

# Трансформация антикризисных инструментов Европейского центрального банка

Топорикова Яна Михайловна, Савенкова Мария Александровна  
МГИМО

## РЕЗЮМЕ

Данная статья посвящена деятельности Европейского центрального банка (далее – ЕЦБ) в условиях финансового кризиса 2008–2009 гг., Европейского долгового кризиса 2010–2012 гг., долгого посткризисного восстановления, пандемии COVID-19 и текущей экономической обстановки. Необходимость справляться с кризисными явлениями в Еврозоне не раз побуждала ЕЦБ расширять арсенал своих инструментов, прибегая к неконвенциональным рычагам, что актуально и в настоящее время. В работе авторы рассматривают такие нестандартные инструменты ЕЦБ, как программы покупки активов, новые элементы в отношении операций долгосрочного рефинансирования и инструмент трансмиссионной защиты. Авторы ставят цель оценить потенциал нестандартных инструментов ЕЦБ в борьбе с кризисами и посткризисном восстановлении. Новизна данного исследования заключается в систематизации и обобщении опыта применения ЕЦБ нестандартных инструментов во время кризисов XXI века.

Задействованный метод компаративного анализа позволил проследить эволюцию реакции ЕЦБ на рассматриваемые в работе кризисы. Методы экономического анализа и систематизации статистических данных, а также использование работ других исследователей позволили структурировать информацию об антикризисной политике ЕЦБ. Авторы рассматривают, как трансформировался инструментарий ЕЦБ: какие неконвенциональные инструменты использует ЕЦБ и что нового было введено в отношении стандартных инструментов. Оценивается положительный эффект от использования новых инструментов – авторами было отмечено, что именно нестандартные инструменты денежно-кредитной политики позволили оперативно справиться с кризисами. Кроме того, в работе уделяется внимание рискам и недостаткам, сопряженным с применением подобных нестандартных рычагов денежно-кредитной политики в Еврозоне.

## КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

Европейский центральный банк; Еврозона; мировой финансовый кризис; кризис сувенирных долгов; коронакризис.

# The Transformation of the European Central Bank Anticrisis Tools

*Yana Mikhailovna Toporikova, Mariia Alexandrovna Savenkova  
Moscow State Institute of International Relations (University) of the Ministry  
of Foreign Affairs of Russia*

## ABSTRACT

This article deals with the activity of the European Central Bank amid the financial crisis 2008-2009, Eurozone debt crisis, long post-crisis recovery, COVID-19 pandemic and current economic situation. The ECB has been expanding the variety of its tools along with resorting to non-conventional methods, which is still relevant today. In this paper, the authors examine such non-standard ECB instruments as asset purchase programs, new elements in long-term refinancing operations and the Transmission Protection Instrument. The research is aimed to assess non-conventional ECB tools applicable to deal with crises and post-crisis recovery. The study is of scientific value since it systematizes and generalizes the experience the ECB acquired during the aforementioned crises. The method

of comparative analysis is applied to trace the evolution of the ECB response to the crises observed in the work. Methods of economic analysis and systematization of statistical data, as well as the results of other scientific studies, detect and structure information about the anti-crisis tools of the ECB. The authors scrutinize the types of non-conventional tools which ECB used during the crises of the 21st century, with examining new elements added to standard ECB tools. The positive effect the use of non-traditional instruments has been producing is assessed. The authors have reached the conclusion that it is non-conventional tools of monetary policy that effectively prevent crises and preclude their exacerbation. Besides, the research accentuates risks and disadvantages of the application of such tools in the Eurozone.

## KEY WORDS

European Central Bank; Eurozone; global financial crisis; sovereign debt crisis; coronacrisis

Contact the authors via [yanatoporikowa@gmail.com](mailto:yanatoporikowa@gmail.com)

ВЫПУСК №4 (10) ОКТЯБРЬ — ДЕКАБРЬ 2022 —

## ВВЕДЕНИЕ

За последние 15 лет Еврозона столкнулась с рядом вызовов: финансовый кризис 2008-2009 гг., Европейский долговой кризис, разразившийся в 2010 г., долгое посткризисное восстановление, пандемия COVID-19 и сложная геополитическая обстановка. Ключевая роль в борьбе с кризисами и посткризисном урегулировании в Еврозоне принадлежит Европейскому центральному банку (далее — ЕЦБ). Интересно, что уже глобальный финансовый кризис 2008-2009 гг. выявил ограниченность имевшегося на тот момент инструментария ЕЦБ. С тех пор необходимость справляться с кризисными явлениями в Еврозоне не раз побуждала ЕЦБ расширять арсенал своих инструментов, что актуально и в настоящее время. Новизна исследования заключается в систематизации и обобщении опыта применения ЕЦБ нестандартных инструментов во время кризисов XXI века.

Цель данной работы: оценить потенциал новых инструментов ЕЦБ в борьбе с кризисами и посткризисном восстановлении.

Для достижения цели авторами были поставлены следующие задачи:

1. Рассмотреть основные принципы работы и механизмы денежно-кредитной политики ЕЦБ.
2. Проанализировать изменение антикризисных инструментов, применяемых ЕЦБ.
3. Оценить их особенности, достоинства и недостатки.

Задействованный метод ком-

паративного анализа позволил проследить эволюцию реакции ЕЦБ на рассматриваемые в работе кризисы. Методы экономического анализа и систематизации статистических данных, а также использование работ других исследователей, позволили структурировать информацию об антикризисной политике ЕЦБ. Для наглядности исследования авторы использовали графический метод и метод статистического наблюдения с опорой на данные ЕЦБ, Евростата, Всемирного банка и ОЭСР. Кроме того, были использованы труды таких российских исследователей, как А.И. Бажан, О.В. Буторина, Н.Ю. Кавешников, В.Я. Пищик, М.В. Стрежнева, А.Н. Цыбулина и др. Важным подспорьем стали и работы зарубежных исследователей — П. де Грауве, М. Дабровски, М. Демерцис, А. Витульска, Ю. Малишевской-Ненартович и др. Кроме того, для анализа денежно-кредитной политики в Еврозоне были проанализированы выступления официальных представителей ЕЦБ.

## ФУНКЦИИ И ЗАДАЧИ ЕЦБ

Прежде чем перейти к анализу неконвенциональных инструментов ЕЦБ, необходимо прояснить, какие стандартные инструменты содержатся в его арсенале.

Согласно ст.127 Договора о функционировании Европейского союза (ДФЕС), главной целью ЕЦБ является поддержание стабильности цен; без ущерба данной цели ЕЦБ может

оказывать поддержку экономической политике Европейского союза.<sup>[1]</sup>

К основным задачам ЕЦБ относятся:

- установление процентных ставок по кредитам коммерческим банкам в Еврозоне,
- управление валютными резервами зоны Евро,
- обеспечение безопасности и стабильности европейской банковской системы,
- осуществление выпуска евро,
- оценка рисков для ценовой стабильности.

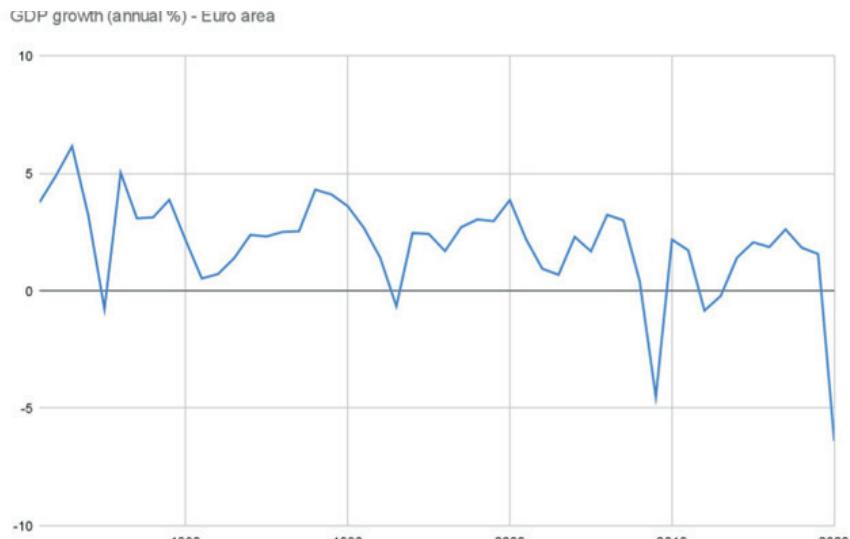
Для таргетирования инфляции (2% в среднесрочной перспективе) ЕЦБ оперирует своими традиционными инструментами. К ним относятся, например, определение базовых процентных ставок, установление минимальной нормы обязательных резервов, проведение операций на открытом рынке и установление норм и нормативов деятельности коммерческих банков.

## КРИЗИС 2008-2009 ГГ.

Первый кризис, рассматриваемый в данной работе — мировой экономический и финансовый кризис 2008-2009 гг. Перегрев рынка кредитования США и его последствия не могли не отразиться на экономике Европы: американские банки-партнёры перестали справляться с предоставлением кредитов европейским банкам, что привело к сужению денежной массы. Поскольку в ЕС основным источником финансирования для предпринимателей являются именно банки (на 2009 г. более 70% внешнего неакционерного финансирования принадлежало банкам), несложно представить последствия их ослабления: сокращение капиталовложений, ВВП, рост безработицы и дефицита госбюджета. Начиная с 2008 г. ЕЦБ начал использовать один из своих основных рычагов давления на экономическую ситуацию — понижать ставку

[1] Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union. — Текст : электронный // Official Journal of the European Union : официальный сайт. — URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:en:PDF> (дата обращения: 28.02.2022).

