частности, в июле 2015 года, когда по мнению ряда экспертов эффект программы количественного смягчения уже исчерпал себя из-за сжатия ликвидности на долговом рынке, член Исполнительного Совета ЕЦБ Бенуа Кёре дал понять, что ЕЦБ в качестве следующего шага может использовать таргетирование безработицы, формальным мандатом на которое банк не обладает.<sup>12</sup> В ЕЦБ убеждены, что сохраняющаяся высокая безработица толкает цены вниз, в то время как банк старается вернуть темпы инфляции с рекордно низких показателей до целевых 2%.

Еврозона переживает сейчас то, что принято называть «проблемой роста». Полтора десятилетия – это весьма скромный срок для становления новой валюты. Евро создавался как конкурент доллару США, но единая валюта до сих пор не имеет той степени хождения и проникновения в мировые финансовые потоки, которые за последний век наработал доллар, которые он использует для экспорта экономических шоков из США и которые не собирается сдавать без боя. И кризис в Европе до сих пор не прекратился во многом потому, что ведущие страны ЕС, в отличие от США, не могут экспортировать его эффект в другие регионы мира. Они могут переложить его только на плечи своих менее развитых партнеров по Союзу. А это, значит, что проблемы возвращаются к ним, только в иной, гораздо менее управляемой форме.

*Публикация: 14 июля 2015 года.*

*Материал доступен для скачивания по адресу: [www.instituteofeurope.ru/publications/analytcs](http://www.instituteofeurope.ru/publications/analytcs)*

<sup>11</sup> <http://top.rbc.ru/finances/07/07/2015/559ba1c79a79470415ce7252>

<sup>12</sup> <http://www.vestifinance.ru/articles/59655>