

Кризата в еврозоната – има ли изход?

Стоиенка Тонова*

Резюме: Еврозоната е изправена пред три взаимосвързани кризи, които са сериозно предизвикателство за устойчивостта на валутния съюз. Значителното покачване на доходността по ДЦК на редица страни членки доведе до суверенна дългова криза и сериозно влоши възможностите им за получаване на финансиране. Същевременно говорим за банкова криза, защото много банки се оказаха зле капитализирани и изправени пред ликвидни проблеми. На последно място сме свидетели на макроикономическа криза, свързана с общото ниско ниво на икономически растеж в еврозоната и значителните различия в неговите стойности за отделните държави членки. Целта на тази статия е да представи и обясни вариантите за разрешаване на кризата в еврозоната, да разгледа техните предимствата и недостатъците и да даде препоръки кой или кои от тях трябва да се изберат, за да се стигне до преодоляване и излизане на еврозоната от кризата.

Ключови думи: криза, еврозона, дълг, суверенен риск, доходност, банки, облигации, икономически растеж.

JEL: G01, G21, G24, G28.

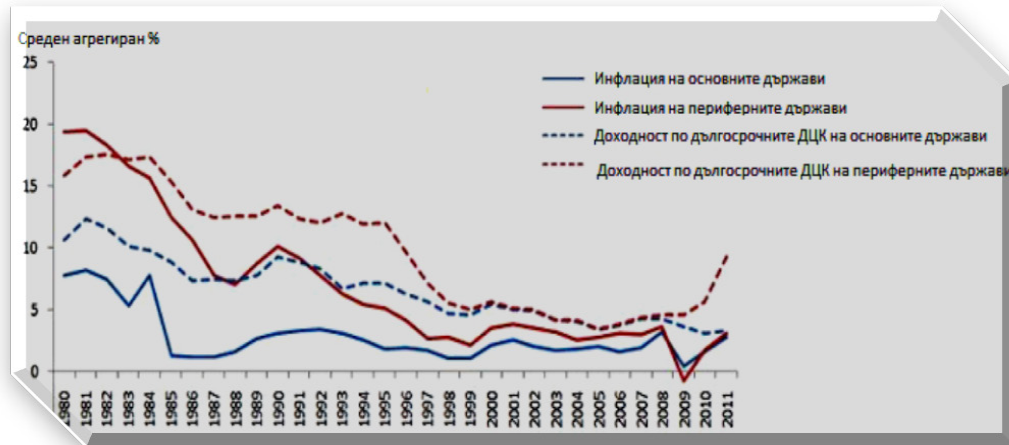
Въвеждането на еврото през 2002 г. като единна валута на Европейския съюз доведе до консолидиране на най-голямата търговска общност в света¹. Скоро след това еврото започна успешно да конкурира щатския долар като господстваща световна валута. Натрупването на огромни и неустойчиви бюджетни дефицити, обаче, както и нарастващият размер на публичния дълг в редица периферни за общността икономики, през последните години доведоха до кризата с държавния дълг на еврозоната.

Основните причини за тази криза са няколко и засягат в дълбочина финансовата система в Европа. Членството в еврозоната елиминира валутния риск и осигури по-лесен достъп до международните капиталови пазари, което, от своя страна, доведе до конвергенция на лихвените проценти в периферните страни с тези на останалите. Последвалият спад в лихвените проценти по банковите кредити, както и на разходите по държавния дълг, в периферните страни беше може би най-важният ефект от приемането на еврото и предизвика сериозни и дълбоки последици както за финансовата система в Европа, така и за структурата на европейската икономика (фигура 1).

* Стоиенка Тонова е докторант в Нов български университет, e-mail: stiki18@yahoo.com

¹ Сравнението е с другите големи търговски общности в световен мащаб: Европейската асоциация за свободна търговия (ЕФТА), създадена през 1960 г., съществува и до днес, нейни членове са Исландия, Лихтенщайн, Норвегия и Швейцария; Европейската икономическа общност (ЕЕС), създадена през 1957 г. от Белгия, Холандия, Франция, Италия, Люксембург и Западна Германия, впоследствие се превръща в една от трите европейски общности, които съставляват първия от стълбовете на Европейския съюз; Северноамериканската зона за свободна търговия (NAFTA), споразумение между Канада, Мексико и САЩ, което влиза в сила от 01.01.1994 г. и съществува и към днешна дата.

Фигура 1. Конвергенция на процента на инфлация и дългорочната доходност по ДЦК



* Основните държави представляват ядрото на еврозоната; това са: Австрия, Белгия, Франция, Германия и Холандия. Периферните страни са Гърция, Ирландия, Италия, Португалия и Испания.

Намаляването на лихвените проценти доведе до значително увеличение на потребителското кредитиране в Ирландия и Испания и до известна степен в Гърция. Голяма част от тези кредитни пари се използваха за закупуване на недвижими имоти, което доведе до балонизиране на цените на недвижимите имоти. Друг катализатор за увеличаване на кредитирането беше паралелният спад в лихвените проценти в основните държави. Този спад бе резултат на взетите решения относно широко пропагандираната идея за финансова deregulation.

Приемането на единната валута задълбочи проблема със слабата конкурентоспособност на страни като Гърция, Ирландия, Италия, Португалия и Испания (GIIPS). Според дефиницията на ОИСП2: „Конкурентоспособността е степенята, до която една нация може, в условия на свободна търговия и конкурентен пазар, да произвежда стоки и услуги, които отговарят на изискванията на международните пазари, като едновременно

с това поддържа и увеличава реалните доходи на населението в дългосрочен период.” Факторите, които определят степента на конкурентоспособност, са от два типа – ценови фактор (разходи за единица труд) и неценови фактор (технологична иновация, характеристики на работната сила, пазарни регулации и бизнес среда). И въпреки че значителни различия има и по отношение на неценовия фактор, основната причина за спада в конкурентоспособността на периферните икономики беше значителното увеличаване на заплатите в тези страни (нееквивалентно на увеличената производителност). Между 2001 г. и 2011 г. разходите за единица труд са се увеличили с 33% в Гърция, с 31% в Италия, с 27% в Испания и с 20% в Ирландия, докато това увеличение бе само с 11% в САЩ и с едва 0,9% в Германия. В значителна степен това увеличение се дължеше на по-високата от средната за еврозоната инфлация в тези страни след въвеждането на еврото

² Garelli, S., *Competitiveness of Nations: The Fundamentals*. //Industrial competitiveness, OECD, Paris, 1996, available at: <http://www.imd.ch/research/centers/wcc/upload/Fundamentals.pdf>.

Статии

и в някаква степен – на стремежа за конвергенция на нивата на заплатите в еврозоната.