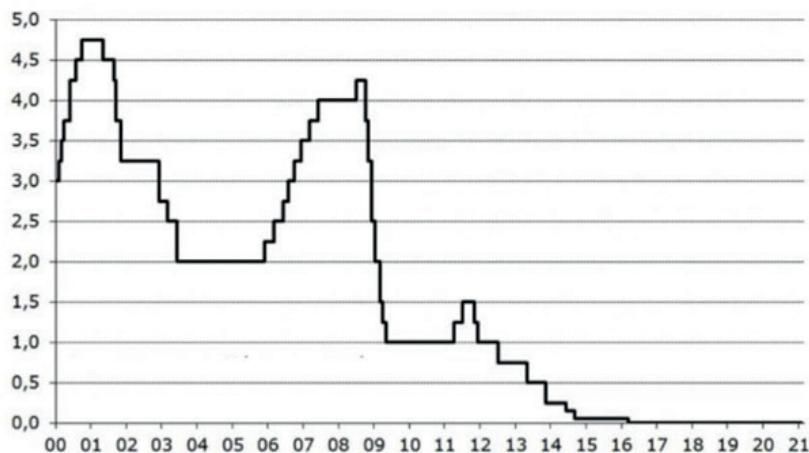
Рис.1. Годовой прирост ВВП в зоне евро с 1971 по 2020 гг. Построено авторами на основе данных Всемирного Банка.



рефинансирования. С предкризисных 4,25% уже к маю 2009 г. она была снижена до 1%, что стало крупнейшим сокращением в Европе за такой

короткий период времени. Несмотря на такой шаг, доверие к банкам ЕС уже было подорвано. Крупные банки, располагающие

Рис. 2. Ставка рефинансирования ЕЦБ (%) с 2000 по 2021 гг. Построено авторами на основе данных ЕЦБ



запасами денежных средств, предпочитали кредитовать лишь ограниченное число партнёров. Остальные банки с трудом привлекали новые вклады и для стабилизации резервов были вынуждены обращаться к национальным центральным банкам, что делало операции более дорогостоящими: ставка по кредитам для населения и предприятий не сокращалась так же быстро, как ставка рефинансирования. Как следствие, связь между ставкой рефинансирования и ставками денежного рынка значительно ослабла<sup>[2]</sup>. Для её восстановления уже в сентябре-октябре 2008 г. ЕЦБ предпринял ряд нестандартных антикризисных мер по поддержке банковского сектора, а именно ввёл новый режим предостав-

ления кредитов. Эта система включала три составляющих<sup>[3]</sup>.

Во-первых, было принято решение о введении ЕЦБ требования полного обеспечения кредитных заявок с фиксированным уровнем процентной ставки. Таким образом, предпринималась попытка ликвидировать нехватку долларовых активов в экономике. Кроме того, были увеличены сроки кредитования по операциям долгосрочного рефинансирования с трех до шести месяцев.

Во-вторых, ЕЦБ ещё до кризиса, в отличие от многих центральных банков, в качестве стопроцентного залогового обеспечения принимающих в основном государственные ценные бумаги, стал проводить операции с корпоративными

[2] The ECB'S response to the financial crisis / European Central Bank – Текст: непосредственный // ECB Monthly Bulletin. October 2010. – Р. 62

[3] European Central Bank: официальный сайт. – Франкфурт-на-Майне, 2009 – URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090612.en.html> (дата обращения: 04.03.2022). – Текст: электронный.

ценными бумагами<sup>[4]</sup>. Осенью 2008 г. требования к ним были снижены, и, как следствие, перечень этих ценных бумаг был расширен.

В-третьих, число контрагентов, способных принимать участие в операциях рефинансирования, возросло примерно со 140 до 2000<sup>[5]</sup>. Эти новые меры были дополнены

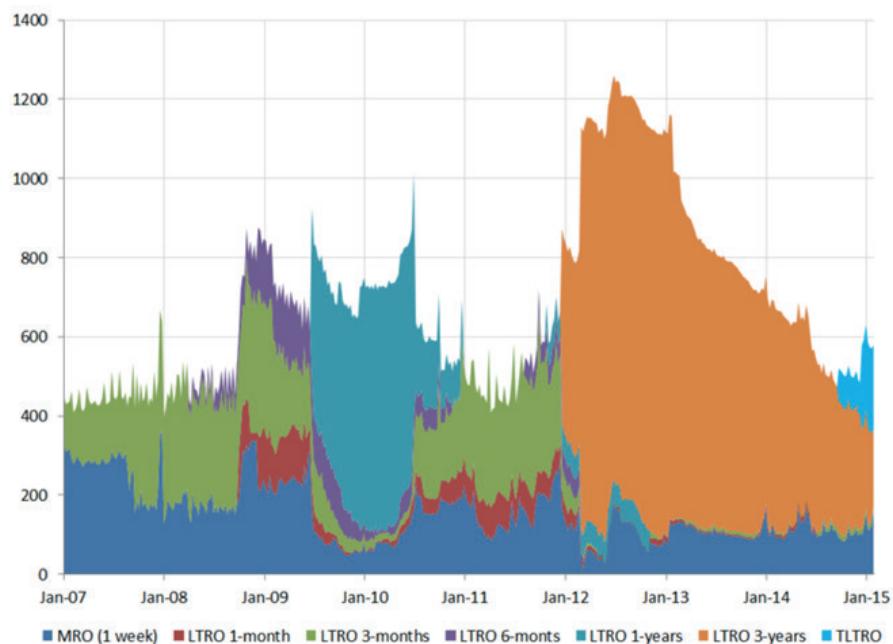
дальнейшими шагами, принятymi Советом управляющих ЕЦБ в 2009 г. В июне сроки кредитования по операциям долгосрочного рефинансирования увеличены с 6 до 12 месяцев.

В 2009 г. ЕЦБ начал реализацию Программы покупки обеспеченных облигаций (Covered Bonds Purchase Programme — CBPP) на сумму 60 млрд

[4] Буторина О.В. Антикризисная стратегия Европейского Союза: ближние и дальние рубежи // Полития. – 2009. – № 3. – С.123. – URL: <http://www/mgimo.ru/files/120984.pdf>. (дата обращения: 02.03.2022).

[5] The ECB'S response to the financial crisis / European Central Bank — Текст: непосредственный // ECB Monthly Bulletin. October 2010. – Р. 66.

Рис. 3. Операции по рефинансированию в Евросистеме по сроку погашения (млрд €).



Источник: *Bruegel*.

евро, затем провёл вторую программу ещё на 16,4 млрд евро. Эти программы были направлены на кредитование сектора недвижимости, пострадавшего в период острой фазы кризиса<sup>[6]</sup>. Авторы отмечают важность выбора ЕЦБ именно обеспеченных облигаций, поскольку

они имеют высокий уровень обеспечения, а операции с ними не приводят к перераспределению кредитного риска, в связи с чем имеют более высокую защиту от него.

Опираясь на статистику, авторы приходят к выводу, что принятые

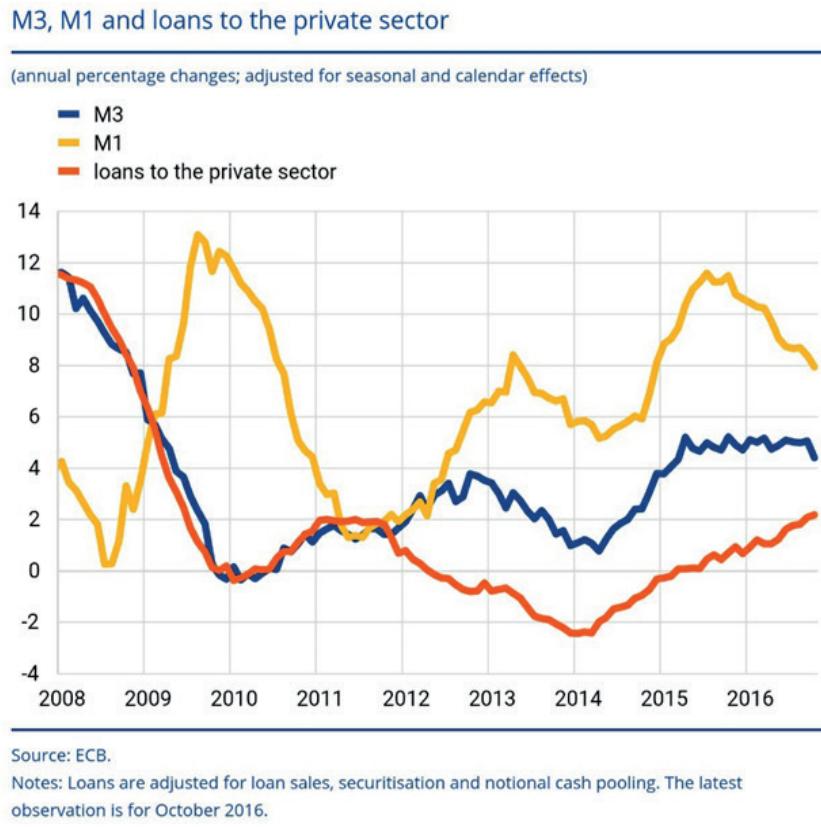
[6] European Central Bank: официальный сайт. – Франкфурт-на-Майне, 2009 – URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090612.en.html> (дата обращения: 04.03.2022). – Текст: электронный.

ЕЦБ нестандартные меры оказались эффективными. Так, уже в 2009 г. на финансовых рынках наблюдались признаки стабилизации. На денежном рынке постепенно снижались спреды, оживились рынки акций и облигаций. Кроме того, заметно смягчение условий кредитования предприятий начиная со

второй половины 2009 года<sup>[7]</sup>. Данные изменения привели, в свою очередь, к росту числа предоставляемых кредитов. Именно в таких условиях появилась возможность расширить денежную базу и преодолеть острую фазу кризиса.