Увеличението на заплатите и растежа на гържавните разходи в периферните страни доведоха до голямо нарастване на разполагаемия доход и оттам до ръст в съвкупното търсене. Намалената конкурентоспособност доведе до застои в износа на тези страни като дял от БВП, докато вносите и дефицитът по текущата им сметка нарастваха сред изобилие от инвестиран чуждестранен капитал. Така, единната парична политика по отношение на еврото доведе до насърчаване на експортно-ориентиран растеж в основните страни и на растеж, базиран на потреблението, в периферните страни.

Инвестиционният и потребителският бум имаха краткотраен благоприятен ефект под формата на значителен подем в икономическия растеж в много от периферните страни. В резултат на световната финансова криза, обаче, повечето европейски страни навлязоха в рецесия и балонът на пазара на недвижими имоти не издържа. Това доведе до сериозно увеличаване на броя на необслужваните кредити, което заедно с непремемерната политика на банките изправи банковия сектор пред сериозни ликвидни проблеми. Последваха спасителни правителствени планове за финансовите сектори, които бяха финансирани от гържавните бюджети на тези страни.

От своя страна, спасителните планове предизвикаха увеличение на гържавния дълг на тези страни, а ситуацията допълнително се усложни от огромните бюджетни дефицити, възникнали в резултат на резкия спад на приходите в бюджета от намале-

ното производство. Влошиха се показателите за устойчивост на дълга, а увеличените бюджетни дефицити доведоха до криза на доверието на финансовите пазари и до кризата с гържавния дълг. Последствията включваха и значително увеличение на разходите по финансиране на гържавите (по-висока изискуема доходност от инвеститорите).

Значителното увеличаване на доходността по гържавните облигации доведе до спад в стойността им, а това повлия силно негативно върху балансите на банките, притежаващи значителни количества от тях. Така, банковите системи на страните в криза³ станаха по-силно изложени на суверенния риск⁴. За да останат платежоспособни, банките се нуждаят от достатъчно капитал. С цел да се следи финансовото им състояние и за успокояване на пазарите, ежегодно от 2009 г. се провеждат стрес-тестове⁵. През 2009 г. и 2010 г. те бяха проведени от Комитета на европейските банкови надзорни органи при следните критерии: собственият капитал от първи ред (Tier 1) на банката да бъде поне 6% при 5% вероятност за настъпване на неблагоприятния сценарий. През 2011 г. стрес-тестовете проведе Европейският банков орган при малко по-строги критерии: основният капитал от първи ред (Tier 1) на банката да бъде поне 5% при 2.5% вероятност за настъпване на неблагоприятния сценарий.

Програмите за намаляване на разходите, които бяха наложителни, за да се подобри състоянието на публичните бюджети (т.е. да се намалят бюджетните дефицити и съотношението дълг/БВП), навредиха допълнително на вече и без това отслабе-

³ Това са Гърция, Ирландия, Португалия, Испания, Италия, Кипър.

⁴ Суверенният риск представлява рискът една държава да изпадне в неплатежоспособност.

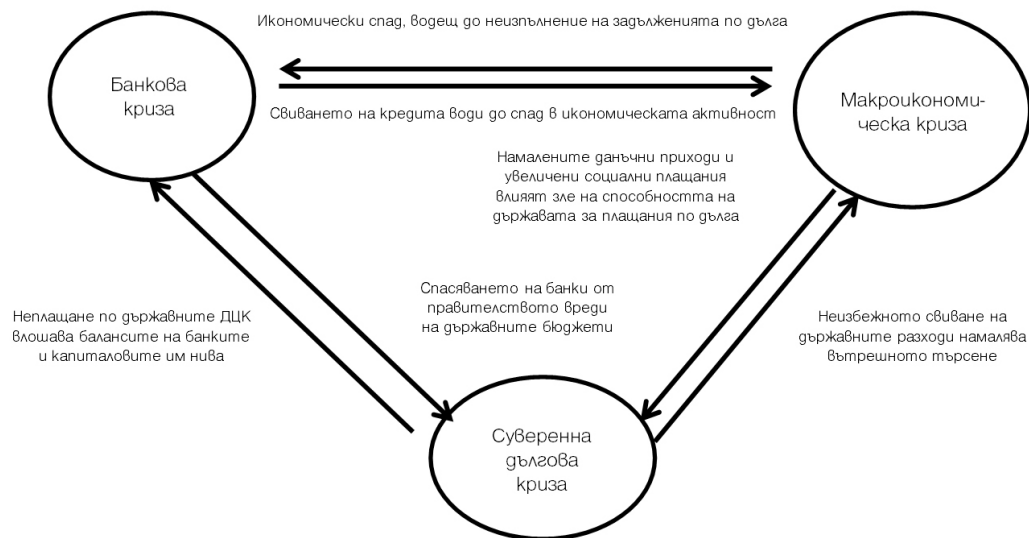
⁵ Анализ, проведен при особено неблагоприятни (малко вероятни, но реалистични) икономически сценарии, чиято цел е да се определи дали банките разполагат с достатъчно капитал, за да устоят на въздействието на неблагоприятни развития.

ните икономии на засегнатите държави. Строгите икономии включваха намаляване на минималната работна заплата, увеличаване на пенсионната възраст, намаляване на директните социални плащания и други държавни разходи и едновременно с това увеличаване на държавните приходи чрез налагане на нови или увеличаване на съществуващите данъци. Икономическите данни след 2008 г. говорят красноречиво за ефекта, който тези мерки оказаха върху икономиките на прилагащите ги държави – БВП на Гърция спадна с 5% през 2010 г. и с още 7% през 2011 г., а за периода 2009-2012 г. безработицата нарасна от 9% на 26%; в Ирландия за периода 2008-2011 г. БВП спадна с 11,8%, а безработицата се покачи от 6,4% през 2008 г. на 14% през 2010 г. и на 15% през 2012 г.; БВП на Италия отбеляза спад от 5,5% през 2009 г., а нейната безработица отчете ръст от 8,4% през 2010-2011 г. на 10,8% през 2012 г.; в Португалия

за периода 2010-2012 г. Вътрешното търсене намаля с 12,2%, а безработицата за същия период се увеличи от 12,4% на 15,8%.⁶ Спадът в бизнесцикъла доведе до намаляване на данъчните приходи и нарастване на публичните разходи за безработица, което на свой ред влоши финансовото състояние на правителствата с проблеми.

В следствие на това развитие еврозоната беше, и все още е, изправена пред три тежки и тясно взаимосвързани кризи: *криза с държавния дълг, банкова криза и макроикономическа криза*. Това, което е особено опасно тук, е, че тези кризи се подсилват взаимно, като по този начин водят до криза на доверието, която поставя в опасност самото съществуване на паричния съюз. На фигура 2 е показана взаимовръзката между трите кризи, които за целите на настоящата статия ще обединим като един проблем и обобщено ще наричаме „кризата“.

Фигура 2. Затвореният кръг на суверенната дългова, банковата и макроикономическата кризи



⁶ Monastiriotes, V., Hardiman, N., Regan, A., Goretti, Ch., Landi, L., Conde-Ruiz, J., Marín, C., Cabral, R. Austerity Measures in Crisis Countries – Results and Impact on Mid-term Development // *Intereconomics*, Volume 48, Number 1, January/February 2013.

В тази връзка, становището, че кризата в еврозоната е част от световната финансова криза, или нова нейна вълна, няма сериозни аргументи в своя полза. От изложеното по-горе е видно, че много от причините за нея произтичат от спецификата на европейската интеграция⁷. Кризата подчерта икономическата взаимозависимост (по линия на макроикономическото развитие и показателите за него като икономически растеж, безработица и конкурентноспособност) на страните от ЕС, като същевременно изведе на преден план и фокусира вниманието върху липсата на политическа интеграция, така необходима за осигуряването на координирани фискална и парична политики.

В резултат на множество срещи между европейските лидери бяха предлагани и широко дискутирани различни варианти за изход от кризата. Тук ние споделяме мнението, че реструктурирането на банките и създаването на банков съюз лежат в основата на преодоляването на кризата в еврозоната. В комбинация с мерки за стимулиране на икономическия растеж, това би бил пътят за ефективно ѝ реформиране. В допълнение, ще се спрем и на останалите основни варианти, които са разглеждани до момента.

1. Реструктуриране на банките и създаване на банков съюз

Успешното излизане от кризата задължително предполага укрепване на банковата система в Европа. Така ще може да се възстанови кредитирането на бизнеса и на домакинствата. Икономиките биха могли да растат, ако банките имат достатъчно капитал, за да отпускат заеми и ако бизнесът има доверие в икономиката на страната, за да заема капитал за разширяване на дейността си.

За възстановяване на доверието в банковата система в Европа е необходимо бързо и ефективно въвеждане на строги, надеждни капиталови стандарти и инжектиране на нов частен капитал. Банките ще започнат да отпускат кредити тогава, когато имат достатъчно капитал и ликвидност. Общоприетото мнение, че по-строгите капиталови стандарти ограничават кредитирането, не се подкрепя нито от икономическата теория, нито от фактите. В САЩ, където най-големите банки бяха принудени да набират капитал през 2009 г., бизнес-кредитите, отпускани от търговските банки в този период, са се увеличили значително. Това е доказателство, че техните клиенти са били добре информирани за нововъведенията в банковата регулация и са повярвали в тяхната ефективност. Така, вместо да ограничат кредитирането, банките са заели активна позиция, набрали са нужния капитал, което им е дало възможност да увеличат кредитирането си.

Глобалната регулаторна рамка Базел III изисква банките постепенно да започнат да отговарят на по-строги стандарти за капиталова адекватност. Сроктът за цялостното прилагане на тези нови стандарти обаче е едва началото на 2019 г., а Европа няма толкова време. Този срок за справяне със слабостите на банковата система означава еврозоната да поеме риска на слаб икономически растеж за още шест години. Добър вариант би бил, ако най-големите банки в еврозоната бъдат задължени да отговарят на капиталовите стандарти на Базел III от началото на 2014 г.

За да се стабилизира и гарантира доверието на финансовите пазари, е необходимо ЕЦБ да извърши проверка на балансите на всички банки в еврозоната (като започне с

⁷ Спецификата на европейската интеграция е свързана с обединяването на различни по своята същност и ниво на развитие политически, икономически, социални и културни системи, всяка от които има свой специфичен път на историческо развитие.

проблемните, след това премине към тези с най-голям пазарен дял и накрая всички останали) и да изиска от тях да увеличат капиталовите си съотношения предимно чрез увеличение на собствения капитал. Увеличаването на капиталовите съотношения чрез намаляване на кредитите би задълбочило кризата. Докато тече този процес на утвърждаване и проверка на балансите, еврозоната трябва да предприеме действия, които да ограничат несигурността на пазара по отношение съдбата на най-значимите банки. Това може да се постигне, като правителствата се ангажират да осигурят публичен финансов ресурс на банките в размер, който им е необходим, за да отговорят на новите стандарти и който те не са в състояние да си набавят чрез частен капитал.

Такъв подход е бил успешно приложен в САЩ. През 2009 г. правителството на САЩ оценява балансите на 19-те най-големи банки в страната и им поставя строги капиталови изисквания. Министерството на финансите на САЩ обещава, че всяка банка, която не успее да покрие изискванията чрез набране на частен капитал, ще може да разчита на инвестиции от страна на правителството. В резултат на това, всички 19 банки успяват да наберат необходимия им капитал изцяло от частни източници. Това бележи началото на края на кризата в банковия сектор на САЩ.

Като се ангажират да закупят дялово участие в техните най-големи банки на цени по-ниски от пазарните към момента, правителствата от еврозоната ще върнат доверието на частните инвеститори и ще ги мотивират те също да участват в увеличението. Покупката на акции на цени под пазарните би било честно спрямо данъкоплатците и едновременно с това би дало силни стимули на банките за набране на необходимия капитал чрез пазарите, а не като разчитат на държавата.

Ако някоя от страните – членки на ев-

розоната, не успее да си осигури достатъчно съдействие от страна на частните инвеститори, то тя може да прибегне до програмите на Европейския механизъм за стабилност (виж т. 5.). Поемането на ангажимент от страна на правителствата да участват в рекапитализацията на банките може да бъде обвързано с програмите на ЕЦБ за изкупуване на дял.

В допълнение на завишаването на капиталовите изисквания, процесът по реструктуриране на банките може да бъде съществено подпомогнат посредством тяхното профилиране. В момента съществуват твърде големи по размер и сложни като дейност банки, което ги превръща в определящи за финансовата система (респ. за системния риск) на дадена страна. Това принуждава правителствата при криза да спасяват най-напред именно тези банки с ресурса, получен от данъкоплатците. Необходимо е инвестиционната дейност да бъде преустановена или отделена от традиционната дейност на търговските банки. В България, например, банките получават универсален лиценз и могат да извършват както търговска (привличане на влогове и отпускане на кредити), така и инвестиционна дейност (създаване на собствени портфейли от ЦК, извършване на сделки с ЦК за своя и за сметка на клиенти, инвестиционни консултации, дейности по сливания и придобивания на компании, поемане на емисии и др.).

Ефективното приложение на по-строго стандарти за капиталовите съотношения на банките, както и успешното им реструктуриране, предполагат създаването на общоевропейски банков съюз. Той трябва да включва централизиран регулаторен орган, общ фонд за гарантиране на депозитите, както и унифицирана схема за ликвидация на неефективните банки. В съответствие с Регламент (ЕС) No1093/2010 на Европейския парламент и на Съвета от 24 ноември 2010 г. бе създаден *Европейски*

банков орган (ЕВА). Основните функции на ЕВА са в следните три области – регулация, надзор и защита на потребителите. Съгласно работната му програма за 2013 г.: 1.) Основна негова цел в областта на регулаторната политика ще бъде да изпълнява централна роля при изготвянето на единен наръчник с цел създаване на условия за равнопоставеност на финансовите институции, за повишаване на качеството на финансовото регулиране и за цялостното функциониране на единния пазар. 2) Надзорните дейности ще бъдат съсредоточени върху идентифицирането и анализа на основните рискове в банковия сектор в ЕС, вкл. набелязване на дейности по защитата от тези рискове. 3.) По отношение на защитата на потребителите, ЕВА се ангажира да повиши и насърчи прозрачността, да работи за опростяване и уеднаквяване на финансовите продукти и услуги и информацията за тях в рамките на единния пазар.