[7] The ECB'S response to the financial crisis / European Central Bank — Текст: непосредственный // ECB Monthly Bulletin. October 2010. — Р. 71.

Рис. 4. Монетарные агрегаты M3, M1 и кредиты частному сектору с 2008 по 2016 гг. (годовые изменения в процентах, скорректировано с учётом сезонных и календарных колебаний).



Источник: ЕЦБ.

Оценивая деятельность ЕЦБ, А. Витульска и Ю. Малишевская-Ненартович подчёркивают, что ЕЦБ стал «кредитором последней инстанции» для стран Еврозоны. Финансовый и экономический кризис обнажил недостаточность компетенций ЕЦБ для принятия эффективных мер по преодолению

кризисных последствий, что вынудило центральный банк обратиться к новым инструментам: полному обеспечению кредитных заявок с фиксированным уровнем процентной ставки, снижению требований к корпоративным ценным бумагам, увеличению числа контрагентов по операциям рефинансирования и

сроков кредитования по операциям долгосрочного рефинансирования, а также к реализации программы CBPP<sup>[8]</sup>.

Вместе с тем, авторы данной статьи не могут не отметить и противоречивые аспекты применения нестандартного инструментария. В частности, облегчение условий предоставления кредитов банкам может снизить заинтересованность национальных правительства принимать рациональные решения, способствующие преодолению кризиса. В связи с этим уже в декабре 2009 г., на фоне положительных результатов денежно-кредитной политики ЕЦБ, Совет Управляющих объявил о постепенном сворачивании антикризисных мер, в том числе новых<sup>[9]</sup>.

## КРИЗИС СУВЕРЕННЫХ ДОЛГОВ И ПОСТКРИЗИСНОЕ ВОССТАНОВЛЕНИЕ

Кризис суверенных долгов, начавшийся в 2009 г., чья острая фаза пришла на 2011-2012 гг., был связан с низкой платежеспособностью стран южной периферии Еврозоны (Греция, Португалия, Испания, Кипр), оказавшихся не в состоянии обслуживать свой госдолг и находившихся на грани дефолта.

Нестабильная ситуация ставила под угрозу существование Еврозоны и диктовала немедленное принятие мер со стороны институтов ЕС, включая ЕЦБ.

Во время кризиса, а также после преодоления его острой фазы в 2010-2011 гг., ЕЦБ начал внедрять новые инструменты с целью направления банковских ресурсов на финансирование реальной экономики<sup>[10]</sup>. С 2010 по 2012 гг. в рамках программы по покупке облигаций стран Еврозоны на вторичном рынке (Security Markets Programme – SMP) ЕЦБ совершил покупку греческих, ирландских, итальянских, испанских и португальских облигаций в сумме 220 млрд евро. В 2012 г. было объявлено о проведении прямых денежных операций (Outright Monetary Transactions – ОМТ), подразумевавших покупку суверенного долга государств-членов ЕС на вторичном рынке. Программа не была реализована, но уже само её анонсирование позволило успокоить инвесторов и снизить доходность гособлигаций стран с проблемной экономикой<sup>[11]</sup>.

С 2011 г. ЕЦБ начал вводить новые элементы в отношении операций долгосрочного кредитования (табл.1).

[8] Maliszewska-Nienartowicz, J., Witulska A.. Role of the European Central Bank in Combating the Financial Crisis in the European Union/ Justyna Maliszewska-Nienartowicz, Amanda Witulska. – Текст: электронный // Polish Review of International and European Law, 7, 1, Warsaw. – 2018. – P.118. – URL: [https://www.academia.edu/download/73834445/3633-Article\\_Text-5732-1-10-20190819.pdf](https://www.academia.edu/download/73834445/3633-Article_Text-5732-1-10-20190819.pdf).

[9] The ECB'S response to the financial crisis / European Central Bank – Текст: непосредственный // ECB Monthly Bulletin. October 2010. – P. 71.

[10] Буторина О.В. Монетарная политика ЕЦБ: новейшие тенденции / Ольга Витальевна Буторина. – Текст: электронный // Международная экономика. - №1. – 2018. – с. 39. – URL: <https://www.instituteofeurope.ru/images/stories/structura/butorina/2018-1.pdf> (дата обращения: 02.03.2022).

[11] Paul De Grauwe, Yuemei Ji. Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications. – URL: <https://voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>

Название операции	Новые элементы
Операции долгосрочного рефинансирования (Long-Term Refinancing Operations – LTRO)	Первоначально продолжительность LTRO составляла 3 месяца, но в 2011 и 2012 гг. были проведены две масштабные операции сроком на 3 года.
С 2014 г. — Целевые четырёхлетние операции долгосрочного рефинансирования (Targeted long-term refinancing operations – TLTRO).	Чем выгоднее условия, на которых банк кредитует корпорации и домашние хозяйства, тем больший объем кредитов по более низкой процентной ставке этот банк получает.

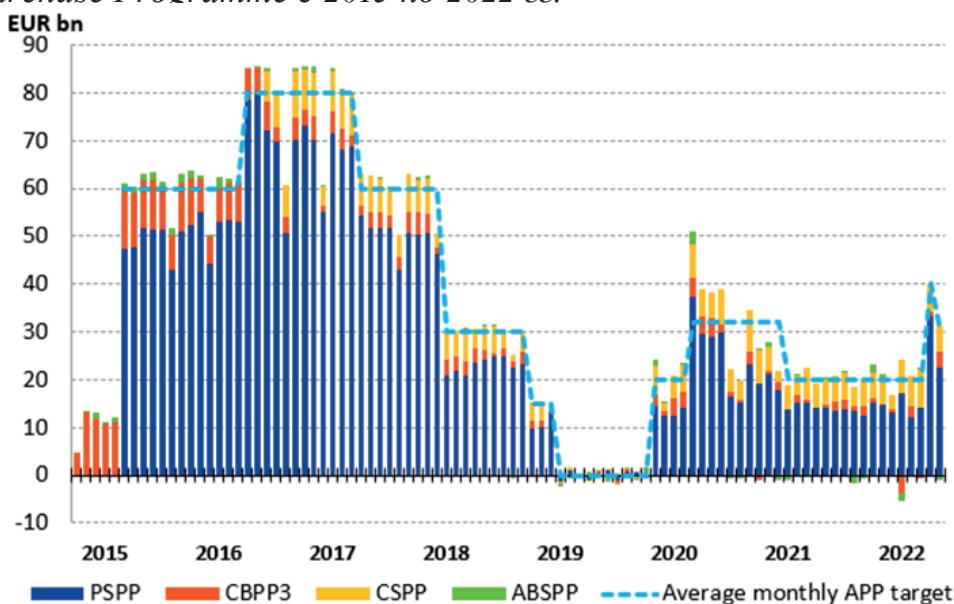
Табл.1. Новые элементы в операциях долгосрочного рефинансирования, введенные в ходе кризиса суверенных долгов. Составлено авторами на основе данных ЕЦБ.

В 2014 г., когда главной задачей для Еврозоны было восстановление экономики после кризисов, была запущена Программа покупки активов (APP — Asset Purchase Programme). Составные элементы APP представлены на рис.5. По данным ЕЦБ, в рамках данной программы осуществлялись покупки:

■ облигаций корпоративного сектора (Corporate sector purchase programme, CSPP, выделено жёлтым цветом на диаграмме);

- облигаций государственного сектора (Public sector purchase programme PSPP, синий цвет);
- третья программа покупки облигаций с покрытиями (Third covered bond purchase programme, CBPP3, красный цвет)
- покупка бумаг, обеспеченных активами (Asset-backed securities purchase programme, ABSPP, зелёный цвет).

Рис. 5. Объёмы покупок активов Европейским центральным банком в рамках *Assets Purchase Programme с 2015 по 2022 гг.*



Источник: ЕЦБ.

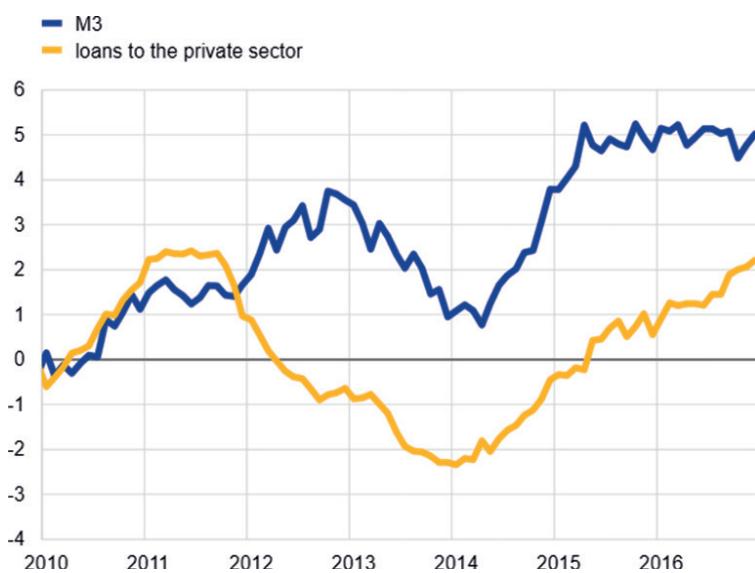
Если в 2016-2017 гг. объём ежемесячных покупок активов в рамках APP варьировался от 60 до 80 млрд, то уже в 2018 г. – от 15 до 30 млрд.