През март 2013 г. Европейският парламент и ирландското председателство на ЕС се споразумяха по основните линии на единния надзор върху банките в страните от еврозоната под егидата на ЕЦБ, което се смята за първа крачка към създаване на банковия съюз. Те одобриха общата рамка на бъдещия банков надзор и, по-конкретно, дефинирането на ролята между Европейската банкова агенция (която обхваща целия ЕС) и ЕЦБ (която обхваща само 17-те страни от еврозоната). Остава, обаче, да се уточнят някои технически аспекти, а освен това споразумението трябва да бъде одобрено от 27-те държави – членки на ЕС, за да влезе в сила.

За да имат ефект, изброените реформи в банковия сектор е необходимо да бъдат проведени като цялостен процес, веднага и почти успоредно. За съжаление, този процес има и своите недостатъци: 1) не е сигурно, че капиталовите изисквания на Базел III ще бъдат въведени в действие за големите европейски банки до края на 2013

година; 2) в съвременния финансов свят ще бъде трудно на практика да се постави граница между инвестиционното и търговското банкиране, още повече, че трябва да се види дали такова разделение е технически възможно и юридически приложимо; 3) възможно е в своята дейност ЕВА да се сблъска с неразбиране от страна на някои национални регулаторни органи и дори да влезе в конфликт с тях, което да доведе до преплитане на компетенции или пропуски в регулацията на банките.

Освен това, сами по себе си реформите в банковия сектор няма да бъдат достатъчни за справяне с кризата, ако не бъдат комбинирани с мерки за стимулиране на икономическия растеж в страните от еврозоната.

2. Мерки за стимулиране на икономическия растеж

Изплащането на растящите суверенни дългове с нови заеми води до по-голям риск от рецесия, тъй като те ще бъдат обвързани с все по-строги мерки за икономии и по-високи лихвени проценти. Така би се поставило началото на един порочен кръг. Европа би се справила много по-лесно с проблемите си, ако има по-голям икономически растеж. Вариантите за постепенно постигане на стабилен и устойчив растеж са няколко:

- *Намеса от страна на Европейската централна банка*

Европа се нуждае от по-експанзивна парична политика, за което е необходимо одобрението и заявяването от страна на Европейската централна банка на готовност да приеме по-висока инфлация до определена степен, за да стимулира потреблението и растежа. Проблемът тук е, че от много време насам както Германия, така и Европейската централна банка, са доста негативно настроени към евентуално увеличение на инфлацията. През юли 2012 г. ЕЦБ на-

мали основния лихвен процент до рекордно ниското ниво от 0,75% и в продължение на десет месеца отказваше да го намали повече, въпреки че еврозоната беше на ръба на рецесията. Лошите резултати на серия икономически показатели все пак принудиха ЕЦБ да предприеме ново намаление на основния лихвен процент до 0,5%. Допълнителен аргумент в тази насока бе и ниското ниво на инфлация в еврозоната – 1,2% за април 2013 г. срещу 2% таргетирана.

Аргумент проти́в този вариант на реформа е, че свалянето на лихвените проценти само по себе си едва ли ще успокои пазарите, защото по-ниската ставка не би помогнала с кой знае какво на периферните икономики.

- *Предоставяне на повече стимули на проблемните държави от еврозоната от страна на държавите членки със стабилни бюджети*

Тази мярка също може да даде тласък на икономиката на еврозоната. За страни като Гърция или Испания, например, би било трудно да получат кредити за осъществяване на проекти за стимулиране на икономиката, единствено с обещанието за намаляване на държавните разходи по-късно, след като икономиката се подобри. За разлика от високата политическа приемственост в САЩ, бъдещите парламенти в европейските страни лесно могат да отменят така поетите обещания. Ето защо, едно такова обещание за строги икономии в бъдеще е малко вероятно да бъде изпълнено, а кредиторите не биха били удовлетворени от такава перспектива.

Богатите страни като Германия трябва да инвестират целенасочено повече в инфраструктура и технологии в останалите страни, за да се стимулира икономи-

ката на Европа. За такова поведение призовават редица икономисти⁸. Френският президент Франсоа Оланг е поддръжник на подобна идея – по-богатите европейски държави да финансират в по-голям размер Европейската инвестиционна банка, за да може тя от своя страна да субсидира индустриални проекти в по-бедните страни. Сериозен проблем в тази насока е, че такава стимулиране ще изисква значителни ресурси. Само за сравнение, Западна Германия е похарчила \$1,9 трилиона за повече от 20 години в стремежа си да модернизира Източна Германия. И всичко това при липса на езикова бариера и при възможност милиони източноевропейци да намерят работа просто като мигрират на Запад. За гръцките и португалските работници, например, това би било доста по-трудно.

3. Фискалният пакт на ЕС

Седемнадесет от страните – членки на ЕС, са приели евро като обща валута. В тези държави, които заедно съставляват еврозоната, паричната политика се определя от Европейската централна банка (ЕЦБ). Това означава, че нивата на лихвените проценти на централните банки и паричната политика са единствено в юрисдикцията на Европейската централна банка, а данъчното облагане и държавните разходи остават под контрола на националните правителства, но в рамките на ограниченията, наложени от Пакта за стабилност и растеж⁹ (бюджетен дефицит до 3% от БВП и държавен дълг до 60% от БВП). На практика, от началото на 2000 г. част от страните на ЕС имат обща парична единица, но не и обща фискална политика. По-добрият вариант, може би, бе обратният.

⁸ Напр. Джоузеф Стиглиц, нобелов лауреат и професор по икономика в Columbia University – Stiglitz, J. Adding liquidity is not enough – a fiscal stimulus is needed, 04 October 2012, <http://www.guardian.co.uk>

⁹ Споразумение между 27-те държави – членки на ЕС, което има за цел да осигури поддръжането на бюджетна стабилност и даващо възможност за налагане на санкции на всяка страна в еврозоната, която не спазва определените критерии за максимални нива на дефицита и дълга.

Статии

Такава беше ситуацията до преди няколко години.

Суверенната дългова криза в Европа ускори процеса на фискална интеграция и през март 2012 г. всички държави – членки на ЕС, с изключение на Чехия и Великобритания подписаха Фискалния пакт¹⁰. Този международен договор е нова, по-строга версия на Пакта за стабилност и растеж. Неговата цел е да се осигури по-засилена бюджетна дисциплина и по-добрата координация на икономическите политики. Фискалният пакт реализира идеята за новото „златно правило“ на ЕС – изискването националните бюджети да бъдат балансирани. Независимо от това, че той е международен договор, т.е. извън правната рамка на ЕС, всички негови разпоредби действат като разширение на съществуващите правила на ЕС. Той използва същите процедури за докладване и мониторинг и организационни структури, които вече са създадени в рамките на ЕС в следните три области: 1) бюджетна дисциплина; 2) координация на икономическите политики; и 3. управление в рамките на Икономическия и паричен съюз (EMU¹¹). В срок до една година от влизането на Фискалния пакт в сила държавите членки, които са го ратифицирали, трябва да приемат със закон изискването националните им бюджети да бъдат балансирани или с излишък. Договорът дефинира понятието „балансиран бюджет“ като бюджет, който има:

1) общ бюджетен дефицит в размер по-малък от 3,0% от БВП; и

2) структурен дефицит в размер - по-малък от 1,0% от БВП, ако равнището на дълга е под 60%, или

- по-малък от 0,5% от БВП, ако равнището на дълга е над 60%.

Целта на това „златно правило“ на балансирани бюджети е да гарантира фискалната дисциплина на държавите от еврозоната.

Договорът въвежда още т.нар. „дългови спирачки“, определящи срока, в който равнището на дълга трябва да падне под границата от 60% от БВП. На държава, която е в нарушение на тези изисквания, ще и бъде даден срок да ги изпълни. Ако този срок не бъде спазен, на държавата-нарушител може да бъде наложена глоба в размер до 0,1% от БВП. Държавите, които са членове на ЕС, но не са в еврозоната, не могат да бъдат глобявани, ако нарушат фискалните ограничения. Много от европейските правителства ще трябва да приложат мерки за строги икономии, за да удовлетворят наложените от Фискалния пакт условия.

Редица авторитетни икономисти¹² изразяват дълбоката си загриженост по отношение на ефективността на Фискалния пакт като мярка за преодоляване на кризата в еврозоната. Според тях, ако по-голямата част от страните в еврозоната приложат строги икономии по едно и също време, то сигурно ще се задействат дефлационни сили, които ще доведат до по-ниски нива на производство и по-малко държавни приходи в цялата еврозона. В резултат, бюджетните дефицити в тези държави няма да бъдат намалени достатъчно, за да се спре нарастването на съотношението дълг/БВП (знаменателят в този коефициент ще намалява по-бързо от числителя). Така, строгите икономии биха

¹⁰ Договор за стабилност, координация и управление в Икономическия и Паричен съюз или на кратко – Договор за фискална стабилност. За ратифициралите го страни (13 членки на еврозоната и 4 други) той е в сила от 01.01.2013 г. За страните, които предстои да го ратифицират, той влиза в сила от началото на месеца, следващ ратифицирането му (към 20.02.2013 г. договарът не е внесен за разглеждане в българския парламент).

¹¹ EMU е съкращение на Economic and Monetary Union.

¹² Напр. Nouriel Roubini, американски икономист, първи предвидил финансовата криза в САЩ и света; и Karl Whelan, професор по икономика в University College Dublin

могли да доведат единствено до рецесия, още по-неустойчиви равнища на държавния дълг и засилване на недоверието на финансовите пазари.

По наше мнение необходимостта от фискална консолидация не бива да се пренебрегва. Фискалният пакт би бил полезна мярка, ако не се абсолютизира и се предвидят възможности за коригиране на коефициентите с цел избягване на рецесия. В този смисъл, Фискалният пакт би могъл да допълни пакета от мерки за излизане от кризата.

4. Използване на спасителните средства от Европейския механизъм за стабилност и отварянето му за по-големи страни

Европейският механизъм за стабилност (ESM)¹³ е създаден с цел да предоставя финансова помощ на страните – членки на еврозоната, изпитващи или заплашени от финансови затруднения. Той ще функционира като постоянна защита за еврозоната чрез отпускане на заеми до 500 милиарда евро. ESM ще замени временно съществуващата програма за финансиране в ЕС – Европейската организация за финансова стабилност (EFSF), като двете институции ще продължат да съществуват паралелно до средата на 2013 г. (EFSF ще продължи да обслужва само трансферите и мониторинга на вече одобрените спасителни заеми за Ирландия, Португалия и Гърция). За да изпълнява своето предназначение, ESM набира средства чрез емитиране на инструменти на паричния пазар, както и средно- и дългосрочни дългови инструменти с падеж до 30 години. Тези книжа са гарантирани от внесените капитал в размер на 80 млрд. евро и неотменното и безусловно задължение на държавите – членки на ESM, да внесат при поискване своите допълнителни вноски в акционерния капитал

(общо на стойност 620 млрд. евро).

Условие за получаване на финансова помощ от държавата, която кандидатства за нея, е подписването на Меморандум на разбирателство (Memorandum of Understanding), включващ програма с необходимите реформи за постигане на балансиран бюджет и фискална дисциплина или други условия, които трябва да бъдат изпълнени. Считано от 1 март 2013 г., предпоставка за получаване на средствата е и ратификацията на Фискалният пакт.

Решението за оказването на помощ се предхожда от задълбочен анализ по всички релевантни въпроси относно финансовата стабилност, който се осъществява от т. нар. Тройка (Европейската комисия, ЕЦБ и МВФ). Резултатите от този анализ определят коя (или кои) от петте вида спасителни програми на ESM трябва да бъде приложена. С цел да се избегне нарастването на държавния дълг, лидерите на страните от еврозоната се споразумяха (28 юни 2012 г.) финансирането от ESM на декапитализирани банки от системна важност да става не чрез съответното правителство, а директно (това ще бъде възможно след организирането на единен банков надзор в еврозоната).

До 2012 г. богатите страни в Европа спасяваха по-малките периферни страни като Ирландия, Португалия и Гърция. Тогава се появиха опасения, че може да се наложи ESM да отпусне финансиране и на по-големи страни като Испания и Италия, възникването на проблеми, в които заплашва да завлече на долу цялата еврозона. В края на 2012 г. тези погодzenia се оказаха напълно основателни – през декември 2012 г. на Испания и беше отпуснат първия транш от спасителния заем в размер на 39,5 млрд. евро, а в началото на февруари 2013 – още 1.865 млрд. евро срещу задължението тя

¹³ Европейският механизъм за стабилност е международна институция (учредители са 17-те държави – членки на еврозоната), създадена на 08.10.2012 г. със седалище в Люксембург.

Статии

да реформира банките си, като се фокусира конкретно върху рекапитализацията и намаляването на размера им. Освен това, за да компенсира част от изгубената си ценова конкурентоспособност, страната трябва в продължение на много години да поддържа инфлацията си под средната в еврозоната, както и силно да ограничи гържавните разходи.