Ещё один новый элемент монетарной политики ЕЦБ – отрицательные процентные ставки по депозитам, которые коммерческие банки держали на счетах в национальных центральных банках. Переход к подобной политике был обусловлен необходимостью бороться с дефляцией. Кризисные явления не были полностью преодолены в Еврозоне: двойной кризис ознаменовал начало так называемой «новой нормальности», как на европейском, так и на глобальном уровне, а именно: замедление темпов экономического роста, низкую инфляцию, высокий государственный долг (см. рис.7). Важно, что в столь непростой период именно благодаря нетрадиционным мерам ЕЦБ удалось миновать опасную зону турбулентности и спасти банковскую систему. Программа покупки активов была высоко оценена Витором Констансиу,

занимавшим пост вице-президента ЕЦБ с 2011 по 2018 гг. По его словам, APP должен стать постоянным инструментом ЕЦБ, к которому при необходимости стоит прибегать и в дальнейшем. Экономист Поль де Грауве считает, что именно роль ЕЦБ как кредитора последней инстанции помогла Еврозоне избежать угрозы его существования. Авторы статьи также отметили, что расширение инструментария ЕЦБ фактически означало расширение его задач: помимо таргетирования инфляции, главный банк Еврозоны фактически стремился предотвратить возобновление долгового кризиса.

В годовом отчёте ЕЦБ за 2016 г. отмечено, что программа APP стала важным фактором роста денежного агрегата M3 (рис.6) и расширения кредитования частного сектора в период после острой фазы кризиса – с 2014 г. Таким образом, реализация данной программы помогла спасти не только финансовый, но и реальный сектор.

Рис. 6. Денежный агрегат M3 (выделено синим цветом на графике) и кредиты частному сектору (жёлтый цвет).



Источник: ЕЦБ.

В то же время во время финансового кризиса 2008-2009 гг., Европейского долгового кризиса и в посткризисный период новые инструменты ЕЦБ нередко становились предметом дискуссии относительно их «безвредности» для Еврозоны. Авторы выделили следующие аспекты, подвергавшиеся критике:

1. Риск инфляции. Например, эксперты Бундесбанка полагали, что покупка государственных облигаций на вторичном рынке может вызвать инфляцию, что и произошло в начале 2011 г.: когда ГИПЦ (Гармонизированный индекс потребительских цен) достиг 2.4%, Программа по покупке облигаций стран Еврозоны на вторичном рынке (Security Markets Programme) была

временно приостановлена<sup>[12]</sup>.

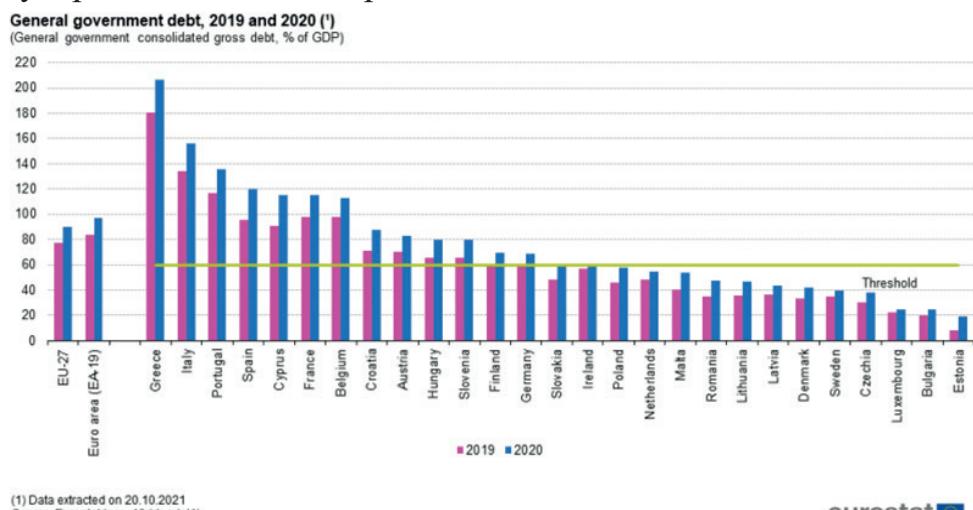
2. Снижение фискальной дисциплины. А.И. Бажан указывает на такой недостаток политики количественного смягчения как снижение мотивации национальных правительств принимать меры для соблюдения фискальной дисциплины, что повышает риск кризисов в Еврозоне<sup>[13]</sup>. В настоящее время у многих государств-членов ЕС госдолг превышает 60% (рис.7). Подобные опасения относительно снижения фискальной дисциплины как следствия программы покупки активов высказывали президент Бундесбанка Й. Вайдман и его предшественник А. Вебер<sup>[14]</sup>.

[12] Högenauer, A.-L., Howarth D. Unconventional Monetary Policies and the European Central Bank's problematic democratic legitimacy / Anna-Lena Högenauer, David Howarth // Journal of public law – 2016. – №17(2). – P.13. – URL: [https://orbi.lu/10993/28059/1/H%c3%b6genauer\\_Howarth%20Unconventional%20Monetary%20Policies%20and%20the%20ECBs%20problematic%20democratic%20legitimacy\\_authors%27\\_pre-print.pdf](https://orbi.lu/10993/28059/1/H%c3%b6genauer_Howarth%20Unconventional%20Monetary%20Policies%20and%20the%20ECBs%20problematic%20democratic%20legitimacy_authors%27_pre-print.pdf) (дата обращения: 10.03.22).

[13] Бажан А.И. Нестандартная монетарная политика Европейского центрального банка / Анатолий Иванович Бажан. – Текст: электронный // Современная Европа. – 2019. – С.4. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nestandardnaya-monetarnaya-politika-evropeyskogo-tsentralnogo-banka> (дата обращения: 02.03.2022).

[14] Högenauer, A.-L., Howarth D.. Unconventional Monetary Policies and the European Central Bank's problematic democratic legitimacy / Anna-Lena Högenauer, David Howarth // Journal of public law – 2016. – №17(2). – P. 17. – URL: [https://orbi.lu/10993/28059/1/H%c3%b6genauer\\_Howarth%20Unconventional%20Monetary%20Policies%20and%20the%20ECBs%20problematic%20democratic%20legitimacy\\_authors%27\\_pre-print.pdf](https://orbi.lu/10993/28059/1/H%c3%b6genauer_Howarth%20Unconventional%20Monetary%20Policies%20and%20the%20ECBs%20problematic%20democratic%20legitimacy_authors%27_pre-print.pdf) (дата обращения: 10.03.22).

Рис. 7. Государственный долг стран ЕС. 2019 и 2020 г.



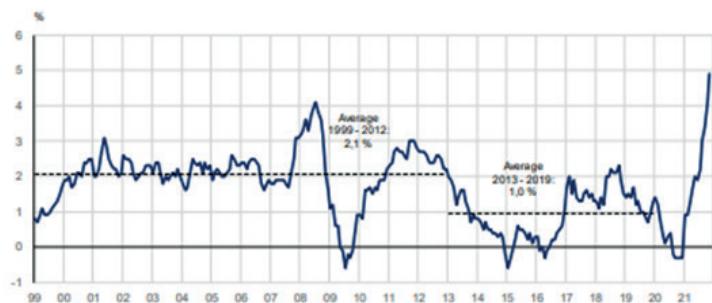
Источник: *Eurostat*

3. Неэффективность в борьбе с дефляцией. Политика отрицательных процентных ставок и количественного смягчения преследовала цель противодействия дефляции, однако её результативность в достижении этой цели можно поставить под вопрос. Так,

рис. 8 демонстрирует, что с 2013 по 2019 гг. средний Гармонизированный индекс потребительских цен (ГИПЦ) был 1%; в данный период этот показатель редко достигал 2% — показателя, которого должен придерживаться ЕЦБ в своей политике.

Рис. 8. Гармонизированный индекс потребительских цен Еврозоны (1999-2021 гг.)

Chart 1: Euro area HICP (1999-2021).



Источник: *Bruegel*.

4. Разная заинтересованность членов Еврозоны в данных инструментах. Проблема заключается в разном уровне развития государств-членов Еврозоны: для более развитых государств покупка ЕЦБ государственных облигаций нежелательна, поскольку они, таким образом принимают на себя часть рисков невозврата долга, притом, что у них самих долговых проблем нет, а их облигации высоко котируются<sup>[15]</sup>.

Евростата, за 2020 г. ВВП Еврозоны сократился на 6,6%, что стало беспрецедентным показателем. Вновь были введены новые элементы в отношении операций долгосрочного рефинансирования, представленные в табл. 2.

В марте 2020 г. ЕЦБ инициировал покупку активов в размере €120 млрд, которая осуществлялась в дополнение к программе покупки активов (APP). С 18 марта 2020 г. была запущена Чрезвычайная программа по покупке активов в условиях пандемии (Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP). Программа была продлена до марта 2022 г., в экономику дополнительно было направлено 1850 млрд евро. В рамках PEPP предполагалась покупка ЕЦБ

## КОРОНАКРИЗИС

Коронакризис стал наиболее мощным из трёх финансовых кризисов, которые пережила Еврозона. По данным

[15] Бажан А.И., Гусев К.Н. Европейский центральный банк в условиях финансового кризиса. / Анатолий Иванович Бажан, Кирилл Нионилович Гусев. — Текст: электронный // Современная Европа. — 2016. — №3. — С.96. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/evropeyskiy-tsentralnyy-bank-v-usloviiyah-finansovogo-krizisa> (дата обращения: 02.03.2022).