Кипър беше последната страна, която отправи искане за получаване на спасителен заем от ESM в замяна на създаване на програма за икономическо възстановяване. Страната успя да постигне сделка в последния момент (24.03.2013г. беше крайният срок, който ЕЦБ постави за постигане на споразумение и след това щеше да преустанови финансирането на проблемните кипърски банки) с международните си кредитори за отпускане на помощ от 10 млрд. евро, с които трябва да бъде спасена финансовата система на острова. Първоначалният план на кредиторите, който беше отхвърлен от кипърския парламент предходната седмица, предвиждаше еднократен данък върху всички банкови депозити в страната, като тези под 100 хил. евро трябваше да бъдат обложени със 6,75%, а над тази сума – с 9,9%, за да бъдат набрани 5,8 млрд. евро. Според условията на договореното споразумение депозитите под 100 хил. евро ще бъдат гарантирани, но на вложителите с по-големи суми в най-големи банки в страната ще бъде наложен данък, а втората по големина банка в страната ще бъде затворена, а нейните активи – при-

гобити от първата. Наложени бяха и лимити за теглене на пари от банките, както и рестрикции за парични трансфери извън страната.

Критиците на този вариант¹⁴ отбелязват, че ESM силно ограничава икономическия суверенитет на неговите държавни членки (дори се твърди, че такава организация е противоконституционна) и че той осигурява широки правомощия и имунитет¹⁵ на съвета на управителите на ESM, без каквото и да било парламентарно влияние или контрол. Европейският механизъм за стабилност се смята за резултат от постигнатия към момента краткосрочен политически консенсус и няма да доведе до трайно решение на кризата.

Редица икономисти на възлови позиции¹⁶ предлагат ESM да се превърне в банка, която да може да взема заеми от ЕЦБ и с тези средства да купува ДЦК на първичния и вторичния пазар наред с всички останали инвеститори. Интересното в идеята е, че банката ще бъде кредитор от ранга на частните инвеститори, т.е. без старшинство. Според привържениците на тази идея това би било едно безконфликтно решение, което може да бъде приложено сравнително бързо. Тук, обаче, споделяме мнението, че това отново ще представлява финансиране на правителствата от централните банки, макар и „през задната врата“. Тъй като капиталът на ЕЦБ се набира чрез вноски на централните европейски банки, след това ESM ще взема заеми от ЕЦБ и ще купува дълг на гържавите с проблеми,

¹⁴ Напр.: проф. г-р Helmut Siekmann, професор по право, специалист в областта на монетарното, валутното и право на централната банка във Frankfurt University – Böll, S., Hesse, M., Reiermann, C. Opening the Umbrella: ESM Permanent Bailout Fund Prepares for Prime Time // Spiegel Online International, September 05, 2012;

проф. г-р Wilhelm Hankel, професор по право във Frankfurt University, конституционен съдия - ESM-Kläger, Euro(pa)-Kritiker, Reaktionär [SNW86-Zusammenschnitt], August 02, 2012, http://www.youtube.com/watch?v=O9_I-d6aX_o

¹⁵ Wohlmeyer, H., Hon. Robol, G. Austria: Objections and Reservations to ESM (European Stability Mechanism) // Current Concerns Journal, No 20, 2 October 2011.

¹⁶ Напр.: Ewald Nowotny, управител на централната банка на Австрия, Daniel Gros, директор на Центъра за европейски политически изследвания, Thomas Mayer, главен икономист на Deutsche Bank AG, Франкфурт – Gros, D., Mayer, T., Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it, Centre for European Policy Studies, No 265, March 2012.

т.е. средствата тръгват от централната банка на държавата с финансови затруднения, минават през ЕЦБ, ESM и отиват за финансиране на правителството в същата държава.

5. Програмите на ЕЦБ за изкупуване на дълг

За разлика от Федералния резерв на САЩ, политиката на ЕЦБ обикновено не предвижда директни покупки на облигации. Обичайната процедура, използвана от ЕЦБ за регулиране на паричното предлагане, е чрез т. нар. рефинансиране. При тази процедура облигациите не се купуват, а се използват при репо-сделки или обезпечени заеми. Разликата между двата типа сделки е от правно естество, като при репо-сделките обезпечението става собственост на ЕЦБ, докато не бъде погасен заемът.

След задълбочаване на дълговата криза в еврозоната, през май 2010 г. ЕЦБ стартира противоречива програма за изкупуване на ДЦК на държави от еврозоната на вторичния пазар. Тя се нарича програма за пазарите на ценни книжа (Securities Market Programme). Макар и за ограничен срок от време, целта на програмата бе изкупуването на дълг, емитиран предимно от затруднени държави. От стартирането на тази програма ЕЦБ е придобила дълг за над 200 млрд. евро, а през септември 2012 г. тя обявя нова аналогична по замисъл програма – директни парични транзакции (Outright Monetary Transactions – ОМТ). Основна разлика между двете е, че SMP е била с определен срок и лимити за изкупуване на дълг, докато новата ОМТ няма срок и предвижда неограничено изкупуване на държавни облигации на затруднени държави.

Друг ключов момент при ОМТ е т.нар. „стерилизация“ на облигациите. Това означава, че за да компенсира ефекта от изкупуването, ЕЦБ едновременно с това емитира ценни книжа, за да не се оказва влияние върху паричното предлагане в по-

сока на неговото увеличаване и да се избегне създаването на инфлационен натиск. „Старшинството“ е друг съществен елемент на програмата – според това правило, ЕЦБ няма предимство пред останалите кредитори и в случай на неизпълнение или реструктуриране на дълга, ЕЦБ няма да бъде първият кредитор, който ще си получи парите обратно.

Това е най-смелият опит за стабилизиране на единната валута, предприет до момента от страна на ЕЦБ. Високите разходи по дълга на проблемните страни отразяват факта, че инвеститорите смятат тези облигации за доста рискови инвестиции, включително и по отношение на валутата, в която са емитирани. Това се отразява директно на стойността на еврото и понижението на неговия курс спрямо други валути. Схемата е насочена към намаляване на разходите за финансиране на Испания и Италия и противодействие на рисковете от фрагментиране на еврозоната (чрез намаляване на спреда в доходността по облигациите на отделните държави членки) и разпадане на единната валута. Покупките ще се прилагат само за краткосрочен дълг до три години. Президентът на ЕЦБ Марио Драги постави строги условия за задействане на програмата за изкупуване на облигации – страните, които искат да се възползват от тази програма, ще трябва първо да поискат финансова помощ от еврозоната, да въведат програми за строги икономии и да се споразумеят по отношение на спасителните планове, преди ЕЦБ да се задейства. Според правилата на програмата, ЕЦБ ще се намесва на вторичните пазари, за да купува дълг на правителствата, чиито доходности на облигациите са твърде високи и следователно застрашават провеждането на единна парична политика в еврозоната. Банките в юрисдикциите с повишен суверенен риск и несигурност обикновено имат ограничен достъп до междубанковия паричен пазар и разчитат до голяма степен на ликвидност

от централните банки. Затруднените условия за финансиране, допълнени от очаквания за влошаване на макроикономическите перспективи, на свой ред водят до много по-лоши условия за отпускане на кредити за домакинствата и фирмите, отколкото в останалите страни на еврозоната. Така, намаляването на основния лихвен процент на ЕЦБ почти не се отразява или дори има обратен ефект на лихвените проценти по кредитите на банките в страните с висок суверенен риск. А контролът върху паричното обращение и условията за кредитиране са определящи за ефективността на паричната политика. В този смисъл, ЕЦБ не би могла да изпълнява своите функции по поддържане на ценова стабилност, ако нейните послания не могат да достигнат до реалната икономика чрез паричната ѝ политика.

И независимо от твърдението на ЕЦБ, че тези интервенции на вторичния пазар на дълг са насочени към възстановяването на правилното провеждане на паричната ѝ политика и „имат за цел да осигурят дълбочината и ликвидността на тези пазарни сегменти, които не функционират правилно“¹⁷, много е трудно да се прецени тяхното въздействие и дали всъщност те не представляват финансиране на бюджетни дефицити чрез печатане на пари. Чрез т.нар. „стерилизация“ ЕЦБ събира пари от частните инвеститори, с които купува дълг на проблемните държави и по този начин финансира бюджетните им дефицити чрез пари на данъкоплатците. Според D. Gros и T. Mayer тези изкупвания на дълг превръщат ЕЦБ в орган на фискална политика и в дългосрочен план биха подкопали доверието в нея и в еврото. Подкрепяйки този аргумент, не смятаме, че това е вариант който може да доведе до ефективно разрешаване на проблемите на еврозоната.

6. Емитиране на еврооблигации

Много от страните – членки на еврозоната, имат големи бюджетни дефицити – по данни за 2011 г. дефицитът на Испания е 8,0%, а на Ирландия - 8,1%. За еврозоната като цяло нещата стоят по-добре – за 2011 г. година той е 4,1%, което е по-малко от половината от този на САЩ. На теория, Европа трябва да бъде в състояние да заеме пари на сравнително ниски цени, ако издаде една обща облигация за цялата еврозона. И това може да ѝ осигури както времето, така и необходимите средства, за да се справи със сегашните си проблеми. Много европейски политици¹⁸ и анализатори¹⁹ призовават за емитирането на точно такива «еврооблигации» – суверенен дълг на еврозоната, гарантиран съвместно от 17-те държави членки.

Съществуват препятствия и през този подход за преодоляване на кризата. Ако еврозоната емитира една обща емисия еврооблигации, това означава, че разходите по заема на страни като Испания и Италия ще паднат, но страни като Германия и Финландия ще трябва да плащат повече, за да вземат тези пари назаем. В момента разходите по финансиране на проблемните страни са много високи поради суверенния риск, влошеното икономическо състояние и несигурността. Същите тези разходи са значително по-ниски за страните със стабилни икономики, висок кредитен рейтинг и пазарна сигурност. Разходите по една обща емисия биха били някъде между тези две стойности, което ще облагодетелства страните с финансови проблеми и ще бъде в ущърб на тези с добро финансово здраве. Такава тактика може да доведе и до възникване на проблема за моралния риск – страните, които към момента са проблемните заематели, ще почувстват по-малък натиск от страна на инвеститорите,

¹⁷ Прес-съобщение на ЕЦБ за стартиране на програмата за пазарите на ЦК, 10.05.2010 г.

¹⁸ напр.: Guy Verhofstadt, член на Европейския парламенти Christine Lagarde, директор на МВФ

¹⁹ Jacques Delpla, член на Френския съвет за икономически анализи.

за да овладеят дълговете си. Обща еврооблигация, обезпечена от всички държави членки, ще означава обща отговорност, ще даде повече сигурност на държавите с финансови затруднения и те няма да се чувстват толкова притиснати и зависими от кредиторите, колкото в случая с емитирането на собствен суверенен дълг. Макар и на теория да звучи добре, смятаме, че този вариант би бил трудно приложим на практика. Още повече, че той ще засили проблема с фискалната дисциплина на страните с проблеми.

7. Държавен дълг, обезпечен със злато

Идеята за решение на кризата в еврозоната чрез резервите от злато включва използването на златните резерви на страните с цел намаляване на разходите по дълга на правителствата в затруднено положение. Златните резерви на централните банки на 17-членния валутен съюз възлизат на 10 000 тона злато. Златните резерви на някои силно задължени страни като Испания (282 т.), Гърция (112 т.) и Ирландия (6 т.) са твърде малки, за да могат да им помогнат. Но две от страните са с достатъчен размер на резервите от злато, за да намалят разходите си за финансиране – Италия, която е с високи и неустойчиви разходи по дълга си, притежава вторите по размер златни резерви в Европа (2 450 т.) и малката икономика на Португалия с 382 т., която ползва спасителна програма, след като загуби достъп до финансиране на приемливи нива.

Тук, разбира се, не става въпрос за директна продажба на това злато. Освен очевидния проблем, че нивото на дълг на проблемните страни далеч надхвърля стойността на златните им резерви, същест-

вуващото законодателство на ЕС забранява подобен начин за финансиране на правителствата. В допълнение, разпоредбите на Споразумението на централните банки за златото²⁰ ограничават продажбите на злато с цел защита на общата стойност на резервите на Европа.

От друга страна, златото все по-често се използва във финансовата система като източник на висококачествено обезпечение. Липсата на кредитен риск и антицикличният му характер²¹ го правят идеално за тази цел. Регулацията на европейската пазарна инфраструктура (EMIR)²² вече позволява на централизираните клирингови контрагенти (CCPs) в цяла Европа да приемат златото като обезпечение. Използването на златото като обезпечение при търговските банки също расте. Златото би могло да изпълнява тази функция и в публичния сектор и по този начин да повиши кредитното качество на държавни ценни книжа и да понижи доходността им.

Предложението за използването на златните резерви като обезпечение цели да се намалят разходите по заеми, като се гарантира частичното им погасяване в случай на неизпълнение. Златните резерви на Италия биха могли да покрият 24% от прогнозираната необходимост за заеми през следващите две години, а за Португалия този процент е 30%.

Историята познава прецеденти на използване на златото като обезпечение. През 1970 г. Италия и Португалия използват златните си резерви като обезпечение по заеми, получени от други централни банки и от Банката за международни разплащания. Според изчисленията на проф. Ansgar Berke²³, ако една трета от номинал-

²⁰ Третото поред споразумение, подписано през септември 2009 г. между 19 европейски централни банки (вкл. ЕЦБ) за срок от 5 години, което налага лимити за продажбите на злато.

²¹ Стойността на златото нараства по време на рецесия и намалява по време на възход в бизнес-цикъла.