Табл.2. Новые элементы долгосрочного рефинансирования, инициированные ЕЦБ в ходе пандемии

Направление	Инструмент	Особенности/изменения
Операции долгосрочного рефинансирования	2019 г. – начало программы TLTRO-III.	<ol style="list-style-type: none"> <li>Процентная ставка по кредитам на 50 базисных пунктов ниже средней процентной ставки по депозитам за период с июня 2020 г. по июнь 2022 г.</li> <li>Понижены залоговые требования к банкам, участвующим в операциях рефинансирования.</li> </ol>
	Нецелевые операции долгосрочного финансирования (PELTRO – Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations).	Процентная ставка по этим операциям на 25 базисных пунктов ниже средней ставки по основным операциям рефинансирования в Евросистеме (0%) в течение всего срока действия соответствующей PELTRO.

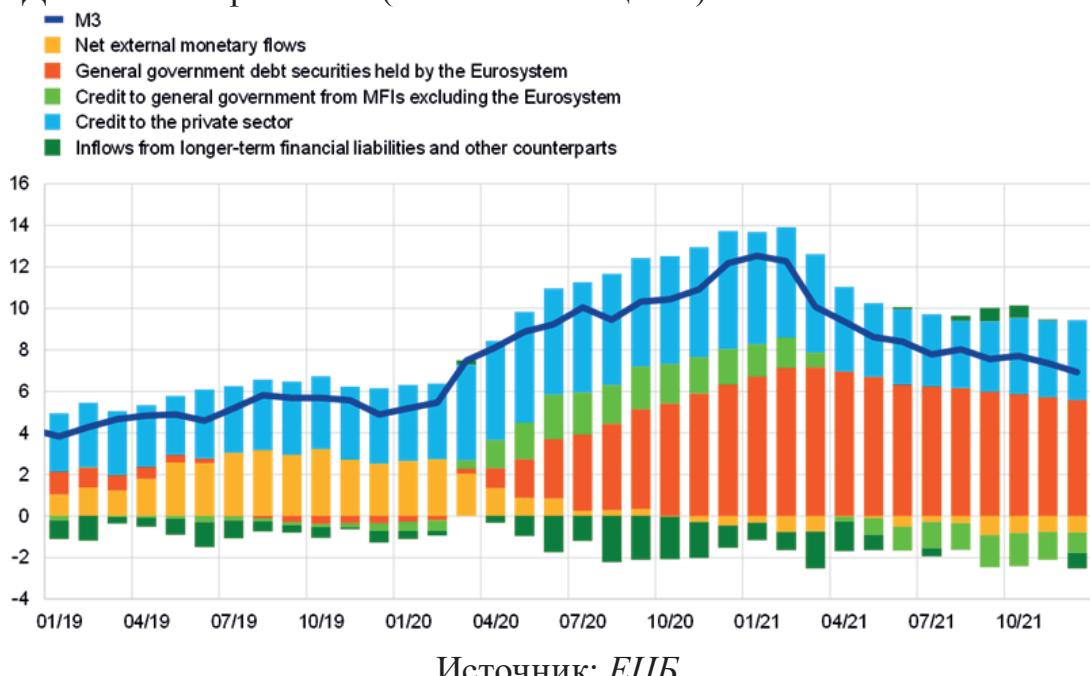
государственных и корпоративных облигаций. Кроме того, ЕЦБ отказался от принципа не покупать долговые бумаги стран в объеме, превышающем их долю при проведении этих операций (например, 33% купленных в мае 2020 г. суверенных гособлигаций принадлежали Италии, а доля участия Италии в программе на тот момент составляла 25%)<sup>[16]</sup>. Новым элементом было и то, что программа покупки активов распространялась и на греческие облигации.

Уже в 2021 г. прирост ВВП Еврозоны достиг 5,4%. Экономика ЕС достаточно быстро восстановилась после пандемии, что свидетельствует о том, что антикризисные инструменты институтов ЕС – в том числе ЕЦБ – были эффективными. Важно отметить,

что покупка активов главным банком Еврозоны является основным фактором, стимулирующим денежное предложение (выделено красным на рис. 9). Второй по значимости компонент, увеличивающий предложение денег – кредиты частному сектору (голубой цвет). Линия тренда свидетельствует об увеличении денежного предложения (агрегат М3) в первый год пандемии благодаря мерам ЕЦБ, направленным на поддержание ликвидности. Об эффективности мер ЕЦБ свидетельствует и снижение стоимости кредитов для банков (рис. 10). Кроме того, процентные ставки по кредитам нефинансовым корпорациям и домашним хозяйствам (рис. 11) снизились до рекордных значений 1,32% и 1,46%, соответственно.

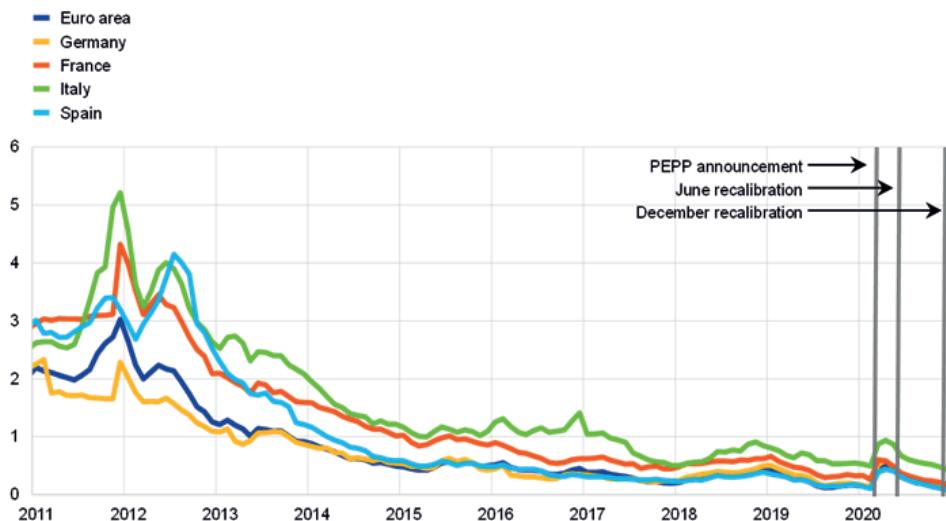
[16] Цыбулина А.Н. Экономический и валютный союз (март-май 2020 г.) / Анна Николаевна Цыбулина // Европейский союз: факты и комментарии. – 2020. – URL: [http://www.edc-aes.ru/data/edcaes/content/user\\_files/files/100.pdf](http://www.edc-aes.ru/data/edcaes/content/user_files/files/100.pdf) (дата обращения: 02.03.2022).

Рис.9. Денежный агрегат М3 (линия синего цвета).



Источник: ЕЦБ.

Рис.10. Стоимость долгового финансирования для банков. Линия для зоны Евро выделена синим цветом, для Германии – оранжевым, Франции – красным, Италии – зеленым, Испании – голубым. Вертикальными чертами отмечены даты, когда было объявлено о начале PEPP и о ее продлении в июне и декабре 2020 г. соответственно

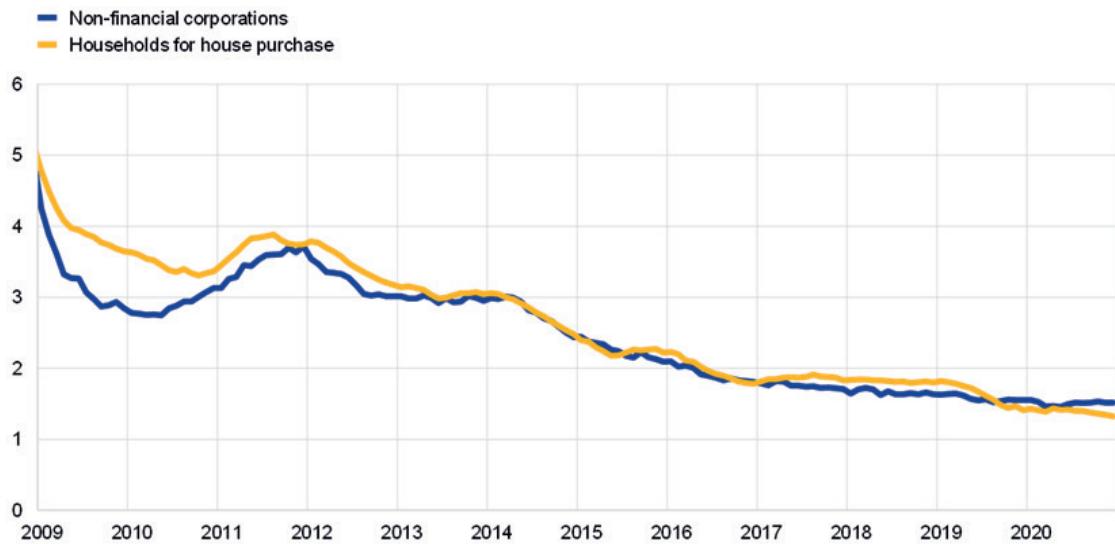


Источник: ЕЦБ.

По наблюдениям авторов, с инструментами ЕЦБ, задействованными в ходе коронакризиса, сопряжены те же недостатки и риски, что и с ин-

струментами, использованными в ходе двойного кризиса 2008-2011 гг.. Кроме того, можно дополнительно выделить следующие отрицательные аспекты:

Рис. 11. Ставки по кредитам нефинансовым корпорациям (линия выделена синим цветом на графике) и домашним хозяйствам (жёлтый цвет).



Источник: ЕЦБ.

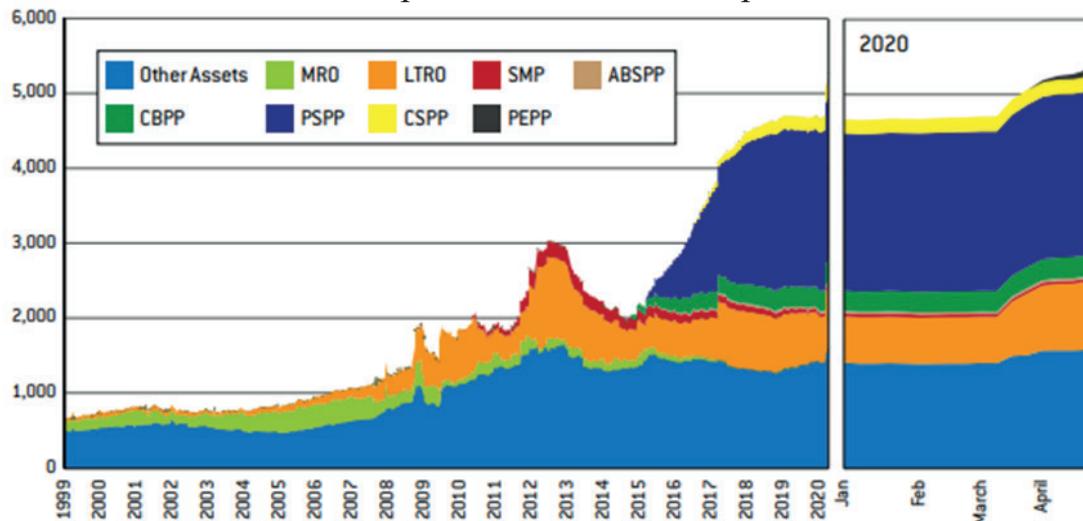
1. Чрезмерный баланс Евросистемы. Так, в 2020 г. баланс Евросистемы составил беспрецедентные 7 трлн евро (что на 2,3 трлн евро больше, чем в конце 2019 г.)<sup>[17]</sup>. В то же время, В. Я. Пищик и П. В. Алексеев пишут,

что чрезмерно быстрое раздувание баланса ЕЦБ ведёт к снижению качества активов, которые ЕЦБ использует в рамках своей денежно-кредитной политики<sup>[18]</sup>.

[17] ECB Annual report 2020. Текст : электронный // Европейский центральный банк : официальный сайт. – URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.en.html> (дата обращения: 01.03.2022).

[18] Пищик В.Я., Алексеев П.В. Трансформации в монетарной и финансовой политике Евросоюза под влиянием COVID-19. / Виктор Яковлевич Пищик, Алексеев Пётр Викторович. – Текст: электронный // Мир новой экономики. – 2021. – №4. –

Рис. 12. Эволюция консолидированного баланса Евросистемы.



Источник: ЕЦБ.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ АСПЕКТ

2. Как и в ходе кризиса суверенных долгов, ряд экспертов опасались, что новые антикризисные инструменты приведут к увеличению инфляционного потенциала. Так, экономист М. Дабровски утверждал, что инфляционные ожидания и продолжение экспансионистской монетарной политики будут

ускорять обращение денег ввиду роста недоверия населения к ЕЦБ, что станет катализатором инфляции<sup>[19]</sup>. Данные рис. 13 действительно свидетельствуют о росте ГИПЦ в Еврозоне с января по август 2021 г.

3. Фискальное доминирование. На рис. 12 показано, что государственные

C.51. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/transformatsii-v-monetarnoy-i-finansovoy-politike-evrosoyuza-pod-vliyaniem-covid-19?> (дата обращения: 12.03.2022).

[19] Dabrowski, Marek. Monetary arithmetic and inflation risk// Bruegel : официальный сайт. – URL: <https://www.bruegel.org/2021/09/monetary-arithmetic-and-inflation-risk/> (дата обращения: 15.03.2022).

Рис. 13. Изменение ГИПЦ в Еврозоне и отдельных государствах Еврозоны по месяцам с января по август 2021 г.

Country/ Currency area	2021M01	2021M02	2021M03	2021M04	2021M05	2021M06	2021M07	2021M08 [a]
EA	0,9	0,9	1,3	1,6	2,0	1,9	2,2	
Austria	1,1	1,4	2,0	1,9	3,0	2,8	2,8	3,1
Belgium	0,6	0,3	1,6	2,1	2,5	2,6	1,4	4,7
Cyprus	-0,8	-0,9	0,3	1,2	1,5	2,2	2,7	3,3
Estonia	0,3	0,5	0,9	1,6	3,2	3,7	4,9	5,0
Finland	1,0	0,9	1,4	2,2	2,3	1,9	1,8	1,8
France	0,8	0,8	1,4	1,6	1,8	1,9	1,5	2,4
Germany	1,6	1,6	2,0	2,1	2,4	2,1	3,1	3,4
Greece	-2,4	-1,9	-2,0	-1,1	-1,2	0,6	0,7	1,2
Ireland	-0,1	-0,4	0,1	1,1	1,9	1,6	2,2	3,1
Italy	0,7	1,0	0,6	1,0	1,2	1,3	1,0	2,6
Latvia	-0,5	-0,2	0,3	1,7	2,6	2,7	2,8	3,6
Lithuania	0,2	0,4	1,6	2,4	3,5	3,5	4,3	4,9
Luxembourg	1,1	-0,5	2,5	3,3	4,0	3,4	3,3	3,5
Malta	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Netherlands	1,6	1,9	1,9	1,7	2,0	1,7	1,4	2,7
Portugal	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,5	-0,6	1,1	1,3
Slovenia	-0,9	-1,1	0,1	2,2	2,2	1,7	2,0	2,1
Slovakia	0,7	0,9	1,5	1,7	2,0	2,5	2,9	3,3
Spain	0,4	-0,1	1,2	2,0	2,4	2,5	2,9	3,3
Switzerland	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	0,5	0,5	

Источник: ЕЦБ.

облигации (PSPP, выделены тёмно-синим цветом на графике) занимают большую долю в балансе Евросистемы. М. Дабровски

писал, что для достижения ценовой стабильности ЕЦБ придется повысить процентные ставки и прекратить политику

количественного смягчения, что ухудшит фискальные позиции правительства. Таким образом, высок риск, что монетарная политика в Еврозоне может быть «подстроена» под политику фискальную, что помешает бороться с инфляцией<sup>[20]</sup>.

## ТЕКУЩАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ

21 июля 2022 г. ЕЦБ впервые за 11 лет поднял процентные ставки на 0,5%, что может по-разному повлиять на государства Еврозоны с разным уровнем госдолга. Для предотвращения фрагментации в Еврозоне ЕЦБ анонсировал новый Инструмент трансмиссионной защиты (Transmission Protection Instrument — TPI), как дополнение к существующим инструментам денежно-кредитной политики. Его суть заключается в том, что ЕЦБ сможет выкупать на вторичном рынке ценные бумаги государств с оставшимся сроком до погашения от 1 до 10 лет. Покупка распространяется на государства, в которых наблюдается ухудшение финансовых условий, не связанное с фундаментальными факторами определенной страны<sup>[21]</sup>. С точки зрения авторов, позитивным аспектом TPI является то, что покупки осуществляются при условии, что в стране соблюдаются фискальные правила ЕС и не наблюдается серьезных макроэкономических дисбалансов. Подобная кондициональность позволяет избежать негативного влияния TPI на бюджетную дисциплину

в Еврозоне и, вероятно, не ухудшит ситуацию с инфляцией. По аналогии с кризисом суверенных долгов нельзя не отметить, что ЕЦБ вновь принадлежит важная роль в предотвращении нового долгового кризиса в Еврозоне.

## ВЫВОДЫ

Авторы пришли к выводу, что ЕЦБ не только одним из первых институтов ЕС реагировал на угрозу кризисов, рассмотренных в данной статье, но и довольно оперативно адаптировал свой инструментарий к меняющейся реальности. Поскольку традиционных средств было недостаточно для преодоления острой фазы кризисов, арсенал антикризисных средств ЕЦБ был расширен за счет нестандартных инструментов. Авторы также отметили преемственность в использовании главным банком Еврозоны неконвенциональных рычагов, особенно в программах покупки ценных бумаг. Так, реализация PEPP объясняется не только эффективностью программ покупок активов, но и тем, что в условиях низких процентных ставок использование традиционных инструментов ЕЦБ (например, снижения процентных ставок) было бы затруднено. Есть все основания полагать, что использование неконвенциональных инструментов стало обычной практикой для ЕЦБ – практикой успешной, но сопряженной с рядом рисков, которые важно учитывать.

[20] Dabrowski Marek. Monetary arithmetic and inflation risk // Bruegel : официальный сайт. – URL: <https://www.bruegel.org/2021/09/monetary-arithmetic-and-inflation-risk/> (дата обращения: 15.03.2022).

[21] The Transmission Protection Instrument. Текст : электронный // Европейский центральный банк : официальный сайт. – URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721-973e6e7273.en.html> (дата обращения: 21.07.2022).