²² Регламент № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета от 4 юли 2012 година относно извънбор-совите деривати, централните контрагенти и регистрите на транзакции

²³ Berke, A., „A more effective Eurozone monetary policy - gold-backed sovereign debt“ // November 10, 2012, <http://www.gold.org>

на стойност на петгодишните облигации на Португалия е гарантирана със злато, то разходите по обслужване на емисията могат да бъдат намалени от 10% до 6%, и до 5%, ако е гарантирана половината от емисията.

Предимствата на този подход са няколко. Първо, това не би представлявало фискален трансфер от една държава в друга – страната използва собственото си злато, за да договори по-ниски лихвени проценти по дълга си и да стимулира икономиката си. Второ, опасността от загуба на собствените златни резерви би била сериозен стимул за страните за провеждане на необходимите структурни реформи. Трето, тъй като златото е реален актив, то неговото използване няма да води до инфлационен натиск. Четвърто, използването на националните златни резерви за обезпечение на емисия облигации не би повлияло на баланса на ЕЦБ (когато те са достатъчни за емисията).

Съществуват и някои пречки пред прилагането на този подход. На първо място, този процес изисква време. Това не е процес, който може да се случи за една нощ. Златните резерви не са на разположение на правителството, а в трезорите на националните централни банки. За прехвърляне на злато към правителствата е необходимо да се получи одобрение на Управителния съвет на ЕЦБ. На второ място, тъй като по презумпция националните централни банки в еврозоната са независими, то прехвърлянето на злато към правителството повдига въпроса доколко подобни трансфери не нарушават забраната централните банки да не предоставят парично финансиране на правителствата. На трето място, централните банки в еврозоната са сред банките по целия свят, които са се съгласили да ограничат своите колективни продажби на злато до 400 тона годишно – споразумение, което е в сила до 2014 г. Въпросът е, доколко използването на златото като

обезпечение по държавния дълг може да се разглежда като операция, която попада в обхвата на това споразумение. Отчитаме предимствата на този вариант, но наличието на юридически неясноти относно неговото приложение и фактът, че златните резерви все пак са ограничени, намаляват приложното му поле.

8. Разпадане на еврозоната

В заключение трябва да бъде разгледан и вариантът за справяне с кризата, при който страните просто започват да напускат еврозоната. Германия със сигурност не е във възторг от идеята за изразходване на допълнителни огромни ресурси, за да подкрепя страни като Италия, Испания и Гърция. И все пак, дори европейските лидери да успеят да се справят със суверенната дългова криза, остава проблемът за възстановяване на конкурентоспособността. Това ще бъде проблем за всяка от страните с дефицит, но най-сериозен той ще бъде за страните от Южна Европа. Членството в една и съща парична зона със страна като Германия ще осъди тези страни на години дефлация, висока безработица и вътрешни политически сътресения. Излизането от еврозоната в такъв момент може да бъде единствената реалистична възможност за възстановяване. Един подобен сценарий би активирал поредица от събития, намиращи се в причинно-следствена връзка помежду си: спиране на външното финансиране, изпадане на страната в несъстоятелност по дълга и колапс на финансовия сектор, печатане на пари за финансирането му, значителен ръст на инфлацията, девалвиране на валутата, ръст на износа и в по-дългосрочен план – стимулиране на икономиката. Важно е да отбележим, че излизането от еврозоната не значи непременно излизане от ЕС.А и разпадането на еврозоната, ако се стигне до такава, не е задължително да бъде необратим процес. Страните могат да се обединят отново, когато са налице

Статии

нужните данъчни, регулаторни и политически предпоставки. Но за момента еврозоната, може би, е достигнала точката, в която нейното разпадане е по-добър вариант отколкото години на икономически спад и политически сътресения. И фактът, че това е нежелан вариант не означава, че не е възможно да се случи.

Нито един от разгледаните варианти на действие не би могъл самостоятелно да се справи с всички икономически предизвикателства, пред които е изправена еврозоната. Тези проблеми са сложни и решаването им изисква политическа воля, комплексен подход и институционални промени. Още повече, в началото отбелязахме, че кризата в еврозоната не е една, а са три - суверенна дългова криза, банкова криза и макроикономическа криза. Тъй като те са взаимосвързани, то те не могат да бъдат изцяло решени без действия на всички фронтове. Ето защо, заедно с фискалната консолидация и икономическата реформа, Европа трябва да възстанови доверието в стабилна банкова система, която да изиграе ключова роля в процеса по възстановяване и подкрепа на икономическия растеж.

Литература

1. After the Euro Area Summit: Time to Implement Long-term Solutions, German Council of Economic experts, July 30, 2012
2. Allesi, C., The Eurozone in Crisis, Council on Foreign Relations, July 23, 2012
3. Berke, A., A more effective Eurozone monetary policy - gold-backed sovereign debt*, November 10, 2012, revised version
4. Bibow, J., The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma, Levy Economics Institute of Bard College, May 2012
5. Coeuré, B., Challenges to the single monetary policy and the ECB's response, speech at Institut d'études politiques, Paris, 20 September 2012
6. Davies, H., The financial crisis and the regulatory response: An interim assessment,

Кризата в еврозоната

- International Journal of Disclosure and Governance (2012) 9, 206–216
7. Euro Zone Crisis: Causes and Consequences for the Euro-Atlantic Region, Report for the Commission of the Euro-Atlantic Security Initiative (EASI), July 2010
 8. Gros, D. and Mayer, T., Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it, March 2012
 9. Hildebrand, Ph., Sachs, L., Europe should fix its banks US way, Financial Times, September 2012
 10. Kudrna, Z., Regulatory aftermath of banking rescues: More Europe or business as usual?, EUSA Twelfth Biennial International Conference, Boston, Massachusetts, March 3-5, 2011
 11. Lave, Z. and Santi, F., EU Austerity and Reform: A Country by Country Table, April 2012
 12. Mélitz, J., Eurozone reform: A proposal, The Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No 48, May 2010
 13. Monastiriotis, V., Hardiman, N., Regan, A., Goretti, Ch., Landi, L., Conde-Ruiz, J., Marín, C., Cabral, R. Austerity Measures in Crisis Countries – Results and Impact on Mid-term Development // Intereconomics, Volume 48, Number 1, January/February 2013
 14. Ruparel, R., Persson, M., Better off out? The short-term options for Greece inside and outside of the euro, June 2012
 15. Schwarzer, D., The Next Reform Agenda For The Eurozone, German Institute for International and Security Affairs, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP) in Berlin, April 2011
 16. Shambaugh, J.C., The Euro's Three Crises, Brookings Papers on Economic Activity Spring 2012, March 12, 2012
 17. Stiglitz, J., Adding liquidity is not enough – a fiscal stimulus is needed, <http://www.guardian.co.uk>, 04 October 2012
 18. The Euro crisis – What role did the common currency play? Volker Treichel on Thu, 2012-07-12, <http://blogs.worldbank.org/>