Исследование показало, что именно нестандартные инструменты ЕЦБ не раз спасали Еврозону в периоды крупных финансовых кризисов, а также способствовали посткризисному восстановлению и стабилизации финансового и реального секторов экономики. Важно, что ЕЦБ не использует новые инструменты в ущерб своей главной цели – таргетированию инфляции, а также учитывает взаимосвязь фискальной и монетарной политики, что особенно выражено в кондициональности использования Инструмента трансмиссионной защиты. Однако с использованием неконвенциональных инструментов сопряжён ряд рисков и недостатков, вследствие чего их применение ограничивается скорее чрезвычайными обстоятельствами. Особенно важно учитывать воздействие подобных инструментов на межбанковский рынок,

инфляцию и баланс Евросистемы. Авторы полагают, что изучение трансформации инструментария ЕЦБ может стать отправной точкой для дальнейшего исследования изменения его политики в целом – дискуссии по этой теме неразрывно связаны с использованием ЕЦБ нетрадиционных рычагов. В работе отмечено, что фактически целью ЕЦБ стало не только поддержание ценовой стабильности, но и вклад в борьбу с высокой долговой нагрузкой ряда стран и даже стимулирование экономического роста, что позволяет рассуждать о расширении мандата главного банка Еврозоны. В данной работе эта проблематика не была подробно рассмотрена, однако её изучение позволит проследить развитие Банка и сделать выводы о дальнейшем направлении трансформации политики ЕЦБ.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бажан А.И., Гусев К.Н. Европейский центральный банк в условиях финансово-го кризиса / Анатолий Иванович Бажан, Кирилл Нионилович Гусев // Современная Европа. – 2016. – №.3 – С. 93-103. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/evropeyskiy-tsentralnyy-bank-v-usloviyah-finansovogo-krizisa> (дата обращения: 02.03.2022).
2. Бажан А.И. Замедление экономического роста и падение производства в ЕС / Анатолий Иванович Бажан // Современная Европа. – 2021. – №.5 – С. 113-125. – URL: <http://www.sov-europe.ru/images/pdf/2021/05-2021/Bazhan5-21.pdf> (дата обращения: 02.03.2022).
3. Бажан А.И. Нестандартная монетарная политика Европейского централь-ного банка / Анатолий Иванович Бажан // Современная Европа. – 2019. – №.4. – С. 37-49. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nestandartnaya-monetarnaya-politika-evropeyskogo-tsentralnogo-banka> (дата обращения: 02.03.2022).

4. Буторина О.В. Антикризисная стратегия Европейского Союза: ближние и дальние рубежи / Ольга Витальевна Буторина // Полития. – 2009. – № 3. – URL: <https://mgimo.ru/files/120984/120984.pdf> (дата обращения: 02.03.2022).
5. Буторина О.В. Европейский союз после кризиса: упадок или возрождение? / Ольга Витальевна Буторина // Вестник МГИМО Университета. – 2013. – №4. – С. 71-81. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/evropeyskiy-soyuz-posle-krizisa-upadok-ili-vozrozhdenie> (дата обращения: 02.03.2022).
6. Буторина О.В. Экономическая история евро / О.В. Буторина. – Москва : Весь мир, 2020. – 562 с.
7. Кавешников Н.Ю. Европейский союз: история, институты, деятельность / Н.Ю.Кавешников. – Москва : Аспект Пресс, 2021. – 367 с.
8. Новые антикризисные технологии в ЕС / Под ред. А.М. Волкова. – Москва: ИМЭМО РАН, 2016. – 116 с.
9. Пищик В.Я., Алексеев П.В. Трансформации в монетарной и финансовой политике Евросоюза под влиянием COVID-19 / Виктор Яковлевич Пищик, Алексеев Пётр Викторович // Мир новой экономики. – 2021. – №4. – С. 48-57. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/transformatsii-v-monetarnoy-i-finansovoy-politike-evrosoyuza-pod-vliyaniem-covid-19>? (дата обращения: 12.03.2022).
10. Плюйко А.Ю., Цыбулина А.Н. Экономическое управление в Европейском союзе: теория и практика / Александра Юрьевна Плюйко, Анна Николаевна Цыбулина // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: экономика. – 2018. – №.2 – С. 224-234. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskoe-upravlenie-v-evropeyskom-soyuze-teoriya-i-praktika>? (дата обращения: 17.03.2022).
11. Потапова И. Долговой кризис в ЕС / И.Потапова // Мировое и национальное хозяйство. – 2012. – №1(20). – URL: <https://mirec.mgimo.ru/2012/2012-01/dolgovoikrizis-es> (дата обращения: 02.03.2022).
12. Стрежнева М.В. Экономический и валютный союз в Европе: проблемы эффективности и легитимности / М.В.Стрежнева. – Москва : ИМЭМО РАН, 2018. – 150 с.
13. Усоскин В.М. Пандемия COVID-19: реакция мировых центральных банков на экономический спад / Валентин Маркович Усоскин // Мировая экономика и международные экономические отношения. 2021. – №.2. – С. 53-61. – URL:[https://www.imemo.ru/index.php?page\\_id=1248&file=https://www.imemo.ru/files/File/magazines/meimo/02\\_2021/07-USOSKIN.pdf](https://www.imemo.ru/index.php?page_id=1248&file=https://www.imemo.ru/files/File/magazines/meimo/02_2021/07-USOSKIN.pdf) (дата обращения: 02.03.2022).

14. Цыбулина А.Н. Экономический и валютный союз (март-май 2020 г.) / Анна Николаевна Цыбулина // Европейский союз: факты и комментарии. — 2020. — URL: [http://www.edcaes.ru/data/edcaes/content/user\\_files/files/100.pdf](http://www.edcaes.ru/data/edcaes/content/user_files/files/100.pdf) (дата обращения: 02.03.2022).
15. Annual report 2016. European Central Bank: официальный сайт. — Франкфурт-на-Майне, 2009 — URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (дата обращения: 04.03.2022). — Текст: электронный.
16. Dabrowski Marek. Monetary arithmetic and inflation risk// Bruegel : официальный сайт. — URL: <https://www.bruegel.org/2021/09/monetary-arithmetic-and-inflation-risk/> (дата обращения: 15.03.2022).
17. Demertzis Maria. What to expect from the ECB's monetary policy strategy review? // Bruegel: официальный сайт. — URL: <https://www.bruegel.org/2021/06/what-to-expect-from-the-ecbs-monetary-policy-strategy-review/> (дата обращения: 15.03.2022).
18. European Central Bank: официальный сайт. — Франкфурт-на-Майне, 2009 — URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (дата обращения: 04.03.2022). — Текст: электронный.
19. Eurostat: официальный сайт. — URL: <https://ec.europa.eu/eurostat> (дата обращения: 04.03.2022). — Текст: электронный.
20. Gregory Claeys, Maria Demertzis, Francesco Paradia. Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark? European Parliament: официальный сайт. — 2019. — URL: [https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/09/Bruegel\\_FINAL-original.pdf](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/09/Bruegel_FINAL-original.pdf) (дата обращения: 04.03.2022). — Текст: электронный.
21. Gregory Claeys, Maria Demertzis. How should the European Central Bank 'normalize' its monetary policy? Bruegel: официальный сайт. — 2017. — URL: [https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2017/11/PC-31\\_2017.pdf](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2017/11/PC-31_2017.pdf) (дата обращения: 04.03.2022). — Текст: электронный.
22. Hutchinson J., Mee S. The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis / John Hutchinson, Simon Mee // ECB Economic Bulletin. — 2020. — URL: <https://erationality.media.mit.edu/papers/dan/emarkets/interactivity.pdf> (дата обращения: 01.03.2022).
23. Högenauer, A.-L., Howarth D. Unconventional Monetary Policies and the European Central Bank's problematic democratic legitimacy / Anna-Lena Högenauer, David Howarth // Journal of public law — 2016. — №17, 2. — URL: [https://orbilu.uni.lu/bitstream/10993/28059/1/H%c3%b6genauer\\_Howarth%20Unconventional%20Monetary%20Policies%20and%20the%20ECBs%20problematic%20democratic%20legitimacy\\_authors%27\\_pre-print.pdf](https://orbilu.uni.lu/bitstream/10993/28059/1/H%c3%b6genauer_Howarth%20Unconventional%20Monetary%20Policies%20and%20the%20ECBs%20problematic%20democratic%20legitimacy_authors%27_pre-print.pdf) (дата обращения: 10.03.22)

24. Maliszewska-Nienartowicz J., Witulska A. Role of the European Central Bank in Combating the Financial Crisis in the European Union/Justyna Maliszewska-Nienartowicz, Amanda Witulska // Polish Review of International and European Law, — 2018. — №.7, 1. — URL: [https://www.academia.edu/download/73834445/3633-Article\\_Text-5732-1-10-20190819.pdf](https://www.academia.edu/download/73834445/3633-Article_Text-5732-1-10-20190819.pdf) (дата обращения:02.03.2022)

25. Paul De Grauwe. Only a more active ECB can solve the euro crisis/ Paul De Grauwe // CEPS Policy Brief — 2011. — №250. — URL: [https://www.researchgate.net/publication/228148065\\_Only\\_a\\_More\\_Active\\_ECB\\_can\\_Solve\\_the\\_Euro\\_Crisis](https://www.researchgate.net/publication/228148065_Only_a_More_Active_ECB_can_Solve_the_Euro_Crisis) (дата обращения: 10.03.22).

26. Peter Praet. The ECB and its role as lender of last resort during the crisis. European Central Bank — Текст : электронный // Европейский центральный банк : официальный сайт. — URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160210.en.html> (дата обращения: 01.03.2022).

27. Peter Bofinger, Martin Hellwig, Michael Huther, Monika Schnitzer, Moritz Schularik, Guntram B. Wolff. The Independence of the Central Bank at Risk. Bruegel: официальный сайт. — 2020 — URL: <https://www.bruegel.org/2020/06/the-independence-of-the-central-bank-at-risk/> (дата обращения: 04.03.2022). — Текст: электронный

28. World Bank: официальный сайт. — URL: <https://data.worldbank.org/> (дата обращения: 04.03.2022). — Текст: электронный.

## REFERENCES

1. Bazhan A.I., Gusev K.N. Evropejskij Central'nyj Bank V Usloviyah Finansovogo Krizisa [The European Central Bank in the Context of the Financial Crisis]. / Anatolij Ivanovich Bazhan, Kirill Nionilovich Gusev // Sovremennaya Evropa [Contemporary Europe]. — 2016. — №5. — P.93-103. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/evropeyskiy-tsentrальнyy-bank-v-usloviyah-finansovogo-krizisa> (accessed: 02.03.2022).
2. Bazhan A.I. Zamedlenie Ekonomicheskogo Rosta I Padenie Proizvodstva V ES [Slowdown in Economic Growth and Decline in Production in the EU]. / Anatolij Ivanovich Bazhan // Sovremennaya Evropa [Contemporary Europe]. — 2021. — №.4. — P. 113-125. — URL: <http://www.sov-europe.ru/images/pdf/2021/05-2021/Bazhan5-21.pdf> (accessed: 02.03.2022).
3. Bazhan A.I. Nestandardnaya Monetarnaya Politika Evropejskogo Central'nogo Banka [Non-Standard Monetary Policy Of The European Central Bank]. / Anatolij Ivanovich Bazhan // Sovremennaya Evropa [Contemporary Europe]. — 2019. — №.4 — P. 37-49. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nestandardnaya-monetarnaya-politika-evropeyskogo-tsentrального-banka> (accessed: 02.03.2022).

4. Butorina O.V. Antikrizisnaya Strategiya Evropejskogo Soyusa: Blizhnie I Dal'nie Rubezhi [Anti-Crisis Strategy Of The European Union: Near And Distant Frontiers]. / Ol'ga Vital'evna Butorina // Politiya [Politeia]. — 2009. — № 3. — URL: <https://mgimo.ru/files/120984/120984.pdf> (accessed: 02.03.2022)
5. Butorina O.V. Evropejskij Soyuz Posle Krizisa: Upadok Ili Vozrozhdenie? [The European Union After the Crisis: Decline or Revival?]. / Ol'ga Vital'evna Butorina // Vestnik MGIMO Universiteta [MGIMO Review of International Relations]. — 2013. — №.4 . — P. 71-81. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/evropeyskiy-soyuz-posle-krizisa-upadok-ili-vozrozhdenie> (accessed: 02.03.2022).
6. Butorina O.V. Ekonomicheskaya Istoryya Evro [Economic History of the Euro]. / O.V. Butorina. — Moscow : Ves' mir [The Whole World], 2020. — 562 p.
7. Kaveshnikov N.YU. Evropejskij Soyuz: Istoryya, Instituty, Deyatel'nost' [The European Union: History, Institutions, Activity]. / N.YU.Kaveshnikov. — Moscow : Aspekt Press [Aspekt Press], 2021. — 367 p.
8. Novye Antikrizisnye Tekhnologii V ES [New Anti-Crisis Technologies in the EU] / edited by A.M. Volkova. — Moscow: IMEMO RAN [IMEMO RAS], 2016. — 116 p.
9. Pishchik V.YA., Alekseev P.V. Transformacii V Monetarnoj I Finansovoj Politike Evrosoyuza Pod Vliyaniem COVID-19 [Transformations in the Monetary and Financial Policy of the European Union Under the Influence of COVID-19]. / Viktor Yakovlevich Pishchik, Alekseev Pyotr Viktorovich // Mir novoj ekonomiki [The World of the New Economy]. — 2021. — №4. — P. 48-57. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/transformatsii-v-monetarnoy-i-finansovoy-politike-evrosoyuza-pod-vliyaniem-covid-19> (accessed: 12.03.2022).
10. Plyujko A.YU., Cybulina A.N. Ekonomicheskoe Upravlenie V Evropejskom Soyuze: Teoriya I Praktika [Economic Governance in the European Union: Theory and Practice]. / Aleksandra YUr'evna Plyujko, Anna Nikolaevna Cybulina // Vestnik Rossijskogo universiteta druzhby narodov. Seriya: ekonomika [RUDN Journal of Economics]. — 2018. — №2. — P. 224-234. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskoe-upravlenie-v-evropejskom-soyuze-teoriya-i-praktika> (accessed: 17.03.2022).
11. Potapova I. Dolgovoj Krizis V ES [European Debt Crisis]. / I.Potapova // Mirovoe i nacional'noe hozyajstvo [National and World Economy]. — 2012. — №1(20) — URL: <https://mirec.mgimo.ru/2012/2012-01/dolgovoij-krizis-es> (accessed: 02.03.2022).
12. Strezhneva M.V. Ekonomicheskij I Valyutnyj Soyuz V Evrope: Problemy Effektivnosti I Legitimnosti [Economic and Monetary Union in Europe: Efficiency and Legitimacy Problems]. / M.V.Strezhneva. — Moscow: IMEMO RAN [IMEMO RAS], 2018. — 150 p.

13. Usoskin V.M. Pandemiya COVID-19: Reakciya Mirovyh Central'nyh Bankov Na Ekonomicheskij Spad [COVID-19 Pandemic: Global Central Banks' Reaction to the Economic Decline]. / Valentin Markovich Usoskin // Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye ekonomicheskie otnosheniya [Global Economy and International Economic Relations]. 2021. — №.2. — P. 53-61. — URL: [https://www.imemo.ru/index.php?page\\_id=1248&file=https://www.imemo.ru/files/File/magazines/meimo/02\\_2021/07-USOSKIN.pdf](https://www.imemo.ru/index.php?page_id=1248&file=https://www.imemo.ru/files/File/magazines/meimo/02_2021/07-USOSKIN.pdf) (accessed: 02.03.2022).
14. Cybulina A.N. Ekonomicheskij I Valyutnyj Soyuz (Mart-Maj 2020 G.) [Economic and Monetary Union (March-May 2020)]. / Anna Nikolaevna Cybulina // Evropejskij soyuz: fakty i kommentarii [The EU: Facts and Comments]. — 2020. — URL: [http://www.edc-aes.ru/data/edcaes/content/user\\_files/files/100.pdf](http://www.edc-aes.ru/data/edcaes/content/user_files/files/100.pdf) (accessed: 02.03.2022).
15. Annual report 2016. European Central Bank: official website. — URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (accessed: 04.03.2022).
16. Dabrowski Marek. Monetary Arithmetic And Inflation Risk// Bruegel : official website. — URL: <https://www.bruegel.org/2021/09/monetary-arithmetic-and-inflation-risk/> (accessed: 15.03.2022).
17. Demerzis Maria. What To Expect From the ECB's Monetary Policy Strategy Review?// Bruegel: official website. — URL: <https://www.bruegel.org/2021/06/what-to-expect-from-the-ecbs-monetary-policy-strategy-review/> (accessed: 15.03.2022).
18. European Central Bank: official website. — URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (accessed: 04.03.2022).
19. Eurostat: official website. — URL: <https://ec.europa.eu/eurostat> (accessed: 04.03.2022).
20. Gregory Claeys, Maria Demertzis, Francesco Paradia. Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark? European Parliament: official website. — 2019 — URL: [https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/09/Bruegel\\_FINAL-original.pdf](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/09/Bruegel_FINAL-original.pdf) (accessed: 04.03.2022).
21. Gregory Claeys, Maria Demertzis. How Should the European Central Bank 'Normalize' Its Monetary Policy? Bruegel: official website. — 2017 — URL: [https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2017/11/PC-31\\_2017.pdf](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2017/11/PC-31_2017.pdf) (accessed: 04.03.2022).
22. Hutchinson J., Mee, S. The Impact of the ECB's Monetary Policy Measures Taken in Response to the COVID-19 Crisis / John Hutchinson, Simon Mee // ECB Economic Bulletin. — 2020. URL: <https://erationality.media.mit.edu/papers/dan/emarkets/interactivity.pdf> (accessed: 01.03.2022).

23. Högenauer A.-L., Howarth D. Unconventional Monetary Policies and the European Central Bank's Problematic Democratic Legitimacy / Anna-Lena Högenauer, David Howarth // Journal of public law — 2016. — №17, 2. — URL: [https://orbilu.uni.lu/bitstream/10993/28059/1/H%c3%b6genauer\\_Howarth%20Unconventional%20Monetary%20Policies%20and%20the%20ECBs%20problematic%20democratic%20legitimacy\\_authors%27\\_pre-print.pdf](https://orbilu.uni.lu/bitstream/10993/28059/1/H%c3%b6genauer_Howarth%20Unconventional%20Monetary%20Policies%20and%20the%20ECBs%20problematic%20democratic%20legitimacy_authors%27_pre-print.pdf) (accessed: 02.03.2022)
24. Maliszewska-Nienartowicz J., Witulska A. Role of the European Central Bank in Combating the Financial Crisis in the European Union/Justyna Maliszewska-Nienartowicz, Amanda Witulska // Polish Review of International and European Law, — 2018. — №.7, 1. — URL: [https://www.academia.edu/download/73834445/3633-Article\\_Text-5732-1-10-20190819.pdf](https://www.academia.edu/download/73834445/3633-Article_Text-5732-1-10-20190819.pdf) (accessed: 02.03.2022)
25. Paul De Grauwe. Only a More Active ECB Can Solve The Euro Crisis/ Paul De Grauwe // CEPS Policy Brief — 2011. — №250. — URL: Only a more active ECB can solve the euro crisis (repec.org) (accessed: 10.03.22).
26. Peter Praet. The ECB and Its Role as Lender of Last Resort During The Crisis // European Central Bank: official website — URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160210.en.html> (accessed: 01.03.2022).
27. Peter Bofinger, Martin Hellwig, Michael Huther, Monika Schnitzer, Moritz Schularik, Guntram B. Wolff. The Independence of the Central Bank at Risk. Bruegel: official website. — 2020. — URL: <https://www.bruegel.org/2020/06/the-independence-of-the-central-bank-at-risk/> (accessed: 04.03.2022).
28. World Bank: official website. — URL: <https://data.worldbank.org/> (accessed: 04.03.2022).